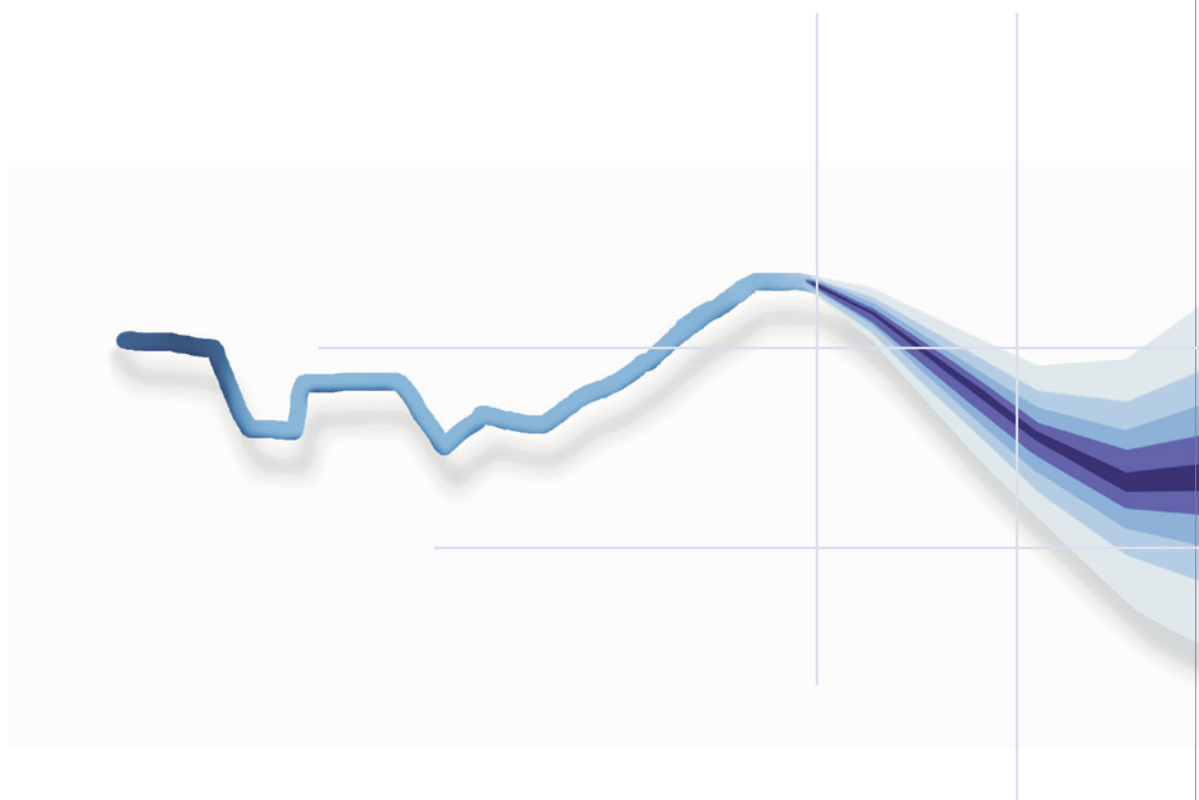


IPoM 2011

2011
SEPTIEMBRE

Informe de Política Monetaria



BANCO CENTRAL DE CHILE

Informe de Política Monetaria

SEPTIEMBRE 2011



BANCO CENTRAL
DE CHILE

Prefacio	5
Resumen	7
Decisiones de política monetaria en los últimos tres meses	11
I. Escenario internacional	13
II. Mercados financieros	19
III. Demanda y actividad	23
IV. Precios y costos	27
V. Escenarios para la inflación	31
Índice de tablas y gráficos	48
Glosario y abreviaciones	51
Referencias bibliográficas	52
Recuadros	
Hechos estilizados en episodios de estrés financiero internacional	17
Cambios en el escenario base de proyección durante el último año	35
Anexos	
Balance del Banco Central de Chile	37
Administración de las reservas internacionales	39
Principales medidas del Banco Central de Chile durante el 2011	43

^{*/} El cierre estadístico del *Informe de Política Monetaria* fue el 1 de septiembre de 2011.

Prefacio

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

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

El 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 2 de septiembre de 2011 para presentarse ante el Senado el 7 de septiembre de 2011.

El Consejo

Resumen

El dinamismo de la actividad y la demanda continuó moderándose en el segundo trimestre, aunque algo menos que lo proyectado en el IPoM de junio. La inflación, en cambio, estuvo ligeramente por debajo de lo esperado hace unos meses. El escenario externo ha tenido novedades importantes, al concretarse algunos de los riesgos contemplados en los últimos trimestres. En particular, se han acrecentado las dudas sobre la resolución del alto endeudamiento —público y privado— de algunos países de la Eurozona y los problemas de consolidación de las finanzas públicas de Estados Unidos. Ello, sumado a las perspectivas de un crecimiento más lento de las economías desarrolladas y a la extensión de la preocupación por la deuda hacia economías del centro de Europa, ha tenido un impacto significativo en los mercados financieros internacionales, llevando a una fuerte volatilidad, aumentos en las primas por riesgo y una marcada incertidumbre sobre el desempeño futuro de la economía mundial. Los mercados monetarios europeos reflejan tensiones en la disponibilidad de liquidez. En este contexto, el Consejo mantuvo la tasa de interés de política monetaria (TPM) en 5,25% en las reuniones de julio y agosto y eliminó el sesgo restrictivo.

En el escenario externo, la significativa aversión al riesgo ha desembocado en un fuerte estrés financiero. Los premios soberanos de varios países de la Eurozona, al igual que los premios de algunos bancos, alcanzan máximos históricos. Los precios de los activos han tenido cambios relevantes, entre los que destacan el descenso de las tasas de interés de los bonos del Tesoro de largo plazo de varias economías desarrolladas, que sirven como refugio de valor, y las fuertes caídas de las bolsas a nivel global. A ello se suma, en menor medida, el fortalecimiento del dólar frente a algunas monedas y la fuerte apreciación del oro y el franco suizo, también considerados activos de refugio de valor. Finalmente, destaca el descenso de los precios de las materias primas, con excepción de los productos agrícolas y el citado caso del oro.

Internamente, la turbulencia externa se ha reflejado en algunas variables de los mercados financieros nacionales. La bolsa ha experimentado importantes retrocesos y las tasas de interés de los documentos de la Tesorería y del Banco Central han caído con fuerza. El mercado monetario e interbancario ha continuado operando con normalidad y las condiciones de liquidez en dólares y pesos no han sido afectadas por el alza de los premios interbancarios en los mercados desarrollados. El peso, tras algunos vaivenes, se ubica en niveles similares a los del cierre estadístico del IPoM de junio.

A la luz de estos acontecimientos, las cifras de actividad del segundo trimestre y los indicadores adelantados del tercero —que siguen siendo débiles en las economías desarrolladas—, el escenario base corrige a la baja en 0,2 puntos

Supuestos del escenario base internacional

	2009	2010	2011 (f)	2012 (f)	2013 (f)
(variación anual, porcentaje)					
Términos de intercambio	4,6	23,8	-1,8	-5,3	-2,6
PIB socios comerciales (*)	-0,4	5,9	4,2	4,3	4,6
PIB mundial a PPC (*)	-0,6	5,0	3,9	4,0	4,5
PIB mundial a TC de mercado (*)	-2,1	3,8	3,0	3,3	3,7
Precios externos (en US\$)	-6,2	5,8	9,8	2,9	2,1
(niveles)					
Precio del cobre BML (US\$/cent/lb)	234	342	415	370	350
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	62	79	93	89	91
Precio paridad de la gasolina (US\$/m3) (*)	471	598	816	797	774
Libor US\$ (nominal, 90 días)	0,7	0,3	0,3	0,3	0,3

(*) Para su definición, ver Glosario.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

porcentuales el crecimiento mundial esperado para el 2011, y en medio punto porcentual el del año siguiente. La mayor modificación corresponde a Estados Unidos donde, además del bajo crecimiento observado hasta la fecha, también influyen los ajustes fiscales previsibles tras la aprobación del mayor límite de endeudamiento público. En la Eurozona se sigue considerando que el crecimiento será bajo. Asimismo, se prevé que la mayor debilidad del mundo desarrollado tendrá un impacto en la actividad de las economías emergentes, las que, en todo caso, seguirán con un desempeño mejor que el de las desarrolladas. Esta proyección de crecimiento mundial es inferior a la de consenso, la que al cierre de este IPoM probablemente no refleja completamente el impacto de las turbulencias financieras actuales. No obstante, los informes más recientes de los bancos de inversión sí presentan importantes correcciones a la baja en sus proyecciones para las economías desarrolladas.

La preocupación de un sobrecalentamiento en el mundo emergente y sus consecuencias sobre la inflación ha disminuido. Los ajustes ya concretados en la política monetaria de varias economías, la mayor debilidad de la economía global y el descenso reciente del precio de las materias primas justifican esta evaluación. Así, varias economías ya han interrumpido su ciclo de alzas de tasa y, en general, las expectativas de mercado se han ajustado hacia mantenciones. En las economías desarrolladas, lo más probable es que la política monetaria mantenga su actual grado de expansividad por un período prolongado y no se descarta que incluso se acentúe. La Reserva Federal anunció la intención de mantener su tasa rectora en el mínimo al menos hasta mediados del 2013.

Crecimiento económico y cuenta corriente

	2009	2010	2011 (f)	2012 (f)
(variación anual, porcentaje)				
PIB	-1,7	5,2	6,25-6,75	4,25-5,25
Ingreso nacional	-1,9	15,7	6,6	4,2
Demanda interna	-5,9	16,4	9,1	4,5
Demanda interna (sin variación de existencias)	-2,9	11,5	9,7	5,4
Formación bruta de capital fijo	-15,9	18,8	14,4	7,1
Consumo total	1,9	9,3	8,2	4,9
Exportaciones de bienes y servicios	-6,4	1,9	6,5	5,0
Importaciones de bienes y servicios	-14,6	29,5	12,0	4,6
Cuenta corriente (% del PIB)	1,6	1,9	-1,0	-2,1
(millones de dólares)				
Cuenta corriente	2.570	3.802	-2.400	-5.500
Balanza comercial	14.117	15.855	12.700	8.300
Exportaciones	54.004	71.028	82.600	83.000
Importaciones	-39.888	-55.174	-69.900	-74.700
Servicios	-1.444	-1.019	-1.200	-1.200
Renta	-11.666	-15.424	-16.300	-15.200
Transferencias corrientes	1.563	4.390	2.400	2.600

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

La suma de estos antecedentes provocará que el impulso externo que reciba la economía chilena en los próximos trimestres sea menor que el estimado previamente. Por un lado, el menor desempeño global tendrá un impacto negativo en la actividad de los socios comerciales de Chile. No obstante, su crecimiento seguirá siendo superior al promedio del período 2000-2007. El cambio en la composición y ponderación de este grupo de países, en que las economías emergentes, y en especial China, han aumentado fuertemente su participación, explica este resultado. Mientras en el 2000, el peso de las economías emergentes en el grupo de socios comerciales de Chile era menos de un tercio, en el 2011 se estima que será cercano a la mitad. Por otro lado, se contempla un deterioro de los términos de intercambio. Esta última proyección se basa en un precio del cobre que se situará en valores de US\$3,7 la libra en el 2012 y US\$3,5 el 2013. A su vez, el precio promedio del petróleo WTI se estima en torno a US\$90 el barril entre el 2012 y el 2013.

En este escenario de menor impulso externo, se estima que la economía chilena crecerá entre 6,25 y 6,75% este año. Este rango está dentro de lo proyectado en junio. Hasta el segundo trimestre, la actividad crecía algo por encima de su tendencia y de lo esperado en el IPoM de junio; el consumo desaceleraba su fuerte expansión previa, pero menos que lo previsto; el mercado laboral seguía dando señales de estrechez y las condiciones financieras se mantenían favorables, con un crédito cuya tasa de expansión anual iba en aumento.

El mayor impacto del cambio en el escenario externo será visible en el crecimiento del 2012. Para ese año, se prevé que el PIB crecerá entre 4,25 y 5,25%. El menor crecimiento respecto de este año responde a

Inflación

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

(f) Proyección.

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

Fuente: Banco Central de Chile.

varios factores. Por un lado, está la necesaria convergencia hacia cifras de expansión coherentes con el crecimiento de tendencia, que el Consejo sigue estimando en torno a 5%. Esta convergencia se apoya en el impacto sobre la demanda agregada de los aumentos ya efectuados en la TPM. Por otro lado, está el ya mencionado menor impulso externo que se verificará en los trimestres venideros. También se considera que el balance fiscal convergerá hasta alcanzar un déficit estructural de 1% del PIB hacia fines de la actual administración, acorde con lo anunciado por la autoridad y en concordancia con la Ley de Responsabilidad Fiscal.

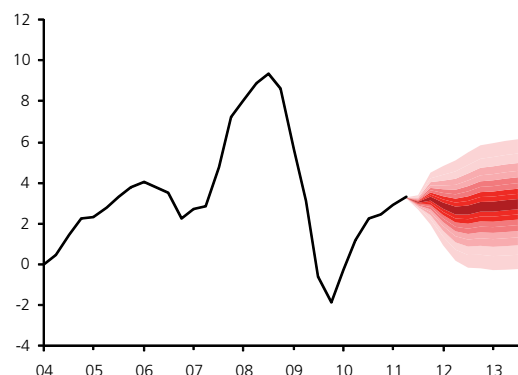
El cambio en el escenario externo también ha provocado modificaciones importantes en el panorama inflacionario, especialmente en el corto plazo. En el escenario base, el aumento de la inflación anual del IPC hacia fines de año será menor que el previsto en junio. Esto, principalmente, por el efecto del menor precio de los combustibles. Las expectativas de inflación privadas se han corregido en igual dirección y apuntan a una inflación IPC algo superior a 3% para fines de año. En adelante, la inflación se mantendrá en torno a la meta, finalizando en ese valor en el tercer trimestre del 2013, fecha que en esta oportunidad corresponde al final del horizonte de proyección. Esta trayectoria de la inflación se basa en varios supuestos. Como ya se mencionó, en que la economía crecerá en torno a su tendencia por los próximos trimestres. También en que el tipo de cambio real se mantendrá en torno a sus niveles actuales, los que se ubican en el rango que se estima coherente con sus fundamentos de largo plazo. Se suma el supuesto de que los costos laborales crecerán a tasas acordes con la meta de inflación. Respecto de la política monetaria, la TPM ha alcanzado rangos considerados como normales. A diferencia de lo que se preveía hace unos meses, cuando se esperaba mayoritariamente que la TPM siguiera aumentando, los cambios en el escenario macroeconómico han llevado a una mayor dispersión de las expectativas privadas. Incluso ciertas medidas sugieren algún descenso en lo inmediato. No obstante, en el escenario base, se utiliza como supuesto de trabajo que, en el corto plazo, la TPM será similar a su nivel actual.

Este escenario, como es habitual, refleja los eventos que se estiman tienen mayor probabilidad de ocurrencia con la información disponible al cierre estadístico del IPoM. Existen riesgos que, de concretarse, redundarán en un panorama macroeconómico distinto del aquí descrito. En esta ocasión, evaluadas las probabilidades de los escenarios alternativos, el Consejo estima que el balance de riesgos para la actividad está sesgado a la baja, mientras que para la inflación está equilibrado.

Los principales riesgos se relacionan con el complejo panorama económico global. No es descartable que los recientes episodios de estrés se repitan o intensifiquen con sus consiguientes consecuencias en el sector financiero y en la confianza de los agentes. Esto, por cuanto los problemas de fondo del endeudamiento, público y privado, en las economías desarrolladas aún no han sido resueltos. El proceso de desapalancamiento sigue su curso, alguna parte del mercado estima que las medidas de ajuste fiscal aún son insuficientes para solucionar el problema del endeudamiento público, los desbalances globales siguen sin resolverse y se acumulan tensiones en la unión monetaria europea. La respuesta a esta clase de eventos se complica, dado que las políticas monetarias y fiscales en el mundo desarrollado tienen un reducido espacio de acción.

Proyección de inflación IPC (*)

(variación anual, porcentaje)

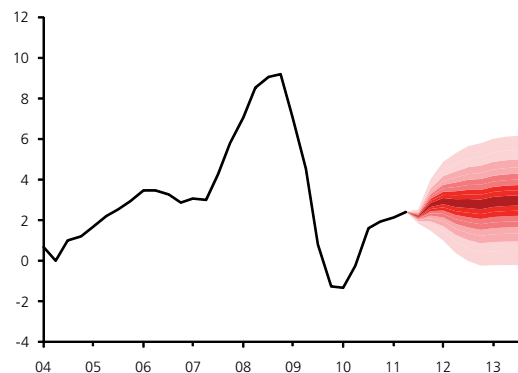


(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. El escenario base incorpora como supuesto de trabajo que, en el corto plazo, la TPM será similar a su nivel actual.

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, en el corto plazo, la TPM será similar a su nivel actual.

Fuente: Banco Central de Chile

Otra parte de los riesgos del escenario externo proviene del crecimiento del mundo desarrollado a plazos más allá del horizonte de proyección. Como se indicó, el escenario base contiene una proyección menor que la de consenso. Sin embargo, no puede descartarse que el impacto sea incluso mayor que el previsto. En todo caso, más allá de este efecto puntual, persiste la duda sobre la fortaleza del proceso de recuperación en las economías desarrolladas. Los efectos de arrastre de la crisis del 2008, más el alto nivel del desempleo y la mayor cuota de incertidumbre que han levantado las tensiones recientes podrían tener efectos bastante más duraderos sobre la actividad en el mundo desarrollado. También es posible, como se ha comenzado a discutir con mayor frecuencia, que el crecimiento potencial de estas economías haya caído por efecto de la crisis. Ello tendría consecuencias sobre el nivel de las tasas de interés, la velocidad de resolución de los problemas de apalancamiento y el crecimiento de las economías emergentes. En este escenario, el crecimiento mundial será menor que en el pasado.

Tampoco puede desecharse un escenario en que la postergación de los incrementos de las tasas de política monetaria en las economías desarrolladas y su falta de dinamismo lleve a los inversionistas a buscar mayores retornos en las economías emergentes. Ello implicaría un rebote de los flujos de capitales hacia estas últimas, cuyo acomodo podría complicar el manejo de las políticas macroeconómicas.

Internamente, los riesgos se centran en el dinamismo que sigue sosteniendo la actividad y la demanda. Aunque la evolución de la economía ha ido relativamente acorde con lo previsto, la moderación ha sido algo menor que la esperada, el mercado laboral sigue mostrando estrechez —diversas fuentes de información casuística dan cuenta de dificultades y presiones en el mercado laboral— y la tasa de expansión anual del crédito ha aumentado. No puede descartarse que, más allá de las tensiones en el escenario externo, la economía chilena siga mostrando un crecimiento por sobre su tendencia, lo que implicaría presiones inflacionarias incoherentes con la meta de inflación.

Las dudas respecto de cómo evolucionará el escenario externo y cuál será su impacto en la economía chilena justifican actuar con prudencia. Al ser Chile una economía integrada no puede ser inmune a los eventos externos. La política monetaria cuenta con las herramientas necesarias para mitigar el eventual impacto de escenarios externos más adversos que lo previsto, como en el pasado reciente. El Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria con flexibilidad de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política. Cambios futuros de la TPM dependerán de las implicancias de las condiciones macroeconómicas internas y externas sobre las perspectivas inflacionarias.

Decisiones de política monetaria en los últimos tres meses

Antecedentes: Reunión e IPoM de junio 2011

La principal noticia del segundo cuarto del año era la atenuación de algunos de los riesgos inflacionarios identificados en marzo. Los precios internacionales de las materias primas no siguieron aumentando al ritmo observado entre mediados del 2010 y comienzos del 2011, no obstante permanecían en niveles elevados. A ello se sumaba que la propagación de los *shocks* de precios específicos, en línea con lo que se anticipaba, había sido acotada. Esto y las decisiones de política monetaria adoptadas por el Consejo habían colaborado para que menguaran los temores de una mayor aceleración inflacionaria que se apreciaban en marzo. Así, las expectativas privadas de inflación mostraban algunas reversiones en el margen. En el escenario base del Informe de Política Monetaria (IPoM) de junio, el aumento de la inflación total era algo menor que lo estimado en marzo. La inflación IPC finalizaría el 2011 en 4,0%, ubicándose por algunos meses en torno a ese valor, mientras que, para el 2012, se ubicaría en torno a la meta y se mantendría en ese rango hasta fines del horizonte de proyección.

Internamente, la actividad y la demanda interna continuaban con un importante dinamismo. Destacaba la fortaleza del crecimiento del consumo privado y, en menor medida, del componente de maquinaria y equipos de la inversión. Si bien había ciertas señales de desaceleración en el margen, aún eran incipientes como para verificar si se trataba de un cambio de tendencia o no. Así, en el escenario base del IPoM de junio, se estimaba que el PIB crecería entre 6 y 7% durante el 2011, ubicándose en la parte alta del rango previsto en marzo. Este crecimiento era coherente con el sesgo al alza que se identificó entonces y con brechas de capacidad que se mantendrían cerradas a lo largo del horizonte de proyección. Por su parte, el mercado laboral seguía estrecho. La tasa de desocupación había llegado a niveles históricamente bajos y los salarios reales crecían en torno a la meta de inflación.

El panorama externo seguía siendo favorable para Chile, pero los riesgos negativos se habían acentuado. En el agregado, la proyección de crecimiento mundial para los próximos dos años se mantenía respecto de marzo, aunque con importantes

variaciones en su composición. Por un lado, la dicotomía entre economías desarrolladas y emergentes, en términos de perspectivas de crecimiento y tasas de interés, se había acrecentado. La menor expansión de Estados Unidos y Japón, junto con la heterogeneidad de la actividad al interior de la Eurozona, donde se mantenían vigentes las tensiones financieras, se compensaban con el mayor crecimiento del mundo emergente. Así, el dólar continuaba depreciándose y las monedas emergentes seguían ganando valor. Por otro lado, los registros de inflación habían aumentado en varios países, pero la preocupación generalizada que existía a comienzos de año por el devenir del escenario inflacionario había amainado.

El balance de riesgos para la inflación y la actividad estaba equilibrado. Aunque atenuado respecto de marzo, un riesgo relevante era la persistencia y propagación del *shock* de precios específicos de los trimestres previos. Si bien se estimaba una relativa estabilidad de los precios de materias primas en los mercados externos, no podía descartarse un escenario de mayores precios. Sus efectos en la inflación local podrían ser relevantes por el estado de las holguras de capacidad. La evolución de la actividad y la demanda también eran relevantes en este sentido. De seguir creciendo con el dinamismo que exhibieron en el primer trimestre, podrían llevar a una sobreutilización de la capacidad instalada, con las consiguientes presiones inflacionarias que ello provocaría.

Respecto de la decisión de política monetaria de junio, las opciones de mantener la TPM en 5% o aumentarla hasta 5,25% eran plenamente plausibles. En este contexto, mantener la TPM era coherente con un escenario externo más complejo, con tasas de interés externas extraordinariamente bajas y con las implicancias cambiarias asociadas a una ampliación de la brecha de tasas de interés. A ello se sumaba la reducción de las expectativas de inflación internas. Sin embargo, la opción de elevar la TPM en 25pb era coherente con un balance de riesgos para la inflación que aconsejaba continuar retirando el estímulo monetario para alinearse con los rangos que históricamente habían sido considerados como neutrales, actuando en forma preventiva para atenuar el dinamismo de la demanda interna y contener la propagación de *shocks* adversos de oferta. En consecuencia, el Consejo decidió aumentar la TPM en 25pb hasta 5,25% anual.

El Consejo estimaba que, en el escenario más probable, serían necesarios aumentos adicionales de la TPM, cuya oportunidad dependería de la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas. En todo caso, reiteró que seguiría usando sus políticas con flexibilidad para que la inflación proyectada se ubicara en 3% en el horizonte de proyección. El escenario base del IPoM de junio consideraba que la TPM seguiría una trayectoria comparable con la que se desprendía de las diversas medidas de expectativas.

Reuniones de julio y agosto

Para la reunión de julio, el escenario externo presentaba una mayor incertidumbre sobre las perspectivas de la economía mundial y cuyas consecuencias eran difíciles de precisar. En Europa, los problemas fiscales y financieros de las economías periféricas se habían agudizado y extendido a otros países de la región, creando condiciones financieras menos favorables en los mercados internacionales y una presión por un mayor ajuste fiscal. En Estados Unidos, el consumo permanecía deprimido, afectado por el alto nivel de desempleo y la continuación de la deflación de los precios de las viviendas, a lo que se sumaban los efectos de la discusión sobre el límite del endeudamiento fiscal. Por otra parte, en China y otras economías emergentes seguían vigentes los riesgos por las mayores presiones inflacionarias y la posibilidad de un freno más abrupto y sorpresivo en su crecimiento, con consecuencias negativas sobre los precios de las materias primas y el crecimiento de otras regiones. En el frente interno, los riesgos relacionados con el ritmo de crecimiento de la economía y la intensidad de uso de los factores internos continuaban vigentes, aunque, a diferencia de meses anteriores, no se habían exacerbado en el último mes. Los datos recientes mostraban algunas señales de moderación en el consumo privado y el empleo, lo que era un desarrollo bienvenido y no constituía una sorpresa respecto de lo proyectado en el último IPoM. Asimismo, la inflación de junio había sido algo menor que la prevista por el mercado y los riesgos inflacionarios se estaban atenuando, por la detención y reversión parcial de las alzas en los precios de las materias primas, la reducción de las expectativas de inflación en Chile y el acotado traspaso de las alzas de los precios internacionales de los alimentos y la energía sobre los precios internos. Sin embargo, estos riesgos aún eran relevantes, por la volatilidad de los precios de las materias primas, el estrechamiento de las holguras de capacidad internas y de expectativas inflacionarias que todavía se encontraban en la parte superior del rango de tolerancia. Desde la última reunión, los antecedentes llevaban a proponer como opciones relevantes un alza de 25pb de la TPM, hasta 5,50%, o mantenerla en 5,25%. Ambas opciones eran coherentes con la trayectoria para la TPM delineada en el último IPoM, cuyo ritmo admitía pausas entre reuniones. Un alza de 25pb entregaba un margen de maniobra ante un escenario

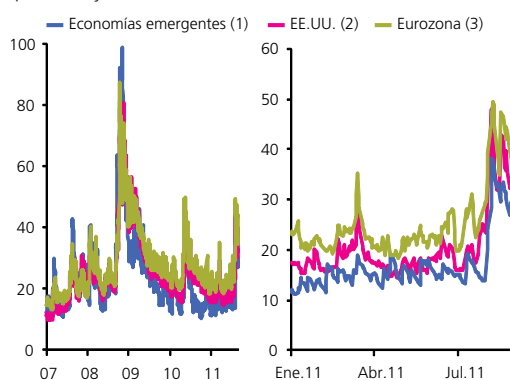
externo incierto y un riesgo latente de que la actividad y la demanda mantuvieran un ritmo más allá de lo sostenible. A su vez, la opción de realizar una pausa transitoria en el proceso de normalización de la política monetaria era coherente con la necesidad de observar los efectos de los ajustes ya realizados a la TPM sobre la demanda agregada, y también para afinar el diagnóstico sobre las consecuencias de los eventos recientes en el ámbito externo. En este contexto, el Consejo decidió mantener la TPM en 5,25% anual.

Para la reunión de agosto, el panorama externo había empeorado significativamente. En él, resaltaba la debilidad de las cifras macroeconómicas en los países desarrollados y el significativo aumento de la volatilidad en los mercados financieros. El cambio en este escenario probablemente tendría repercusiones globales, cuyos efectos se observarían en las economías emergentes, incluido Chile. En el plano interno, los indicadores de actividad mostraban un sólido comportamiento. En materia inflacionaria, la disminución en los precios de algunas materias primas y el traspaso acotado de las alzas previas de combustibles y alimentos al resto de los precios internos habían llevado a reducir las perspectivas inmediatas de aumentos de precios. Con ello, las expectativas de mediano plazo para la inflación se habían alineado con la meta de 3% anual. De igual modo, las expectativas ya no eran unánimes sobre la necesidad de volver a aumentar la TPM. En este contexto, los antecedentes recopilados desde la reunión anterior llevaban a proponer como opción mantener la TPM en 5,25%. Ello era coherente con un escenario en que las perspectivas y riesgos de corto plazo para la inflación se habían reducido considerablemente, y el panorama para la economía mundial era más negativo. La decisión pasaba por conservar o eliminar el sesgo restrictivo. La orientación restrictiva podía justificarse por una moderación más lenta de la demanda interna, un estrechamiento más intenso de las holguras de capacidad, el riesgo de una eventual aceleración de las presiones inflacionarias por mayores costos laborales y/o mayores márgenes de comercialización, y la expectativa de una pronta normalización de la volatilidad en los mercados financieros internacionales. En tanto, la eliminación del sesgo se justificaba en que el abanico de riesgos negativos provenientes del escenario externo era muy amplio y que sus consecuencias sobre el crecimiento y la inflación internas, aunque aún inciertas, podían ser significativas. Además, las dificultades políticas y financieras que afectaban a Europa y Estados Unidos probablemente continuarían arrastrándose en los próximos meses, lo que seguiría afectando negativamente a la confianza de los inversionistas, empresarios y consumidores y a la recuperación de estas economías. De este modo, el Consejo decidió mantener la TPM en 5,25% anual, eliminando el sesgo contractivo.

I. Escenario internacional

Gráfico I.1

Volatilidad en mercados bursátiles
(porcentaje)



(1) Corresponde a una estimación de la volatilidad histórica del índice MSCI denominado en dólares.

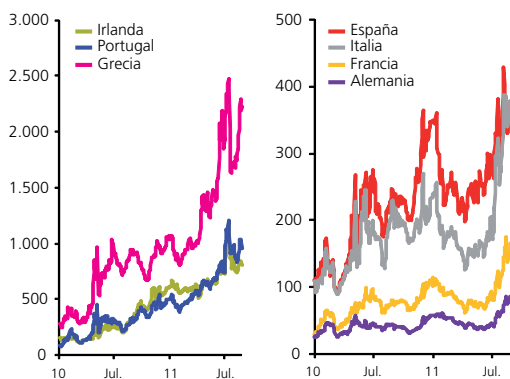
(2) Corresponde al índice de volatilidad VIX. Para su definición, ver Glosario.

(3) Corresponde al índice de volatilidad VSTOXX. Para su definición, ver Glosario.

Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg y Morgan Stanley Capital International.

Gráfico I.2

Premios por riesgo soberano (*)
(puntos base)



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

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 más probable, así como los principales riesgos.

Mercados financieros

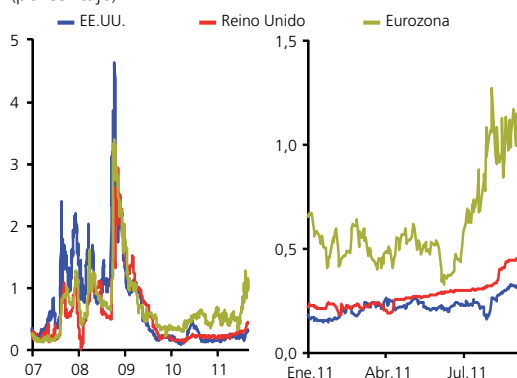
Desde mediados de julio, el escenario económico mundial se ha caracterizado por una mayor preocupación por la situación de deuda y posición fiscal de algunas economías de la Eurozona, la consolidación de las finanzas fiscales en Estados Unidos y las perspectivas de un crecimiento aun más lento en las economías desarrolladas, lo que ha provocado fuertes turbulencias en los mercados financieros mundiales.

Estas preocupaciones crecieron a principios de agosto, aumentando significativamente la incertidumbre y la volatilidad, lo que se reflejó en un escenario de alta aversión al riesgo. El índice VIX y los indicadores de riesgo de los países de la Eurozona han tenido alzas importantes (gráfico I.1). Las primas por riesgo soberano de España, Grecia, Irlanda y Portugal anotaron nuevos máximos históricos (gráfico I.2). Incluso, los premios por riesgo de Alemania y Francia también subieron. Igualmente, los premios por riesgo de bancos tanto de las economías de la periferia de Europa como de Estados Unidos han exhibido alzas sustanciales. Algo similar ocurrió con los premios por riesgo corporativos. Además, las condiciones de liquidez en los mercados monetarios se han estrechado, particularmente en Europa (gráfico I.3).

La mayor preferencia por activos más seguros se ha reflejado también en caídas abruptas de las bolsas a nivel mundial y en un máximo histórico para el precio del oro. En varias economías desarrolladas que sirven como refugio de valor, las tasas de interés de largo plazo han tenido importantes caídas. Las de Estados Unidos, la Eurozona, Suiza y el Reino Unido bajaron entre 70 y 90 puntos base desde junio y la mayoría se ubica en mínimos históricos (gráfico I.4). En algunas de estas economías, las caídas de las tasas además se relacionan con la mayor debilidad de su crecimiento. En Estados Unidos, se agrega que la Reserva Federal anunció su intención de mantener la tasa de política monetaria en el mínimo hasta mediados del 2013. En este contexto, el dólar luego de mostrar vaivenes desde el cierre estadístico del IPoM de junio, comenzó a apreciarse desde principios de agosto. Con todo, el dólar multilateral se encuentra en niveles similares a los del cierre estadístico del IPoM de junio. En línea con la demanda por activos más seguros, el franco suizo se apreció marcadamente, obligando a sus autoridades a implementar medidas para frenar esta tendencia.

Gráfico I.3

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

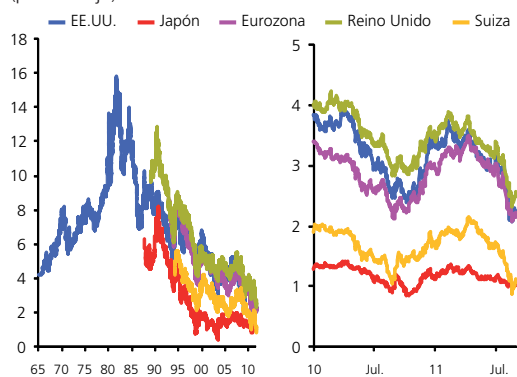


(*) Corresponde a la diferencia entre la tasa Libo a 3 meses y el bono del tesoro al mismo plazo. Para la Eurozona corresponde a la diferencia entre la tasa Euribo a 3 meses y el bono del tesoro de Alemania al mismo plazo.

Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.4

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

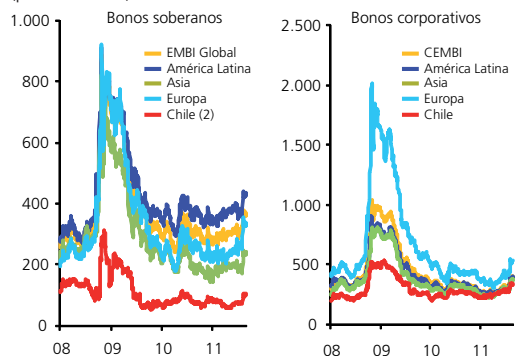


(*) Corresponde a las tasas de interés de los bonos de gobierno a 10 años.

Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.5

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



(1) Medidos por el índice EMBI y CEMBI, respectivamente. 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 excluidos los bonos de Codelco.

Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg y JP Morgan Chase.

En concordancia con el escenario de mayor aversión al riesgo, en las economías emergentes también se han apreciado alzas de los indicadores de riesgo. Los premios por riesgo soberanos y corporativos aumentaron, pero de manera más acotada que en las economías desarrolladas (gráfico I.5). Las bolsas tuvieron importantes descensos. Utilizando los respectivos índices de MSCI medidos en moneda local, en América Latina, Asia y Europa emergente las bolsas cayeron entre 10 y 15% desde el IPoM de junio. La caída más pronunciada se dio en Europa emergente (gráfico I.6). Estas economías también han registrado salidas de capitales y sus monedas revirtieron la marcada tendencia apreciativa que mostraban desde principios de año (gráficos I.7 y I.8).

El escenario en la Eurozona sigue siendo muy complejo. Los esfuerzos políticos, económicos y financieros de las autoridades para evitar el contagio al costo de la deuda de España e Italia no han logrado mitigar las tensiones de los mercados. Persisten las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda de largo plazo, por los importantes ajustes fiscales que deben realizar para cumplir con sus compromisos. También, se acumulan tensiones en la unión monetaria europea. Esto, con una actividad y una demanda interna que continúan débiles, y una baja posibilidad de implementar políticas expansivas.

La presión en los mercados de la deuda de Europa, las expectativas de un menor crecimiento y de una profundización del ajuste fiscal en las economías desarrolladas han repercutido en el manejo de la política monetaria a nivel global. En las economías desarrolladas, la política monetaria continuará en una instancia extraordinariamente expansiva más allá de lo previsto hace unos meses. La Reserva Federal, como ya se mencionó, comunicó la intención de mantener su tasa en el mínimo por lo menos hasta mediados del 2013 y dejó abierta la posibilidad de tomar medidas adicionales de estímulo monetario. Las expectativas de una nueva alza de tasas se han aplazado en la Eurozona. En el Reino Unido y en Japón, también se prevé que la tasa de referencia se mantendrá por largo tiempo en niveles mínimos.

Hasta julio, las economías emergentes, con pausas, siguieron aumentando sus tasas de política monetaria, respondiendo al dinamismo de su actividad y los registros de inflación. En agosto, casi la totalidad de los bancos centrales de estas economías mantuvo sin cambios su tasa, justificando la mantención en la mayor incertidumbre sobre el escenario económico mundial. Destacan Brasil y Turquía, que disminuyeron 50 puntos base sus tasas de referencia. Acorde con ello, la tasa de política esperada en estas economías de aquí a fines del 2012 ha disminuido en comparación con lo contemplado en el IPoM de junio (gráfico I.9).

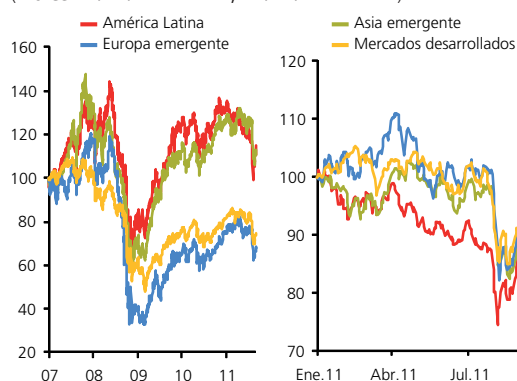
Crecimiento mundial

Como se indicó, se acentuaron las preocupaciones por la recuperación de las economías desarrolladas (gráfico I.10). Los datos efectivos de actividad del segundo trimestre fueron menores que lo esperado, y datos parciales del tercer trimestre dan indicios de un mayor debilitamiento de su ritmo de crecimiento. El consumo no logra repuntar, afectado por la debilidad del mercado laboral y los indicadores de confianza de los agentes han seguido cayendo. Sobre estos últimos, destaca su fuerte caída en agosto, recogiendo los efectos de la mayor incertidumbre a nivel global. Se agrega que la posibilidad de una política monetaria más expansiva es limitada y que no hay opciones de estímulo

Gráfico I.6

Bolsas mundiales (*)

(índice 02/01/2007=100; 03/01/2011=100)



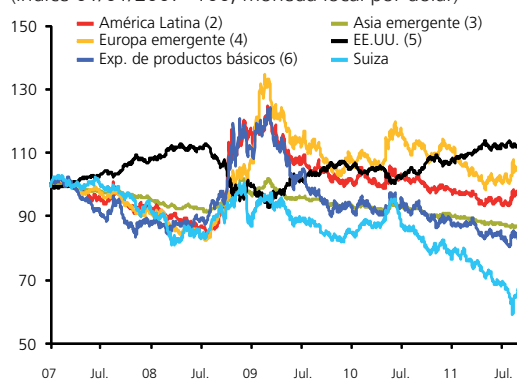
(*) Corresponde a los índices MSCI en moneda local.

Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.7

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, 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.

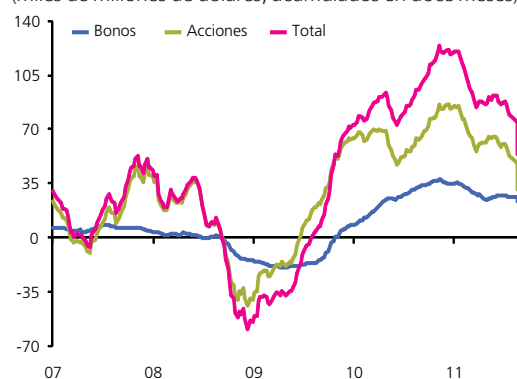
(6) Incluye a Australia, Canadá y Nueva Zelanda.

Fuentes: Bloomberg y Fondo Monetario Internacional.

Gráfico I.8

Flujos netos de fondos de inversión hacia economías emergentes (*)

(miles de millones de dólares, acumulados en doce meses)



(*) Corresponde a fondos de inversión que invierten en economías emergentes.

Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.

fiscal para impulsar el crecimiento. Las economías emergentes siguen con un dinamismo marcadamente distinto al de las desarrolladas. Esto, a pesar de que su ritmo de expansión ha ido descendiendo, en línea con el retiro de los estímulos monetarios y la convergencia hacia tasas de tendencia. Indicadores parciales, como las perspectivas de gerentes de compras, anticipan que su actividad seguirá desacelerándose acorde con los factores mencionados y también por el menor panorama de crecimiento de las economías desarrolladas.

Las perspectivas de crecimiento mundial han sido afectadas por los datos efectivos de actividad en el mundo desarrollado, por el efecto de los recortes fiscales anunciados en estas economías, así como por los posibles efectos sobre las decisiones de consumo e inversión de la mayor turbulencia financiera reciente. En el escenario base, el crecimiento global se ajusta a la baja en 2 décimas para el 2011 y en 5 para el 2012, en ambos casos respecto de junio (tabla I.1). La corrección para este año se debe al importante ajuste en Estados Unidos. En la Eurozona se sigue considerando que el crecimiento será bajo. Las economías emergentes, en general, no se modifican. Ello se debe a los mayores registros efectivos de estas últimas en el primer semestre, que compensa la desaceleración global que se espera en la segunda parte del año. En todo caso, se estima que el mayor efecto de las presentes turbulencias y el menor crecimiento de las economías desarrolladas se verán el 2012. Al cierre estadístico de este IPoM, las perspectivas de consenso probablemente aún no recogen del todo estos hechos, proyectando para el 2011 y 2012 un crecimiento entre 1 y 3 décimas mayor que el del escenario base. No obstante, los informes más recientes de bancos de inversión sí presentan importantes ajustes a la baja para las economías desarrolladas.

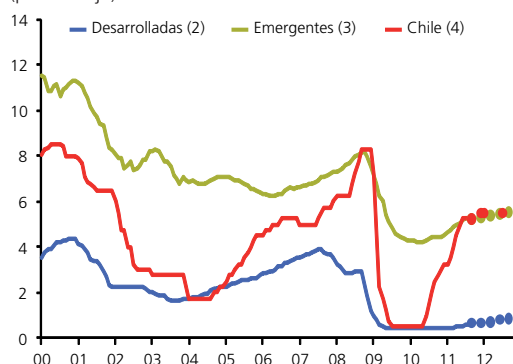
El crecimiento de las economías emergentes continuará siendo superior al de las desarrolladas, pese al impacto del debilitamiento de estas últimas en el desempeño de las primeras. Al segundo trimestre, China siguió mostrando altas tasas de crecimiento anual, por sobre su tendencia. Hacia adelante, se prevé que el crecimiento chino se desacelerará, en línea con los importantes ajustes monetarios que se están efectuando para frenar el aumento del nivel de precios y enfrentar el menor crecimiento global. Para el 2012, el crecimiento del PIB de China será de 8,3%, cifra por debajo del registro de años previos.

El peor desempeño global también afectará la actividad de los socios comerciales chilenos, que se ajusta a la baja en 1 y 4 décimas para el 2011 y el 2012, respectivamente. No obstante, el crecimiento previsto sigue siendo superior al promedio 2000-2007. Fundamental en ello es el cambio en la composición y ponderación de este grupo de países, en que el mundo emergente, en especial China, ha aumentado fuertemente su participación. Mientras en el 2000 la participación de las economías emergentes en el grupo de socios comerciales chilenos era de 28%, se estima que en el 2011 será de 48%. A nivel mundial, también se observa la mayor participación de las economías emergentes en el crecimiento global. En el 2000, el PIB ajustado por poder de compra de estas economías era 26% del PIB mundial, y en el 2011 será de 36%.

Los riesgos sobre el escenario base externo son importantes. Los problemas de fondo relativos al endeudamiento en las economías desarrolladas aún no han sido resueltos. Por ello, existe la posibilidad de que los eventos de estrés recientes se repitan o intensifiquen, generando un escenario de aversión al riesgo y una desconfianza en los mercados financieros mayor que la observada hasta ahora. Otra parte de los riesgos se asocia a que Estados

Gráfico I.9

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



(1) Líneas continuas corresponden a un promedio simple de las tasas de referencia de cada conjunto de países. Para las regiones, los puntos consideran la mediana de la encuesta de analistas de Bloomberg sobre la TPM esperada a septiembre 2011, diciembre 2011, marzo 2012, junio 2012 y septiembre 2012. Para Chile considera la EEE de agosto para la TPM esperada a septiembre del 2011, diciembre del 2011, enero 2012 y julio 2012. El escenario base de este IPoM incorpora como supuesto de trabajo que, en el corto plazo, la TPM será similar a su nivel actual.

(2) Incluye Estados Unidos, Eurozona, Japón y Reino Unido.

(3) Incluye Brasil, China, Colombia, Hungría, México, Perú, Polonia, Rep. Checa, Rep. Corea y Sudáfrica.

(4) Datos anteriores a la nominalización de la tasa de referencia (agosto del 2001), consideran la tasa de interés real interbancaria a un día más la inflación del IPC.

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

Tabla I.1

Crecimiento mundial (*)

(variación anual, porcentaje)

	Prom. 90-99	Prom. 00-07	2010 (e)	2011 (f)	2012 (f)	2013 (f)
Mundo a PPC	3,1	4,2	5,0	3,9	4,0	4,5
Mundial a TC de mercado	2,7	3,2	3,8	3,0	3,3	3,7
Estados Unidos	3,2	2,6	3,0	1,6	2,0	2,8
Eurozona	2,2	2,2	1,7	1,7	1,2	2,1
Japón	1,5	1,7	4,0	-0,5	2,8	1,8
China	10,0	10,5	10,3	9,0	8,3	8,7
Resto de Asia	5,6	5,1	7,8	4,9	4,5	5,0
América Latina (excl. Chile)	2,8	3,5	6,3	4,2	3,9	4,2
Exp. de productos básicos	2,8	3,1	2,9	2,2	2,5	3,2
Socios comerciales	3,1	3,6	5,9	4,2	4,3	4,6

(e) Estimación.

(f) Proyección.

(*) Para sus 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.

Tabla I.2

Inflación mundial (*)

(variación anual promedio en moneda local, porcentaje)

	Prom. 90-99	Prom. 00-07	2010	2011 (f)	2012 (f)	2013 (f)
Estados Unidos	3,0	2,8	1,6	3,0	2,1	2,0
Eurozona	2,3	2,2	1,6	2,6	1,9	2,0
Japón	1,2	-0,3	-0,7	0,3	0,2	0,4
China	7,8	1,7	3,3	5,3	4,1	3,8
Australia	2,5	3,2	2,8	3,3	2,9	2,5
Nueva Zelanda	2,1	2,6	2,3	4,3	2,7	2,0
Brasil	854,8	7,3	5,0	6,5	5,6	4,8
México	20,4	5,2	4,2	3,4	3,7	3,3
IPE (*)	1,8	4,6	5,8	9,8	2,9	2,1
IPL (*)	27,2	5,2	4,8	5,8	3,2	2,9

(*) Para su 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.

Unidos y la Eurozona mantengan bajas tasas de crecimiento por un período prolongado, retrasando aun más su regreso a tasas de crecimiento similares al promedio histórico. Tampoco puede descartarse que Estados Unidos u otra economía desarrollada atraviesen por una nueva recesión. Por otra parte, es posible que la postergación de alzas en las tasas de política monetaria en el mundo desarrollado y la falta de dinamismo de sus economías lleve a los inversionistas a buscar mayores retornos en el mundo emergente. Ello implicaría una entrada de capitales a estos últimos, cuyo acomodo podría complicar el manejo de sus políticas económicas.

Precio de materias primas

Las perspectivas de una mayor debilidad en las economías desarrolladas y sus efectos en el crecimiento mundial se han reflejado en una caída de los precios de las materias primas, con excepción de los productos agrícolas. El precio del petróleo descendió desde algo más de US\$100 el barril WTI al cierre del IPoM de junio, a valores algo bajo US\$90 al cierre de este. La gasolina, aunque con vaivenes, se encuentra en niveles parecidos a los de junio. La libra de cobre se transa en torno a US\$4,1, valor similar al del cierre estadístico del IPoM anterior, aunque en el intertanto registró un máximo nominal cercano a US\$4,5 en julio.

En línea con los menores precios efectivos y con las perspectivas de un menor crecimiento a nivel mundial, el escenario base corrige a la baja el precio tanto del petróleo como del cobre para el 2011 y el 2012. Para el barril de petróleo WTI, en base al promedio de los contratos futuros de los diez últimos días hábiles, se proyectan precios promedio de US\$93 y 89 el 2011 y el 2012, respectivamente (US\$99 y 103 en junio). Para el cobre, el precio se mantiene en US\$4,15 la libra para el 2011, por los altos niveles de la primera mitad del año. Para el 2012 se proyecta un precio de US\$3,7 la libra (4,0 en junio). Por el contrario, la mayoría de los precios de los productos agrícolas subieron. Destacan el arroz y el azúcar que aumentaron alrededor de 15 y 25%, respectivamente desde el cierre estadístico del IPoM de junio.

Inflación mundial

Las presiones inflacionarias han disminuido a nivel mundial, debido principalmente a la caída del precio de las materias primas y las perspectivas de un menor crecimiento, en particular de las economías desarrolladas. De esta forma, actualmente el riesgo de un escenario inflacionario a nivel global ha disminuido.

Las expectativas de inflación de consenso han dejado de exhibir las fuertes alzas de inicios de año. Los indicadores de expectativas que recogen información más reciente han seguido disminuyendo. No obstante, el escenario base supone que en el 2011 la inflación externa relevante para Chile (IPE) será mayor que la estimada en junio (tabla I.2). Esto, por la fuerte depreciación del dólar en la primera parte del año y los mayores registros efectivos de inflación durante el segundo trimestre, en especial en las economías emergentes.

Recuadro I.1: Hechos estilizados en episodios de estrés financiero internacional

Este recuadro da cuenta de algunos hechos estilizados de los movimientos de ciertas variables financieras y precios de materias primas en episodios de estrés financiero internacional. Los episodios de estrés financiero internacional corresponden a períodos en los que se produce un aumento abrupto y duradero de la volatilidad de los mercados financieros internacionales, así como de diversas primas por riesgo. Una forma rápida de identificar estos períodos es examinar la evolución del índice VIX (*volatility index*), que corresponde a la volatilidad implícita en el precio de opciones para el índice accionario S&P 500. En este recuadro, se define un período de estrés financiero cuando el VIX supera su promedio histórico en más de dos desviaciones estándar.

Desde 1990 a la fecha, se detectan nueve episodios de este tipo. Estos corresponden a mayo de 1990, octubre de 1997, agosto de 1998, septiembre del 2001, julio del 2002, marzo del 2003, septiembre del 2008 y mayo del 2010, además del actual, agosto del 2011. Estos eventos han sido producto de diversas situaciones: eventos geopolíticos (1990, 2001 y 2003), crisis en economías emergentes (1997 y 1998) y eventos financieros en economías avanzadas (2002, 2008, 2010 y 2011).

Sin duda, el episodio en que se registraron los mayores movimientos en las distintas variables fue el de septiembre del 2008. Comparativamente los movimientos en cualquiera de las variables comentadas en este recuadro, supera largamente los promedios y lo sucedido en el evento que comenzó en agosto del 2011. También, este fue el único de los episodios al que le siguió una recesión mundial. Por su particularidad, se considera el promedio de los movimientos de todos los sucesos incluyendo y excluyendo el citado evento.

En primer lugar, es posible apreciar que el incremento de la volatilidad financiera que se produce en cada episodio tiende a ser mayor dentro de los primeros treinta días y desciende paulatinamente dentro de los siguientes noventa días. Sin embargo, en promedio, su nivel al final del período considerado es mayor que el previo al incidente (gráfico I.10). En el episodio de agosto del 2011, el aumento del VIX ha sido mayor que el promedio de los episodios considerados, situándose en un punto intermedio entre el promedio general y lo sucedido en el 2008.

En segundo lugar, los movimientos de las bolsas muestran un patrón similar al del VIX. Tras una caída inicial, se mantienen en niveles bajos por alrededor de treinta días, tras lo cual

comienzan una recuperación paulatina, pero la volatilidad es muy grande para establecer un patrón general (gráfico I.11). El evento de comienzos de agosto mostró contracciones iniciales mayores que el promedio, pero menores que las observadas en el 2008.

Gráfico I.10

VIX (*)

(índice el día del comienzo del episodio de estrés financiero = 100)



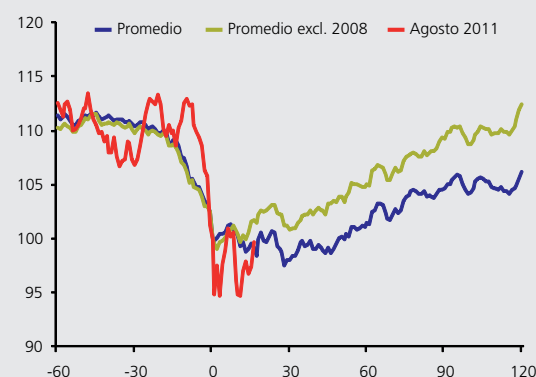
(*) Corresponde al movimiento diario de la variable desde 60 días antes del momento de comenzado el episodio de estrés financiero y hasta 120 días posteriores. El punto 0 en el eje x corresponde al día en que comienza el episodio. Para el promedio, se consideran ocho episodios desde mayo de 1990 a mayo del 2010. En todos estos eventos, el VIX superó su promedio histórico en más de 2 desviaciones estándar.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Gráfico I.11

Índice accionario MCSI mundial (*)

(índice el día del comienzo del episodio de estrés financiero = 100)



(*) Corresponde al movimiento diario de la variable desde 60 días antes del momento de comenzado el episodio de estrés financiero y hasta 120 días posteriores. El punto 0 en el eje x corresponde al día en que comienza el episodio. Para el promedio, se consideran ocho episodios desde mayo de 1990 a mayo del 2010. En todos estos eventos, el VIX superó su promedio histórico en más de 2 desviaciones estándar.

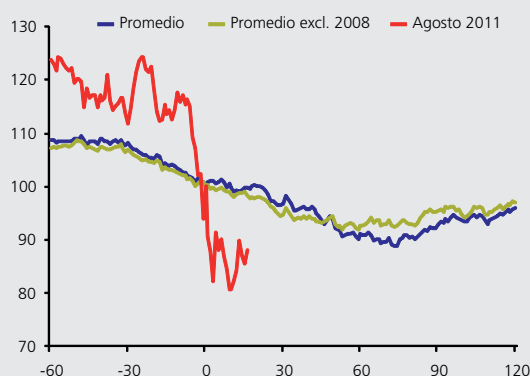
Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

En tercer lugar, las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos muestran una caída significativa en períodos de estrés financiero (gráfico I.12). La caída en el episodio actual ha sido mayor que la del promedio. Sin embargo, el habitual descenso de las tasas de interés no implica una reducción del costo de financiamiento, porque los premios de crédito, tanto de empresas en economías avanzadas, como bonos de gobierno de economías emergentes también aumentan significativamente durante este tipo de episodios.

Gráfico I.12

Tasas de interés nominal a 10 años en EE.UU. (*)

(índice el día del comienzo del episodio de estrés financiero = 100)



(*) Corresponde al movimiento diario de la variable desde 60 días antes del momento de comenzado el episodio de estrés financiero y hasta 120 días posteriores. El punto 0 en el eje x corresponde al día en que comienza el episodio. Para el promedio, se consideran ocho episodios desde mayo de 1990 a mayo del 2010. En todos estos eventos, el VIX superó su promedio histórico en más de 2 desviaciones estándar.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

En cuarto lugar, el dólar tiende a apreciarse durante los períodos de estrés financiero, a la vez que las monedas de exportadores de materias primas y economías emergentes tienden a depreciarse.

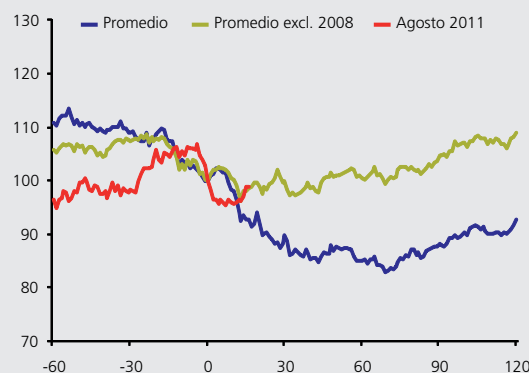
Por último, está la respuesta del precio de las materias primas. Su evolución general es menos concluyente respecto de las variables antes comentadas, en especial si se excluye el evento de septiembre del 2008. En todo caso, es posible apreciar que en el espacio de tiempo alrededor del momento en que se desata la crisis se produce una caída del orden de 5 a 10% en sus precios (gráficos I.13 y I.14). Resalta el episodio del 2008, en el que se aprecia una caída importante, probablemente asociada a sus elevados niveles previos y a que la crisis del 2008 derivó en una recesión mundial que afectó fuertemente su demanda. La respuesta de los precios agrícolas, en todo caso, es menor que la del precio del cobre y del petróleo. Esto, posiblemente como consecuencia de que en el segundo

trimestre del 2008 ya habían comenzado un proceso de descenso y a que la demanda de las economías emergentes —principales consumidores de estos productos— se contrajo menos que la del resto del mundo. También se agregan factores puntuales, como por ejemplo factores climáticos que inciden en la oferta, que no son controlados en este ejercicio, y posibles restricciones en la oferta.

Gráfico I.13

Precio del cobre BML (*)

(índice el día del comienzo del episodio de estrés financiero = 100)



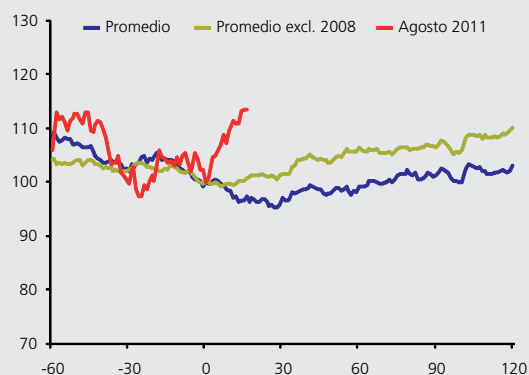
(*) Corresponde al movimiento diario de la variable desde 60 días antes del momento de comenzado el episodio de estrés financiero y hasta 120 días posteriores. El punto 0 en el eje x corresponde al día en que comienza el episodio. Para el promedio, se consideran ocho episodios desde mayo de 1990 a mayo del 2010. En todos estos eventos, el VIX superó su promedio histórico en más de 2 desviaciones estándar.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Gráfico I.14

Precios de productos agrícolas (1) (2)

(índice el día del comienzo del episodio de estrés financiero = 100)



(1) Corresponde al índice GSCL.

(2) Corresponde al movimiento diario de la variable desde 60 días antes del momento de comenzado el episodio de estrés financiero y hasta 120 días posteriores. El punto 0 en el eje x corresponde al día en que comienza el episodio. Para el promedio, se consideran ocho episodios desde mayo de 1990 a mayo del 2010. En todos estos eventos, el VIX superó su promedio histórico en más de 2 desviaciones estándar.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

II. Mercados financieros

Gráfico II.1

Tasas swap (*)
(porcentaje)

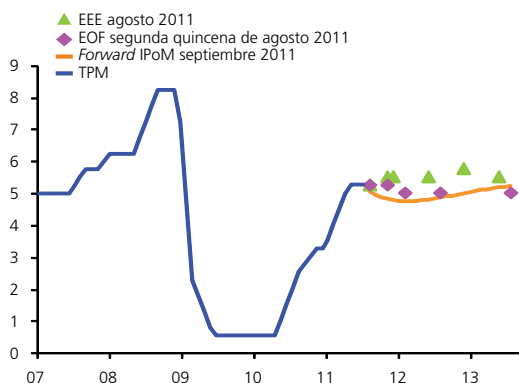


(*) Para su definición, ver Glosario.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.2

TPM y expectativas
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

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

Política monetaria

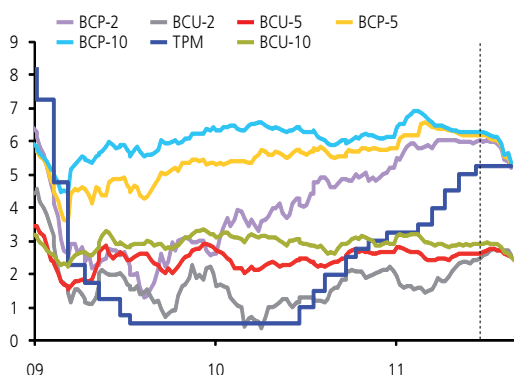
En el segundo trimestre, el dinamismo de la actividad y demanda continuó moderándose, aunque a un ritmo algo menor que el proyectado en el IPoM de junio. La inflación, en cambio, ha evolucionado algo por debajo de lo esperado. La principal novedad ha provenido del escenario externo, por la concreción de algunos riesgos considerados en los últimos trimestres. En particular, el deterioro en las perspectivas de crecimiento de las economías desarrolladas y las dudas sobre la situación financiera pública y privada en la Eurozona y Estados Unidos. Esto se ha traducido en una mayor aversión al riesgo, llevando a un aumento en los premios interbancarios en los países desarrollados, un alza en la volatilidad del mercado accionario y una mayor demanda por instrumentos más seguros. En el mercado monetario e interbancario interno, las operaciones se han desarrollado con normalidad y los mayores alcances se han visto en los mercados de renta fija, de acciones y de monedas. Con todo, las condiciones financieras internas siguen favorables y el crédito continúa expandiéndose mes a mes. El Consejo mantuvo la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 5,25% en las reuniones de julio y agosto y eliminó el sesgo restrictivo.

Los cambios en el escenario macroeconómico han llevado a una mayor dispersión de las expectativas privadas respecto de la TPM. Ello, a diferencia de lo que se preveía en junio, cuando se esperaba mayoritariamente que la TPM siguiera aumentando. Incluso ciertas medidas, como la EOF de la segunda quincena de agosto y los precios de activos financieros, sugieren un descenso en lo inmediato (gráfico II.1 y tabla II.1). Las diversas medidas de expectativas muestran que a un año plazo la TPM se situaría entre 4,5 y 5,5% (5,7 y 6% en junio) rango similar al que se espera a dos años plazos: entre 4,7 y 5,5% (5,7 y 6,4%) (gráfico II.2). Como supuesto de trabajo para el escenario base de este IPoM, se considera que, en el corto plazo, la TPM será similar a su nivel actual.

Gráfico II.3

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

(promedios semanales, porcentaje)



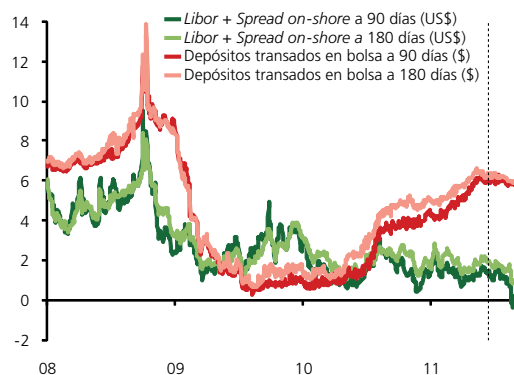
(*) Línea vertical punteada corresponde a la fecha de publicación del IPoM junio 2011.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.4

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

(porcentaje)



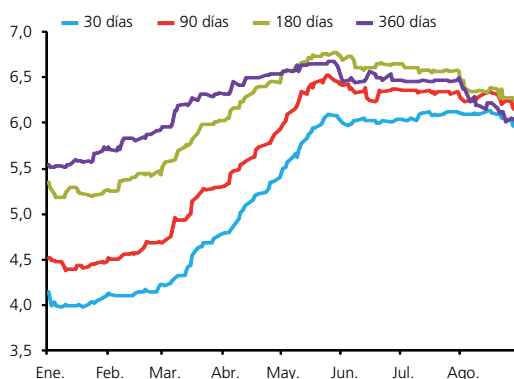
(*) Línea vertical punteada corresponde a la fecha de publicación del IPoM junio 2011.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.5

Tasas TAB nominales a distintos plazos en el 2011(*)

(porcentaje)



(*) Para su definición, ver Glosario.

Fuente: Asociación de Bancos e Instituciones Financieras.

Tabla II.1

Expectativas para la TPM

(porcentaje)

	A diciembre 2011		A un año		A dos años	
	IPoM junio	IPoM septiembre	IPoM junio	IPoM septiembre	IPoM junio	IPoM septiembre
EEE (1)	6,00	5,50	6,00	5,50	6,00	5,50
EOF (2)	5,75	5,25	5,75	5,00	5,75	5,00
Curva forward (3)	5,66	4,82	5,97	4,87	6,36	5,24
Contratos swaps (4)	5,53	4,74	5,72	4,49	5,93	4,69

(1) Corresponde a la encuesta de junio y agosto del 2011.

(2) Corresponde a la encuesta de la primera quincena de junio y de la segunda quincena de agosto del 2011.

(3) Construida utilizando las tasas de interés de los contratos swap hasta dos años y luego las tasas de interés de los BCP.

(4) Construida utilizando las tasas de interés de los contratos swap hasta dos años.

Fuente: Banco Central de Chile.

La mayoría de las tasas de interés de los documentos en pesos y UF del Banco Central y la Tesorería están en niveles inferiores a los registrados al cierre estadístico de junio. En particular, a partir de agosto las tasas de interés mostraron caídas, coincidiendo con la búsqueda de activos más seguros por parte de los inversionistas, la mayor exposición de los fondos de pensiones en estos instrumentos, y siguiendo en parte la trayectoria de los bonos del Tesoro en Estados Unidos y del gobierno alemán. La caída fue más marcada para las tasas de interés en pesos que en UF, y en particular, para aquellas de largo plazo. Así, desde el cierre estadístico del IPoM anterior, las tasas de interés de los BCP entre 5 y 10 años retrocedieron cerca de 100pb y las del BCP a 2 años tornó a 80pb. Respecto de las denominadas en UF, las tasas de interés del BCU a 10 años disminuyeron alrededor de 40pb y las del BCU a 5 años cerca de 10pb, mientras que las del BCU a 2 años subieron en torno a 15pb desde el cierre del IPoM anterior. Con todo, cabe señalar que, en lo que va del año, las tasas de interés en pesos a distintos plazos han ido acercándose a niveles en torno a 5,2%. Algo parecido ha sucedido con las tasas de interés en UF, que a distintos plazos han llegado a valores alrededor de 2,5% (gráfico II.3).

El mercado monetario e interbancario han operado con normalidad y las condiciones de liquidez en dólares y pesos no han sido afectadas por el alza de los premios interbancarios en los mercados desarrollados. Los volúmenes transados en el mercado interbancario no muestran un comportamiento muy distinto al de junio. Las tasas de interés de las colocaciones en dólares a plazos a 90 y 360 días incluso disminuyeron en los últimos meses. Ello, producto de la caída en el *spread* de la tasa *on-shore*, coincidiendo con la menor exposición de los fondos de pensiones en el mercado internacional. Las tasas TAB nominales en pesos, que reflejan el costo de fondeo de los bancos, luego de mantenerse prácticamente estables durante junio y julio, disminuyen a partir de agosto, en particular aquellas a más largo plazo. Algo similar ha sucedido con las tasas de los depósitos en pesos entre 30 y 180 días transados en bolsa (gráficos II.4 y II.5).

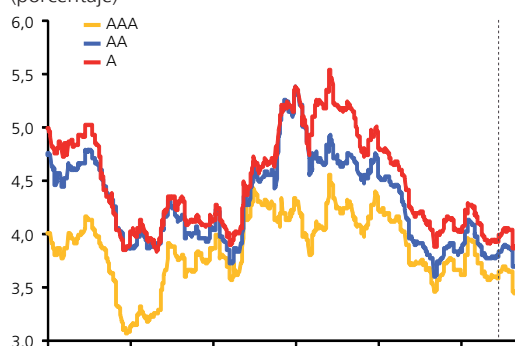
Condiciones financieras

Las condiciones de financiamiento externo se aprecian menos favorables respecto de junio, producto del aumento de la percepción de riesgo y la volatilidad de los mercados internacionales. Los premios por riesgo soberano y corporativo mostraron un aumento generalizado en los mercados emergentes a comienzos de agosto, aunque parte del movimiento también se asocia a las

Gráfico II.6

Tasas de interés de los bonos de largo plazo del sector privado según clasificación de riesgo (1) (2)

(porcentaje)



(1) Línea vertical punteada corresponde a la fecha de publicación del IPoM de junio.

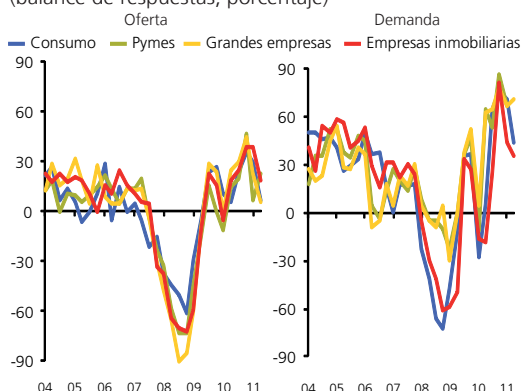
(2) Considera las tasas de interés de los bonos de empresas y bancos con más de 9 años de duración.

Fuentes: Banco Central de Chile y LVA Indices.

Gráfico II.7

Encuesta de Crédito Bancario (*)

(balance de respuestas, porcentaje)



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

Fuente: Banco Central de Chile.

caídas de las tasas de interés de largo plazo de los bonos de gobierno y de la tasas *swap* en dólares de Estados Unidos^{1/}. Medido a través del *Credit Default Swap*, el premio soberano de Chile a 5 y 10 años aumentó cerca de 30pb desde el cierre estadístico anterior.

En el mercado interno, los premios por riesgo asociados a los bonos corporativos y bancarios también subieron resultado de lo anterior. Sin embargo, descontado este premio, las tasas de interés para los bonos que se emiten en el mercado interno retrocedieron desde comienzos de agosto, alcanzando niveles inferiores a los del cierre estadístico de junio (gráfico II.6).

Concordante con el escenario de mayor incertidumbre y la búsqueda de instrumentos más seguros, las plazas bursátiles mundiales mostraron una mayor volatilidad desde comienzos de agosto, acumulando, en el neto, caídas generalizadas. Algunas de estas bolsas perdieron lo acumulado en el último año. Posteriormente, algunos mercados se han ido recuperando, entre ellos la bolsa chilena. Con todo, considerando los últimos diez días hábiles, el mercado accionario local, medido por el IPSA, retrocedió, respecto de junio, alrededor de 10% en moneda local y en dólares. Esta variación fue algo menor al promedio de las bolsas emergentes, medidas por el MSCI.

Tabla II.2

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

(porcentaje)

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

(1) Tasas promedio ponderadas de todas las operaciones efectuadas en el mes. Entre paréntesis, participación en el total de las colocaciones por tipo de crédito en el 2010. (2) Tasas nominales. (3) Tasas en UF.

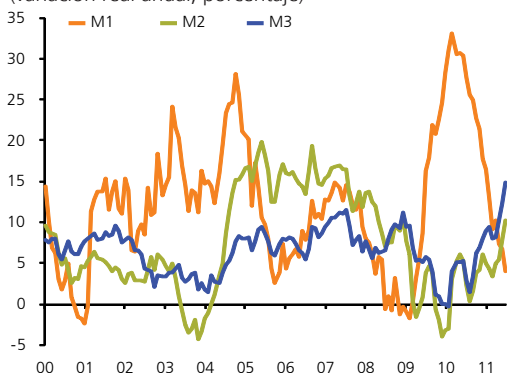
Fuente: Banco Central de Chile.

Las condiciones crediticias de la banca local han continuado favorables y no se aprecia un escenario muy distinto al de junio. En los tramos más relevantes, las tasas de interés aplicadas por los bancos no registraron movimientos sustanciales en los últimos meses (tabla II.2). El stock de créditos bancarios, según información preliminar, siguió aumentando mes a mes a julio. En términos de variación anual, las colocaciones de consumo y vivienda mantuvieron su crecimiento, en torno a 17 y 13%, respectivamente, mientras las comerciales aumentaron a 12% (10% en mayo).

^{1/} Una medida del premio por riesgo es el EMBI Global elaborado por JP Morgan Chase. Este índice mide el diferencial del retorno de la deuda soberana de un país emergente emitida en dólares en los mercados financieros internacionales respecto del bono del Tesoro de Estados Unidos para plazos equivalentes. Otra medida es el *Credit Default Swap*, que corresponde a un contrato de seguro relacionado con un evento de crédito de un emisor.

Gráfico II.8

Agregados monetarios (*)
(variación real anual, porcentaje)

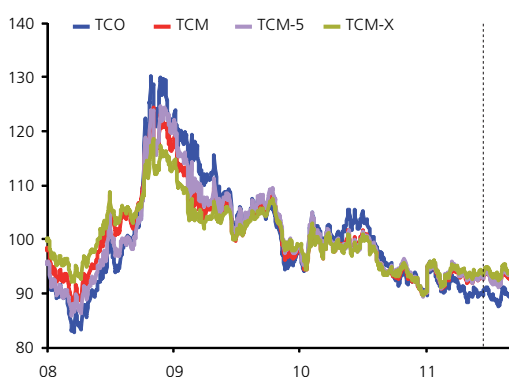


(*) Para su definición, ver Glosario.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.9

Tipo de cambio nominal (1) (2)
(índice 02/01/2008-1/09/2011=100)



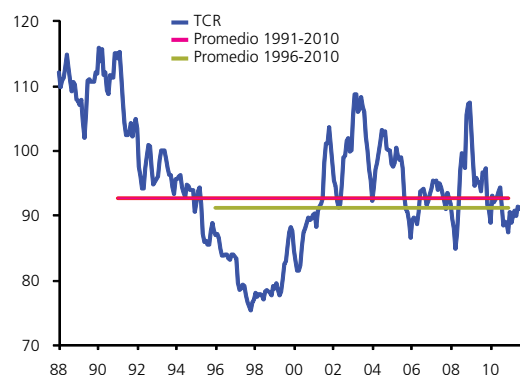
(1) Para su definición, ver Glosario.

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

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.10

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



(*) Preliminar para agosto del 2011.

Fuente: Banco Central de Chile.

En cuanto a las condiciones para el acceso al crédito, la Encuesta de Crédito Bancario del segundo trimestre mostró que la mayoría de los bancos continuó flexibilizando los estándares, en términos de mayores montos y plazos otorgados para los préstamos en la mayoría de los sectores. Al mismo tiempo, se percibió un fortalecimiento de la demanda por créditos respecto del trimestre anterior (gráfico II.7).

En relación con los agregados monetarios, el M1, conformado mayormente por activos no remunerados, siguió reduciendo la velocidad de expansión, coherente con el ciclo de política monetaria del último año. A julio, el M1 creció a una tasa real anual de 4% (7% en mayo). El M2 y el M3 aumentaron su tasa de crecimiento real anual, destacando el incremento de los depósitos a plazos y otros instrumentos de renta fija. Ello, concordante con el escenario externo de mayor incertidumbre y la búsqueda de activos más seguros. A julio, el M2 creció 10% real anual (5% en mayo) y el M3, cerca de 15% real anual (10% en mayo) (gráfico II.8).

Tipo de cambio

En los últimos meses, el peso chileno mostró vaivenes. Durante julio, la moneda se apreció frente al dólar estadounidense, situándose cerca de \$455. Esta tendencia se revirtió a comienzos de agosto y el peso chileno se depreció frente a la moneda estadounidense, coincidiendo con la mayor aversión al riesgo y el descenso del precio del cobre. Algo parecido sucedió en otras economías emergentes y/o economías exportadoras de materias primas. Algunas monedas de economías desarrolladas, como el yen y el franco suizo, mostraron una marcada apreciación frente al dólar estadounidense durante este lapso. Con todo, un factor distintivo del actual episodio de estrés financiero ha sido la respuesta del peso. A diferencia de episodios anteriores, en donde el peso reaccionaba, esta vez la depreciación inicial se ha revertido rápidamente (recuadro I.1). Así, considerando los últimos diez días hábiles al cierre estadístico del IPoM de junio y septiembre, el peso se apreció 0,1%. En términos multilaterales, considerando los principales socios comerciales, el peso se depreció: 0,4% el TCM-5. Excluido el dólar estadounidense la depreciación fue menor: 0,1% el TCM-X (gráfico II.9).

El tipo de cambio real (TCR) se ha mantenido en torno a 90 (en su medida 1986=100), considerando el nivel del tipo de cambio nominal y las paridades de monedas vigentes en los diez días previos al cierre estadístico de este IPoM (gráfico II.10). En el margen, aumentó 0,4% respecto de junio, siguiendo la trayectoria de la paridad multilateral. El nivel actual del TCR está dentro del rango de valores coherentes con sus fundamentos de largo plazo. Como supuesto de trabajo, se considera que el TCR se mantendrá en torno a su nivel actual.

III. Demanda y actividad

Tabla III.1

Producto interno bruto

(crecimiento real anual, porcentaje)

	Pond. 2010	2009	2010	2011	
				I	II
Agropecuaria-silvícola	3,6	-1,1	1,0	19,0	12,9
Pesca	0,9	-7,3	-13,7	36,6	5,5
Minería	6,4	-1,3	1,2	-0,9	-2,5
Industria	14,3	-6,4	-1,0	11,2	9,4
EGA	2,3	14,5	13,7	9,0	5,4
Construcción	6,8	-7,9	3,6	9,4	7,4
Comercio (1)	11,2	-3,1	13,3	12,7	7,6
Transporte	7,4	-2,6	8,5	14,0	8,7
Comunicaciones	3,4	11,2	10,5	10,0	12,2
Otros servicios (2)	37,4	1,1	4,4	7,0	5,8
RRNN (2)	9,6	0,9	2,1	6,1	0,1
Resto (2)	84,1	-1,7	4,9	10,2	7,6
PIB total (3)	100	-1,7	5,2	10,0	6,8

(1) Incluye restaurantes y hoteles.

(2) Para su definición, ver Glosario.

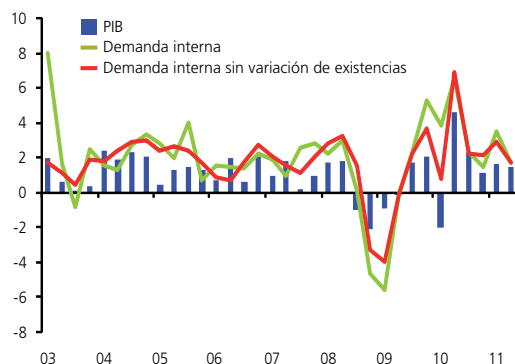
(3) El PIB total corresponde a la suma del PIB de recursos naturales, PIB resto, IVA neto recaudado y derechos de importaciones, menos imputaciones bancarias.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.1

Producto interno bruto (*)

(variación trimestral, porcentaje)



(*) Series desestacionalizadas.

Fuente: Banco Central de Chile.

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

Durante el segundo trimestre del 2011, el dinamismo de la actividad y la demanda continuó moderándose, aunque algo menos que lo previsto en junio. El primer cierre de Cuentas Nacionales para el segundo trimestre y la revisión del primer trimestre indicaron tasas de variación anual por sobre las consideradas en junio. Dicha revisión llevó a que el crecimiento del primer semestre fuera del orden 0,3 puntos porcentuales por sobre lo previsto en junio. Así, la economía creció 6,8% durante el segundo cuarto del año, acumulando un incremento de 8,4% anual en el primer semestre (tablas III.1 y III.2, gráficos III.1 y III.2). Este crecimiento siguió estando explicado mayormente por el dinamismo del consumo y, especialmente la formación bruta de capital fijo (FBCF). Ello, apoyado por un mercado laboral que siguió dando muestras de estrechez y condiciones financieras que se mantuvieron favorables, con un crédito cuya tasa de expansión anual iba en aumento. Por su parte, en el año móvil finalizado en el segundo trimestre, la cuenta corriente de la balanza de pagos acumuló un superávit de 0,6% del PIB.

Tabla III.2

Demanda agregada

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

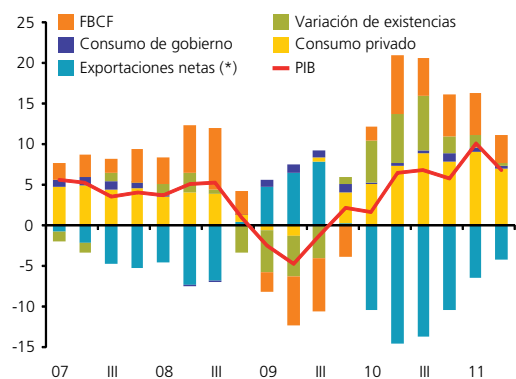
	Pond. 2010	2009	2010				Año	2011	
			I	II	III	IV		I	II
Demanda interna	117,4	-7,0	12,0	19,9	19,0	14,6	16,4	15,1	9,4
Demanda final (sin existencias)	114,9	-2,1	6,7	13,9	12,6	12,5	11,5	14,3	9,3
FBCF	28,4	-9,1	7,2	29,2	18,6	19,9	18,8	20,4	11,3
M&E	13,1	-4,4	-3,2	2,0	3,1	5,1	1,8	8,8	8,3
C&O	15,3	-14,3	20,1	64,2	35,9	35,0	38,5	32,1	13,8
Resto	89,1	-6,2	13,6	17,1	19,1	13,0	15,7	13,5	8,7
Consumo privado	73,4	-0,8	7,6	10,8	12,4	10,9	10,4	13,3	9,6
Durables	9,6	-23,4	31,0	46,8	36,9	38,0	38,6	38,0	17,0
No durables	31,3	2,7	4,4	7,3	11,5	8,9	8,0	12,8	9,9
Servicios	32,5	1,0	6,5	5,7	7,5	5,7	6,4	8,3	7,1
Consumo de Gobierno	13,1	7,8	0,5	2,1	3,1	7,0	3,3	7,1	3,2
VE (% PIB) (*)	2,5	-2,3	-1,0	0,5	2,0	2,5	2,5	2,7	2,8
Exportación de bienes y servicios	36,6	-5,2	-5,6	0,6	8,0	5,1	1,9	9,5	10,2
Importación de bienes y servicios	54,0	-14,7	19,7	35,3	36,8	26,0	29,5	21,2	14,8
PIB	100	-2,5	1,7	6,4	6,9	5,8	5,2	10,0	6,8

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

Fuente: Banco Central de Chile.

Grafico III.2

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

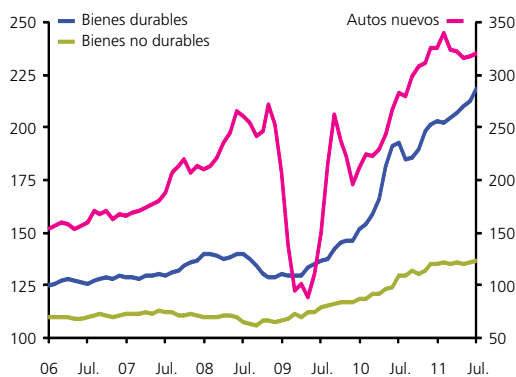


(*) Exportaciones de bienes y servicios menos importaciones de bienes y servicios.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.3

Ventas del comercio minorista y de autos nuevos (*)
(Índice 2003=100)

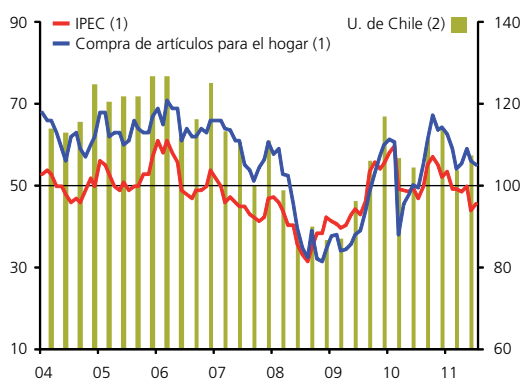


(*) Ventidas en el trimestre móvil. Series desestacionalizadas.

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

Gráfico III.4

Índices de percepción de los consumidores



(1) IPEC: Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo).

(2) Índice marzo 2001=100.

Fuentes: Adimark y Universidad de Chile.

En términos de su velocidad de expansión trimestral, el crecimiento de la actividad y la demanda interna también fue mayor al previsto. La expansión trimestre a trimestre de la actividad osciló alrededor del 6% en el primer semestre, con lo que la economía siguió creciendo algo por sobre su tendencia.

En cuanto a los sectores económicos, en el segundo trimestre destacó el impulso de aquellos ligados a la demanda interna, en particular el comercio y los servicios en general. De hecho, el comercio aumentó su ritmo de crecimiento respecto del trimestre previo. Las ventas minoristas fueron las que tuvieron mayor incidencia en este crecimiento, aunque las mayoristas y las automotrices también hicieron aportes significativos durante el trimestre. Industria mantuvo tasas de variación anual elevadas, afectada positivamente por la baja base de comparación por el 27-F. Su dinamismo, no obstante, retrocedió respecto del trimestre previo. Agricultura y pesca, también se desaceleraron durante el segundo cuarto, en coherencia con los menores envíos del sector frutícola y el descenso de la pesca extractiva asociado a las menores especies pelágicas.

El sector minero siguió con variaciones anuales negativas, en parte por la baja ley del cobre y por los conflictos laborales que paralizaron la producción en algunas mineras. Ello concuerda con los menores *quantum* de exportaciones mineras respecto de hace un año. En el segundo trimestre, el volumen de las exportaciones totales de bienes se expandió 7% anual (30,6% en valor). Hacia la segunda parte del año este aumento de volumen será menor, en parte porque se prolongará el citado comportamiento de las exportaciones mineras.

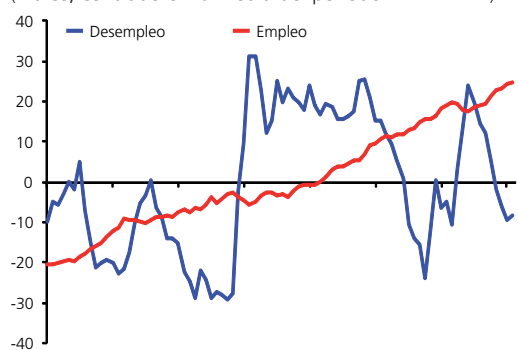
En el escenario base, la economía crecerá entre 6,25 y 6,75% este año. Este rango está dentro de lo proyectado en junio y combina resultados del primer semestre mayores que los previstos hace unos meses y una segunda mitad del año con una desaceleración más marcada. Los datos de actividad de comienzos del tercer trimestre ya dieron cuenta de una reducción de la tasa de crecimiento anual y en la expansión mes a mes de la actividad. En todo caso, se debe tener presente que parte de estos resultados están afectados por factores puntuales. Para el 2012, el escenario base considera que la economía chilena crecerá entre 4,25 y 5,25%. La moderación en el ritmo de crecimiento de la economía considera, por un lado, el impacto sobre la demanda agregada de los aumentos ya efectuados en la Tasa de Política Monetaria (TPM) y la dinámica de normalización propia del consumo de bienes durables y de la inversión. Por otro, la influencia de un escenario externo más adverso y con mayor incertidumbre financiera.

La proyección para el 2011 se encuentra en línea con las perspectivas contenidas en la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de agosto, que anticipa que el crecimiento anual durante el 2011 será de 6,5%. En la misma medición, se anticipa que el crecimiento anual durante el tercer trimestre será de 5,3%. Para el próximo año, las perspectivas de mercado contenidas en la EEE también contemplan una tasa de expansión de la economía menor que en el 2011 y se han corregido a la baja en los últimos meses: en mayo, anticipaban un crecimiento de 5,5% para el 2012, que en agosto se redujo a 5,0% (5,3% en julio).

Gráfico III.5

Empleo y tasa de desempleo (*)

(índice, centrado en la media del período 1990-2010)



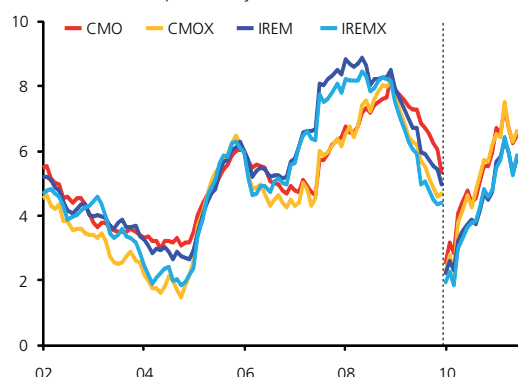
(*) Series desestacionalizadas.

Fuente: Ricaurte, M. 2011. "Indicadores de Mercado Laboral para la Comparación de las Crisis Asiática y Financiera Internacional". Documento preliminar. Banco Central de Chile. Junio.

Gráfico III.6

Salarios nominales (1) (2)

(variación anual, porcentaje)



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

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

Gráfico III.7

Importaciones de bienes de capital (*)

(millones de dólares, promedio móvil trimestral)



(*) Serie desestacionalizada.

Fuente: Banco Central de Chile.

Demanda interna

En el segundo trimestre, el consumo privado siguió creciendo a tasas anuales significativas, no obstante su velocidad de expansión trimestral se redujo acorde con lo previsto. Indicadores parciales del tercer cuarto sugieren que esta tendencia ha continuado. Las ventas de bienes no durables y las importaciones de bienes de consumo se han moderado en el margen. Si bien las ventas de bienes durables siguen aumentando, la evolución de cifras parciales de sus importaciones señala que las ventas podrían desacelerarse en adelante. Las ventas de autos nuevos, tras moderarse en la primera mitad del año, retomaron una tendencia al alza en sus últimos datos, lo que reafirma el riesgo presente en este Informe de que la desaceleración del consumo y la inversión no se dé (gráfico III.3).

Los determinantes del consumo no han mostrado cambios sustantivos en los últimos meses, las condiciones financieras que enfrentan los hogares se mantienen favorables —el crédito de consumo sigue aumentando mes a mes—, el mercado laboral sigue dando cuenta de un bajo desempleo y un alto crecimiento de los salarios, y las expectativas de los consumidores, aunque pesimistas según el IPEC, tampoco registran grandes movimientos (gráfico III.4).

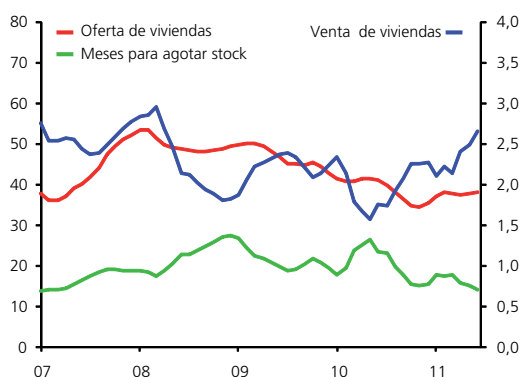
En el mercado laboral, la tasa de desempleo se ha mantenido en niveles históricamente bajos (gráfico III.5). En junio, según la Encuesta de Ocupación y Desocupación para el Gran Santiago de la Universidad de Chile, la tasa de desempleo fue de 8,1%, eliminada estacionalidad. En los datos del INE, el desempleo fue de 7,5% en el trimestre móvil mayo-junio-julio, cifra que se ha mantenido entre 7,0 y 7,5% desde noviembre del año pasado. Respecto del empleo, con bemoles, las encuestas indican un aumento sostenido de este.

Los salarios siguen creciendo a tasas relevantes. De todas formas, estas son menores que las registradas en los primeros meses del año (gráfico III.6). A junio, el crecimiento anual de los salarios nominales se ubicó entre 5,8 y 6,6% nominal en sus distintas mediciones, cerca de un punto porcentual por debajo de lo registrado en marzo, cuando alcanzaron su máximo más reciente. En términos reales, las variaciones anuales fluctuaron entre 2,3 y 2,9%. Diversas fuentes de información casuística recogida en distintas regiones del país coinciden en que encontrar trabajadores se ha tornado cada vez más complicado en algunos sectores, con sus consecuentes alzas en los costos laborales.

Al igual que el consumo, la FBCF tuvo crecimientos anuales importantes en el segundo trimestre, pero con una velocidad de expansión trimestral que disminuyó. La razón FBCF a PIB se mantuvo en algo por debajo de 30% en el año móvil finalizado en el segundo cuarto del año. La mayor parte del incremento en la FBCF provino de su componente de maquinaria y equipos. El *quantum* de las importaciones de bienes de capital siguió aumentando a tasas importantes. En términos de su evolución mes a mes, tras una caída transitoria durante abril, las importaciones de este tipo de bienes, descontada la estacionalidad, han continuado con una tendencia ascendente, alcanzando un valor nominal de US\$1.000 millones en julio, su valor *peak* histórico (gráfico III.7).

Gráfico III.8

Mercado inmobiliario en el Gran Santiago (*)
(miles de viviendas; meses)

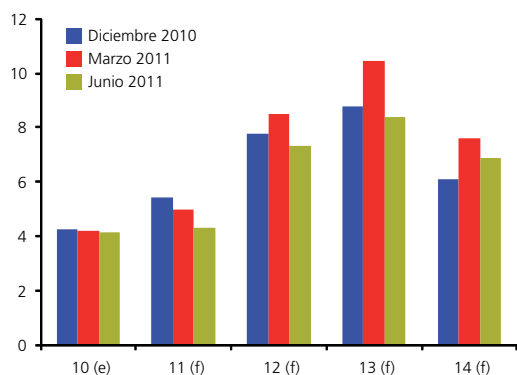


(*) Promedio móvil trimestral. Series desestacionalizadas.

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

Gráfico III.9

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



(e) Estimado.

(f) Proyectado.

(*) Excluye los sectores telecomunicaciones, industria e inmobiliario.

Fuentes: Banco Central de Chile y Corporación de Bienes de Capital.

La FBCF en edificación y obras de ingeniería creció en torno a 8% anual en el segundo cuarto, con una velocidad de expansión en torno a 6,5%. Los indicadores parciales del sector construcción dan cuenta de un panorama favorable. Los despachos de cemento, permisos de edificación y el empleo mostraron un nuevo repunte y los despachos de materiales, aunque disminuyeron levemente, se mantienen en niveles elevados. A su vez, las ventas y la demanda de viviendas nuevas siguen creciendo (gráfico III.8). Se suma que diversas fuentes de información casuística coinciden en que la demanda por viviendas es elevada. El subsector obras de ingeniería creció marginalmente, gracias a la inversión en proyectos mineros estatales, de infraestructura pública y forestales. Los efectos positivos fueron atenuados por la menor inversión en minería privada y en el sector energía, explicada por la postergación de algunos proyectos y la finalización de otros.

Las perspectivas para la inversión son mixtas. Las expectativas recogidas en el IMCE se mantienen en niveles optimistas, aunque en el agregado han disminuido respecto de hace unos meses. Por el lado de maquinaria y equipos, en línea con el cierre de la reposición de capital luego de la recesión del 2009 y el 27-F, y teniendo en cuenta también el efecto sobre la inversión de los cambios en el escenario externo, el escenario base considera que este componente moderará su dinamismo en lo venidero. Por el lado de la construcción, las expectativas sectoriales son favorables y, como se mencionó, en ciertos sectores se percibe una alta demanda por viviendas. No obstante, el catastro de inversión de la Corporación de Bienes de Capital (CBC) de junio ajustó a la baja la inversión en construcción e ingeniería prevista para el cuatrienio 2011-2014, con un desplazamiento de proyectos más allá del 2014 (gráfico III.9). El ajuste se debe principalmente a la inversión en proyectos ligados a los sectores energía, obras públicas y minería. En todo caso, distintas fuentes de información dan cuenta de importantes proyectos en ejecución y en carpeta en varias regiones.

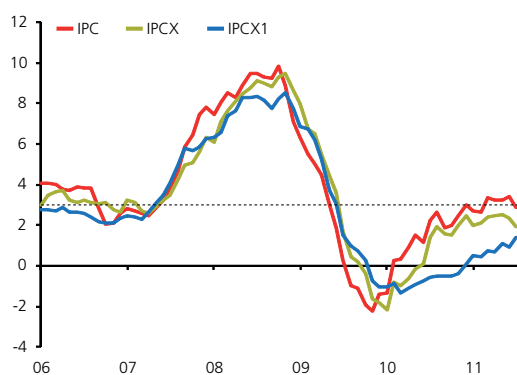
En cuanto a los inventarios, destacó en el segundo trimestre la alta acumulación de existencia: 2,8% en el año móvil finalizado en el citado período. Esta es la mayor cifra registrada desde el 2003. Este fenómeno se puede deber, en parte, a un proceso natural de recuperación de inventarios luego de la recesión del 2009 y del 27-F.

Respecto del gasto público, de acuerdo con la ejecución presupuestaria del primer semestre del 2011, el gasto total disminuyó 0,8% real anual. Gran parte de esta disminución se concentró en el primer trimestre del año. Según la información dada a conocer por la Dirección de Presupuestos en agosto, durante el segundo semestre el gasto total debería crecer 9,2% real anual, para terminar con un crecimiento de 4,6% en el año.

IV. Precios y costos

Gráfico IV.1

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

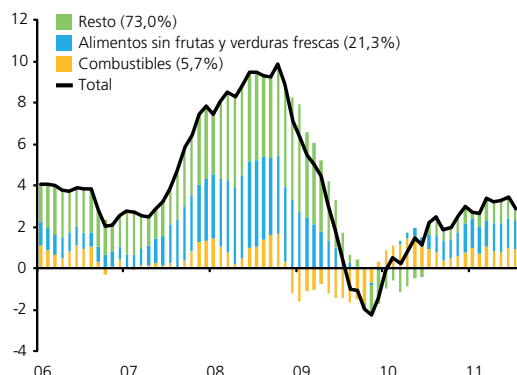


(*) Para su definición, ver Glosario.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico IV.2

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



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

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

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

Evolución reciente de la inflación

En los últimos meses, la inflación anual total ha oscilado en torno a 3%. Las tasas de incremento anual de la medida subyacente IPCX1 han aumentado, pero siguen contenidas. El panorama inflacionario se ha seguido caracterizando por un acotado traspaso de las alzas internacionales de los precios de los alimentos hacia el mercado local. Del mismo modo, la propagación de los incrementos ya observados en estos precios y en los de los combustibles ha ido acorde con lo previsto. Estos elementos, y las propias acciones de política monetaria del Consejo, han propiciado un descenso de las expectativas de inflación desde junio a la fecha. El cambio en el escenario externo ocurrido a comienzos de agosto también ha impulsado un descenso de las expectativas de inflación. Así, la mayoría de las expectativas privadas y la proyección contenida en el escenario base de este IPoM consideran que la inflación cerrará el año algo por sobre 3% anual, comparado con el cerca de 4% que se preveía en junio.

A julio, el IPC acumuló un incremento anual de 2,9% (3,3% en mayo), el IPCX aumentó 1,9% (2,5%) y el IPCX1 subió 1,4% (1,1%) (gráfico IV.1 y tabla IV.1). La inflación mensual de los últimos meses ha continuado marcada por los mayores precios de los alimentos y servicios básicos y, en menor medida, por otros factores puntuales. En cuanto al resto de los productos de la canasta, no se aprecian movimientos de precios distintos de lo habitual.

La variación anual de las diversas medidas de inflación es algo menor que la estimada en junio, en gran parte por factores específicos. Por ejemplo, el precio de la carne, a diferencia de lo previsto y de lo que se observa en sus precios internacionales, descendió. A ello se suman las tarifas del transporte interurbano y la electricidad, que también estuvieron por debajo de lo esperado. En todo caso, entre junio y julio, los combustibles y alimentos continuaron explicando dos terceras partes del incremento anual del IPC (gráfico IV.2).

Gráfico IV.3

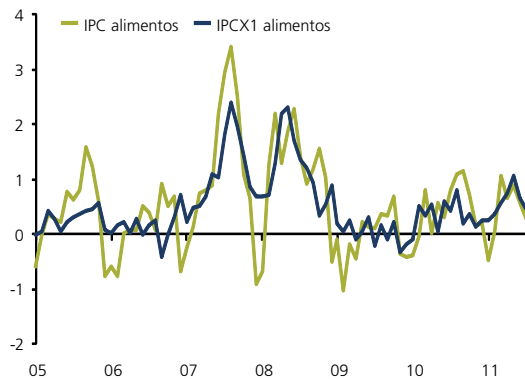
Precio semanal de la gasolina
(índice, promedio 2007-2010=100)



Fuentes: Comisión Nacional de Energía (CNE) y Empresa Nacional del Petróleo (ENAP).

Gráfico IV.4

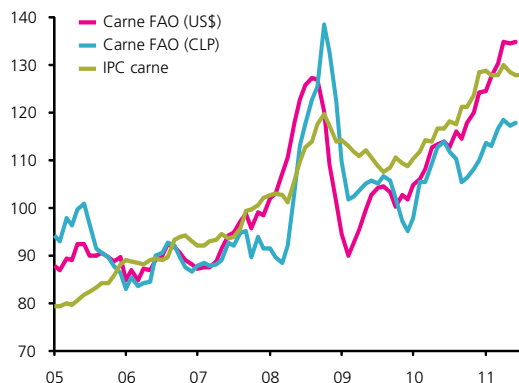
Precios de los alimentos
(variación mensual, porcentaje)



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

Gráfico IV.5

Precios de la carne en el mercado local y externo
(índice, promedio enero 2004-junio 2011=100)



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

Tabla IV.1

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

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

(*) Para su definición, ver Glosario.

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

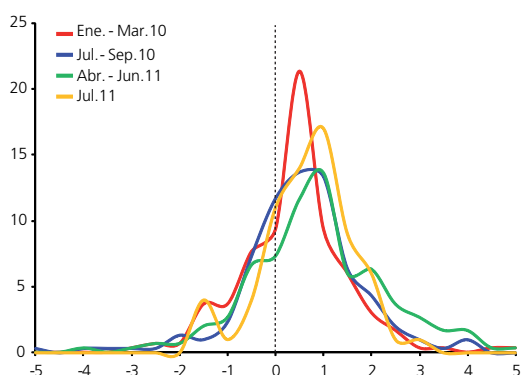
Los precios de los combustibles locales se mantuvieron prácticamente sin cambios hasta principios de agosto: la variación acumulada entre junio y julio fue de -0,08%. Lo mismo ocurrió con el precio del petróleo WTI que se mantuvo en torno a US\$97 el barril durante junio y gran parte de julio. Los precios de sus derivados en los mercados externos tuvieron comportamientos similares. En el mercado local, la mantención de los precios internacionales de los combustibles y el cambio de los parámetros del Sistema de Protección al Contribuyente (SIPCO) ante variaciones de precios de los Combustibles a comienzos de junio y a fines de julio, hicieron que dicho sistema no entrara en operación (gráfico IV.3).

Las novedades del escenario internacional provocaron una caída importante del precio del petróleo y sus derivados a partir de comienzos de agosto, que se fue revirtiendo parcialmente en las últimas semanas. El valor del barril de petróleo WTI pasó de US\$97 a algo por debajo de 90 entre fines de julio y el cierre estadístico de este IPoM. La caída reciente del precio internacional de los combustibles tendrá un efecto negativo en la inflación de corto plazo. Este es uno de los principales elementos que explican la caída de las expectativas de inflación privadas y también de las contenidas en el escenario base de este IPoM. Para fines de año, la inflación anual del IPC es 0,7 puntos porcentuales menor que lo previsto en junio. De esa diferencia, 0,5 puntos porcentuales se explican por el escenario de menor inflación de combustibles.

Los precios de los alimentos considerados en el IPC han continuado aumentando en los últimos meses. Sin embargo, su ritmo de incremento se ha ido moderando (gráfico IV.4). En los mercados internacionales, los precios de los alimentos no han tenido grandes cambios en los últimos meses, con excepción de los precios de productos agrícolas que han subido desde julio. Además, como ya sucedió antes, la apreciación del peso ha atenuado

Gráfico IV.6

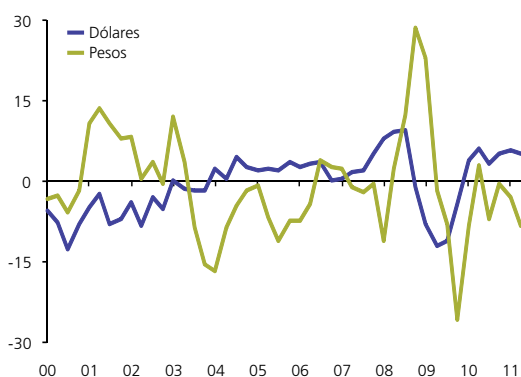
Distribución de alimentos en el IPCX1
(frecuencia de la variación mensual)



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

Gráfico IV.7

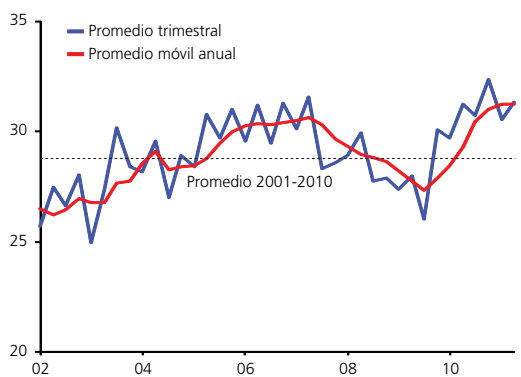
Índice de valor unitario de las importaciones de bienes de consumo
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico IV.8

Margen de explotación del comercio (*)
(razón)



(*) Razón entre utilidad bruta e ingresos por ventas. Promedio de las cuatro empresas con mayor participación en el comercio, ponderado por los ingresos por venta.

Fuentes: Banco Central de Chile y Superintendencia de Valores y Seguros (SVS).

las alzas de los precios internacionales, lo que es bien notorio en el caso de la carne, cuyos precios locales han descendido acorde con los precios internacionales deflactados en pesos (gráfico IV.5). Hasta junio, un mayor número de alimentos registraba alzas importantes. En julio, el número de productos con alzas se redujo, y sus aumentos de precios fueron de menor magnitud. Esto se puede observar en la distribución de la variación mensual de los precios en la canasta de los alimentos del IPCX1, que muestra para julio una masa más desplazada a la izquierda con respecto al período abril-junio (gráfico IV.6).

Otros ítems que tuvieron una incidencia importante en la inflación de los últimos meses fueron los servicios de salud y las tarifas del transporte y de la electricidad. El equipamiento para la vivienda y el vestuario siguieron mostrando caídas en sus precios. En el resto de los precios no se apreciaron movimientos de relevancia que pudieran indicar un cambio en el comportamiento de la inflación.

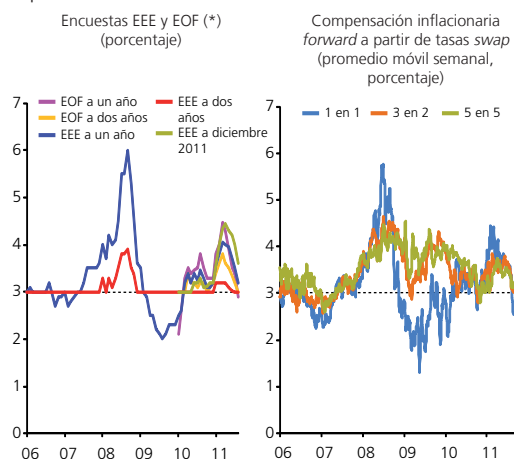
Las presiones inflacionarias provenientes de la inflación importada siguen contenidas. El tipo de cambio, con vaivenes, se ha apreciado respecto de un año atrás y los precios externos de los bienes importados en dólares presentan tasas de variación anuales estables en el último año y medio. El Índice de Valor Unitario de las Importaciones (IVUM) de bienes de consumo, medido en dólares, continúa creciendo en torno a 5% anual desde mediados del 2010. Medidos en pesos, estos precios se reducen en el mismo lapso, anotando una variación anual de -8,2% en el segundo trimestre del 2011 (gráfico IV.7).

Desde junio, no ha cambiado la evaluación sobre las presiones inflacionarias provenientes del mercado laboral. Este continúa mostrando signos de estrechez. El dinamismo que sigue sosteniendo la actividad y la demanda hacen que los costos laborales unitarios crezcan a tasas acordes con la meta de inflación. En todo caso, la evolución del mercado laboral y su impacto en las presiones inflacionarias es un riesgo que sigue presente en el escenario base.

Indicadores parciales de márgenes muestran que estos se mantienen elevados. Según cifras obtenidas de las Fecu, el promedio de los márgenes de explotación del comercio, ponderado por los ingresos por ventas, sigue en niveles por sobre los del año pasado e incluso por encima del promedio de los últimos diez años (gráfico IV.8). Ello, aun cuando ha aumentado el costo de algunos insumos, en particular de la mano de obra.

Perspectivas para la inflación en el corto plazo

El cambio en el escenario externo ha reducido el panorama inflacionario de corto plazo. Como se indicó, para fines de año la variación anual de la inflación total será menor que la prevista en junio, principalmente por el efecto del menor precio de los combustibles. En el caso del IPCX1, se estima que su tasa de incremento anual convergerá con mayor inercia a 2% entre fines del tercer trimestre y comienzos del cuarto. El principal factor detrás de este cambio son ajustes de precios específicos, en particular del transporte. Los precios de los alimentos continuarán subiendo a tasas anuales similares a las de los meses previos. Algunos cambios tarifarios en la electricidad y menor precio de la carne, ubicarán el IPCX cerca de 3% hacia fines del último trimestre.

Gráfico IV.9**Expectativas de inflación**

(*) Para la EOF se considera la encuesta de la primera quincena del mes, excepto para el dato de agosto 2011 que considera la encuesta de la segunda quincena del mes.

Fuente: Banco Central de Chile.

Las expectativas de inflación privadas se han ajustado a la baja ante el escenario de menor inflación en el corto plazo, especialmente por el descenso del precio del petróleo. Ello, sumado al efecto de los aumentos de la TPM y a los cambios en el escenario económico global, ha provocado una reducción de las expectativas de mediano plazo también. Así, aquellas que se derivan de las encuestas a analistas y operadores financieros se redujeron a todos los plazos. En junio, la inflación esperada a un año que se obtenía de la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) se ubicaba en 3,5%, valor que descendió a 2,9% para la encuesta de la segunda quincena de agosto. En el mismo lapso, la inflación esperada a dos años plazo pasó de 3,4 a 3,0% en la misma encuesta. Las expectativas de inflación en la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) a un año plazo, cayeron desde 3,7% en junio a 3,2% en agosto. A diciembre de este año, de 4,2 a 3,6% en igual lapso. Mientras, a dos años plazo, se mantuvo en 3,0% (gráfico IV.9). Las encuestas a consumidores también muestran un descenso. El porcentaje de personas que cree que la inflación subirá “mucho” en los próximos doce meses, medido por el Índice de Percepción Económica (IPEC) bajó a 58% en julio, desde 63% en mayo.

Las expectativas de inflación que se derivan de las compensaciones inflacionarias, tras mantenerse relativamente estables desde el cierre del IPoM anterior, comenzaron a descender, caída que se hizo más marcada a partir de los primeros días de agosto y se dio con más fuerza en las compensaciones de corto plazo. Así, la compensación inflacionaria *forward* uno en uno que se deriva de los *swaps* promedio cámara bajó hasta 2,5% en agosto (en junio se ubicaba en 3,7%). Las expectativas entre el año 3 y 5, se redujeron desde 3,7% al cierre del IPoM de junio a 3,0% en agosto. Las expectativas entre el año 6 y 10, muestran una trayectoria descendente, y pasan de 3,4% en junio a 3,1% en agosto (gráfico IV.9).

V. Escenarios para la inflación

Tabla V.1

Supuestos del escenario base internacional

	2009	2010	2011 (f)	2012 (f)	2013 (f)
(variación anual, porcentaje)					
Términos de intercambio	4,6	23,8	-1,8	-5,3	-2,6
PIB socios comerciales (*)	-0,4	5,9	4,2	4,3	4,6
PIB mundial a PPC (*)	-0,6	5,0	3,9	4,0	4,5
PIB mundial a TC de mercado (*)	-2,1	3,8	3,0	3,3	3,7
Precios externos (en US\$)	-6,2	5,8	9,8	2,9	2,1
(niveles)					
Precio del cobre BML (US\$/cent/lb)	234	342	415	370	350
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	62	79	93	89	91
Precio paridad de la gasolina (US\$/m3) (*)	471	598	816	797	774
Libor US\$ (nominal, 90 días)	0,7	0,3	0,3	0,3	0,3

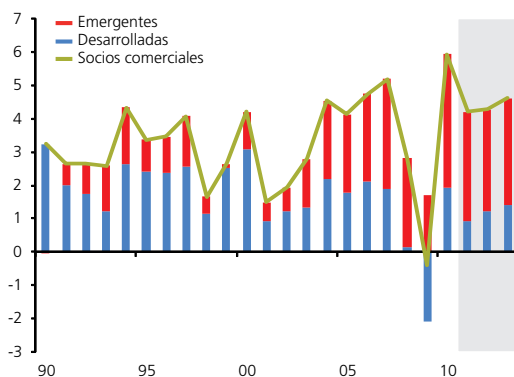
(*) Para su definición, ver Glosario.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico V.1

Crecimiento de socios comerciales (*)
(puntos porcentuales)



(*) Área gris, a partir del 2011, corresponde a la proyección.

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

Este capítulo presenta la evaluación del Consejo de las perspectivas de la economía chilena en los próximos dos años, incluyendo el análisis realizado hasta el 1 de septiembre de 2011. Se entregan proyecciones de las trayectorias más probables de la inflación y el crecimiento. Estas son condicionales a los supuestos del escenario base, por lo que además se presenta la evaluación del Consejo sobre el balance de riesgos para la actividad y la inflación.

Escenario base de proyección

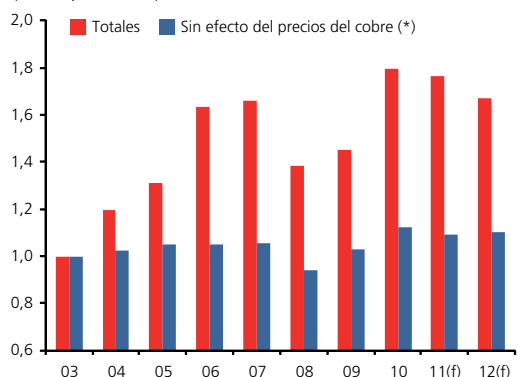
Los principales cambios en el escenario base de proyección respecto del IPoM de junio tienen su origen en el escenario económico y financiero global. Las crecientes preocupaciones por los problemas fiscales y financieros en la Eurozona, la rebaja en la clasificación de la deuda pública de Estados Unidos y las dudas sobre la recuperación del crecimiento en las economías desarrolladas generaron importantes tensiones en los mercados financieros internacionales y una revisión a la baja de los pronósticos de crecimiento mundial. Este escenario también ha redundado en menores estimaciones para el crecimiento de los socios comerciales de Chile, un aumento del costo de financiamiento externo en el corto plazo y una reducción de los precios de las materias primas que conlleva menores términos de intercambio. No obstante, el crecimiento de los socios comerciales y los términos de intercambio seguirán altos desde una perspectiva histórica. Todo ello da forma a un escenario base en el que el impulso externo que recibirá la economía chilena en los próximos dos años será algo menor que el estimado con anterioridad.

Para el 2011, las proyecciones de crecimiento mundial se reducen en 0,2 puntos porcentuales (pp) respecto de lo que se consideró en el IPoM de junio. Para el 2012, el ajuste es de 0,5 pp menos. Así, el crecimiento mundial será de 3,9 y 4,0% el 2011 y el 2012, respectivamente (tabla V.1). Estas proyecciones son inferiores a las disponibles del consenso del mercado al cierre estadístico de este IPoM, toda vez que se estima que estas aún no recogían en su totalidad los efectos de los eventos de comienzos de agosto en la economía mundial. Motivan las correcciones al crecimiento considerado en el escenario base las cifras efectivas del primer semestre del 2011, más débiles que lo anticipado para las economías desarrolladas. Se agregan perspectivas más debilitadas como consecuencia, en particular, de la situación del mercado laboral y de los malos resultados de las encuestas de expectativas empresariales y de consumidores. Ello, en un contexto en que estas economías tienen poco espacio para aplicar medidas de estímulo fiscal y monetario: algunas incluso deben aplicar planes de ajuste fiscal, y las tasas de interés de política están en sus mínimos.

Gráfico V.2

Términos de intercambio

(índice, 2003=1)



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

Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla V.2

Crecimiento económico y cuenta corriente

	2009	2010	2011 (f)	2012 (f)
(variación anual, porcentaje)				
PIB	-1,7	5,2	6,25-6,75	4,25-5,25
Ingreso nacional	-1,9	15,7	6,6	4,2
Demanda interna	-5,9	16,4	9,1	4,5
Demanda interna (sin variación de existencias)	-2,9	11,5	9,7	5,4
Formación bruta de capital fijo	-15,9	18,8	14,4	7,1
Consumo total	1,9	9,3	8,2	4,9
Exportaciones de bienes y servicios	-6,4	1,9	6,5	5,0
Importaciones de bienes y servicios	-14,6	29,5	12,0	4,6
Cuenta corriente (% del PIB)	1,6	1,9	-1,0	-2,1
(millones de dólares)				
Cuenta corriente	2.570	3.802	-2.400	-5.500
Balanza comercial	14.117	15.855	12.700	8.300
Exportaciones	54.004	71.028	82.600	83.000
Importaciones	-39.888	-55.174	-69.900	-74.700
Servicios	-1.444	-1.019	-1.200	-1.200
Renta	-11.666	-15.424	-16.300	-15.200
Transferencias corrientes	1.563	4.390	2.400	2.600

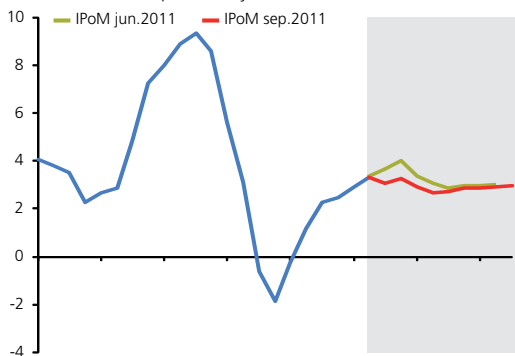
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico V.3

Proyección de inflación IPC (*)

(variación anual, porcentaje)



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

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

El escenario de menor crecimiento del mundo desarrollado tendrá efectos negativos en la actividad de las economías emergentes. Se suma que una mantención de las recientes turbulencias financieras podría afectar negativamente las decisiones de consumo e inversión a nivel mundial. Con todo, el crecimiento proyectado para los socios comerciales de Chile sigue siendo alto desde una perspectiva histórica, asemejándose al promedio 2000-2007. Ello, por la mayor incidencia en el crecimiento mundial que con los años han ido adquiriendo las economías emergentes, y en particular, China (gráfico V.1).

Acorde con el escenario global de mayor debilidad e incertidumbre, los precios de las materias primas han descendido, al igual que sus perspectivas. Para el petróleo, de acuerdo con los contratos futuros de los diez días hábiles previos al cierre estadístico, se consideran precios promedio de US\$93, 89 y 91 el barril WTI para el 2011, 2012 y 2013, respectivamente. Para el cobre, también hay una corrección a la baja en las proyecciones: US\$4,15; 3,70 y 3,50 la libra para el 2011, 2012 y el 2013. Estos elementos y correcciones de los precios de otras exportaciones e importaciones, harán caer los términos de intercambio este año y el próximo, aunque sus niveles se mantendrán elevados (gráfico V.2).

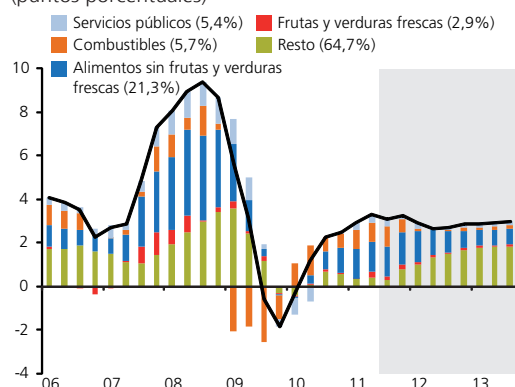
Hasta el segundo trimestre del año, los registros de inflación en las economías emergentes fueron superiores a lo estimado en junio, lo que junto con una depreciación del dólar más pronunciada que lo anticipado, lleva a corregir al alza la inflación externa relevante para la economía chilena (IPE) respecto de junio: 9,8% (9% en el IPoM pasado). Para el 2012, se prevé una leve apreciación del dólar en los mercados internacionales. Esto más que compensa las expectativas más reducidas de inflación que se tienen para el año como consecuencia de las menores perspectivas de crecimiento y la caída de los precios de las materias primas. Así ese año el IPE tendrá una variación anual algo mayor que la prevista en junio.

Internamente, el escenario base de proyección considera que la actividad crecerá entre 6,25 y 6,75% el 2011 (tabla V.2). Este escenario prevé que la demanda interna se expandirá 9,1% este año, por sobre lo previsto en el IPoM pasado. En esto tendrá un efecto importante la mayor formación bruta de capital fijo (FBCF) observada en el primer semestre, principalmente de maquinaria y equipos, como también una mayor acumulación de inventarios. Además, supone una desaceleración más marcada de la actividad y la demanda en la segunda mitad del año, respecto de junio. El mayor incremento de la FBCF en el 2011 en su conjunto llevará a que, medida a precios del 2003, la tasa de inversión a PIB bordeará 30% (casi 23% a precios corrientes), algo por sobre lo previsto en junio. Hacia adelante, el ritmo de expansión de la FBCF se reducirá, dejando de crecer a tasas de dos dígitos. El crecimiento de su componente de maquinaria y equipos se reducirá. En tanto, el componente de construcción y otras obras se expandirá a una tasa mayor el 2012, lo que recoge indicadores coyunturales que dan cuenta del dinamismo del sector.

El escenario base también supone que la desaceleración que ha mostrado el consumo en los últimos meses continuará en adelante, aunque con una composición distinta. El consumo habitual seguirá con tasas de crecimiento superiores a lo supuesto en junio, mientras que el consumo durable tendrá un ajuste, lo que es coherente con, entre otros factores, la evolución de las importaciones de este tipo de bienes en los últimos meses. Por el lado del Fisco, el escenario base considera que el déficit estructural convergerá hasta alcanzar a 1% del PIB hacia fines de la actual administración, acorde con lo anunciado por la autoridad y en concordancia con la Ley de Responsabilidad Fiscal.

Gráfico V.4

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



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

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

Tabla V.3

Inflación

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

(f) Proyección.

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

Fuente: Banco Central de Chile.

El que la actividad y la demanda sigan moderando su ritmo de expansión en el segundo semestre y alcancen tasas congruentes con el crecimiento de tendencia de la economía se sustenta en varios elementos. Por un lado, se tiene el impacto sobre la demanda agregada de los aumentos ya efectuados en la TPM, los que acumulan 475 puntos base desde junio del año pasado. Por otro lado, la dinámica de normalización propia de bienes durables y de inversión. Además, la influencia de un escenario de crecimiento mundial más adverso y con mayor incertidumbre financiera. Con esta desaceleración, la velocidad promedio del PIB de los sectores distintos de recursos naturales será cercana a 5% en el segundo semestre del año, coherente con la tasa tendencial que el Consejo sigue estimando en torno a 5%. En promedio, este ritmo se seguirá exhibiendo hacia el próximo año, con lo que en el 2012 el PIB tendrá una variación anual entre 4,25 y 5,25%.

Contrariamente a lo estimado en junio, cuando se preveía una cuenta corriente equilibrada, el escenario base de proyección supone que esta tendrá un déficit de 1,0% del PIB el 2011. Este ajuste se explica por un menor *quantum* de exportaciones de cobre, al que se suma un mayor *quantum* de importaciones, debido a la dinámica de la inversión en maquinaria y equipos. Para el 2012, el déficit aumentará hasta 2,1% del PIB, fundamentalmente por la caída proyectada en el precio del cobre. Medida a precios de tendencia, la cuenta corriente tendría un déficit algo superior al de junio, del orden de 6% del PIB en el 2011 y el 2012^{1/}.

En el escenario base, la inflación anual del IPC seguirá una trayectoria inferior a la prevista en junio (gráficos V.3 y V.4). Esto considera que la inflación ha estado algo por debajo de lo proyectado en junio y que la caída reciente del precio internacional de los combustibles tendrá un efecto negativo en la inflación de corto plazo. Este es uno de los principales elementos que explican la caída de las expectativas de inflación privadas y también de las contenidas en el escenario base de este IPOM. Para fines de año, la inflación anual del IPC es 0,7 pp menor que lo previsto en junio. De esa diferencia, 0,5 pp se explican por el escenario de menor inflación de combustibles. Así, en el escenario base la inflación finalizará el año algo por sobre 3%. Las expectativas privadas de inflación han tenido correcciones similares y para fin de año también se sitúan en valores parecidos a los del escenario base. A partir del 2012, la inflación oscilará en torno a la meta, finalizando en 3% en el tercer trimestre del 2013, que en esta oportunidad corresponde al final del horizonte de proyección. Las medidas subyacentes tendrán una lenta convergencia hacia 3% (tabla V.3).

El escenario base supone que el TCR se mantendrá en torno a sus niveles actuales, los que se ubican en el rango que se estima coherente con sus fundamentos de largo plazo. Asimismo, se contempla que los costos laborales crecerán a tasas acordes con la meta de inflación, y que las decisiones de ajustes de precios se basan en expectativas de inflación alineadas con la meta. Respecto de la política monetaria, la TPM ha alcanzado rangos considerados como normales. A diferencia de lo que se preveía hace unos meses, cuando se esperaba mayoritariamente que la TPM siguiera aumentando, los cambios en el escenario macroeconómico han llevado a una mayor dispersión de las expectativas privadas. Incluso ciertas medidas sugieren algún descenso en lo inmediato. No obstante, en el escenario base, se utiliza como supuesto de trabajo que, en el corto plazo, la TPM será similar a su nivel actual.

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

Gráfico V.5

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

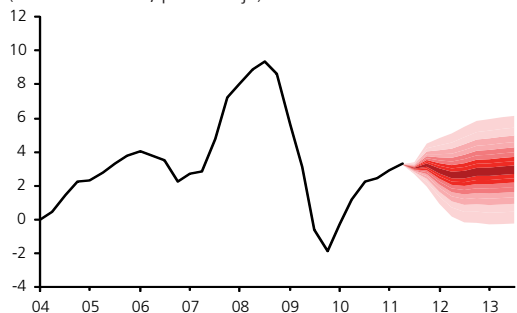


(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre el crecimiento que realiza el Consejo. El escenario base incorpora como supuesto de trabajo que, en el corto plazo, la TPM será similar a su nivel actual.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico V.6

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

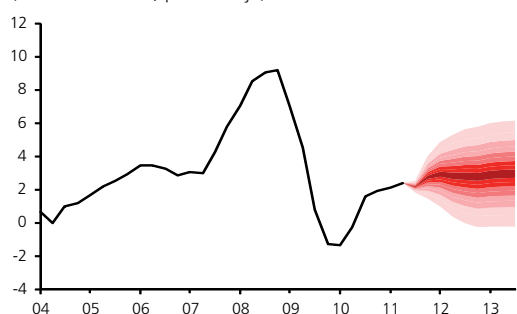


(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. El escenario base incorpora como supuesto de trabajo que, en el corto plazo, la TPM será similar a su nivel actual.

Fuente: Banco Central de Chile

Gráfico V.7

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



(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. El escenario base incorpora como supuesto de trabajo que, en el corto plazo, la TPM será similar a su nivel actual.

Fuente: Banco Central de Chile

Escenarios de riesgo

El escenario base refleja los eventos que se estiman más probables con la información disponible al momento de realizar estas proyecciones. Situaciones diferentes implicarán un escenario macroeconómico —y una trayectoria para la política monetaria— también distinto. Evaluadas estas, el Consejo estima que el balance de riesgos para la actividad está sesgado a la baja, mientras que para la inflación está equilibrado (gráficos V.5, V.6 y V.7).

Los principales riesgos se relacionan con el complejo panorama económico global. No es descartable que los recientes episodios de estrés financiero se repitan o intensifiquen. En las economías desarrolladas, el proceso de despalancamiento sigue su curso, alguna parte del mercado estima que las medidas de ajuste fiscal aún son insuficientes para solucionar el problema del endeudamiento público, los desbalances globales siguen sin resolverse y se acumulan tensiones en la unión monetaria europea. La respuesta a esta clase de eventos se complica, dado que las políticas monetarias y fiscales en el mundo desarrollado tienen un reducido espacio de acción. Por otra parte, también persiste la duda sobre la fortaleza del proceso de recuperación de las economías desarrolladas a plazos más allá del horizonte de proyección. Los efectos de arrastre de la crisis del 2008, más el alto desempleo y la mayor cuota de incertidumbre que han levantado las tensiones recientes podría tener efectos más duraderos sobre la actividad en el mundo desarrollado. También es posible que el crecimiento potencial de estas economías haya caído por efecto de la crisis. Ello tendría consecuencias sobre el nivel de las tasas de interés, la velocidad de resolución de los problemas de apalancamiento y el crecimiento de las economías emergentes. En este escenario, el crecimiento mundial será menor que en el pasado.

Tampoco puede descartarse un escenario en que la postergación de los incrementos de las tasas de política monetaria en las economías desarrolladas y su falta de dinamismo lleve a los inversionistas a buscar mayores retornos en las economías emergentes. Ello implicaría un rebrote de los flujos de capitales hacia estas últimas, cuyo acomodo podría complicar el manejo de las políticas macroeconómicas.

Internamente, los riesgos se centran en el dinamismo que sigue sosteniendo la actividad y la demanda. Esto podría llevar a la economía chilena a continuar creciendo por sobre su tendencia, lo que implicaría presiones inflacionarias incoherentes con la meta de inflación.

Las dudas respecto de cómo evolucionará el escenario externo y cuál será su impacto en la economía chilena exigen actuar con prudencia. El Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria con flexibilidad de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política. Cambios futuros de la TPM dependerán de las implicancias de las condiciones macroeconómicas internas y externas sobre las perspectivas inflacionarias.

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

Durante el último año, el escenario macroeconómico que enfrenta la economía chilena ha tenido cambios en varias direcciones. En el plano local, las holguras de capacidad tuvieron un cierre más rápido que lo anticipado hace un año, mientras que en el plano externo se profundizó la diferencia en la velocidad de crecimiento de las economías emergentes y desarrolladas. Estas últimas mostraron un constante deterioro de sus perspectivas de crecimiento. Estos cambios se acompañaron del rebrote de temores inflacionarios a comienzos del 2011, por el nuevo episodio de alzas de los precios de las materias primas —en especial el petróleo y los alimentos— y sus posibles efectos de segunda vuelta en la inflación local. Las decisiones de política monetaria del Consejo y los desarrollos del escenario macroeconómico han permitido que las tensiones inflacionarias de hace unos meses amainaran, proyectándose en el escenario base de este IPoM que la inflación oscilará en torno a 3% por los próximos dos años, con una economía interna que mantendrá tasas de expansión acordes con su tendencia. Este recuadro describe cómo estos hechos se fueron encadenando en el último año y cómo han afectado el actual escenario base de proyección, dando cuenta de sus principales revisiones desde el IPoM de septiembre del 2010.

Durante el último año, las proyecciones de crecimiento mundial se fueron ajustando al alza para el 2011, proceso en el que destacó la divergencia entre el dinamismo de las economías emergentes y desarrolladas. En estas últimas, la actividad siguió afectada por la lenta recuperación del mercado laboral y un proceso de reducción del endeudamiento o desapalancamiento del sector privado, en un contexto en que la posibilidad de impulsar la economía mediante la política monetaria y fiscal son cada vez más limitadas. En contraposición, las economías emergentes han seguido sosteniendo tasas de crecimiento elevadas, lideradas por China. Las cifras efectivas de actividad en las economías emergentes han sorprendido por su dinamismo, lo que a su vez explicó, en parte, el marcado aumento de los precios de las materias primas y la corrección al alza de los términos de intercambio. El barril de petróleo WTI, que a principios de septiembre del 2010 se transaba en valores cercanos a US\$75, pasó a cotizarse en más de US\$110 hacia abril de este año. El cobre, luego de estar en US\$3,4 la libra en septiembre del 2010, desde diciembre de ese año a la fecha, con contadas excepciones, ha estado sobre US\$4 la libra.

El mayor crecimiento de las economías emergentes en un contexto de holguras copadas en la mayoría de ellas, junto con el incremento del precio de las materias primas, incrementó las presiones inflacionarias y los registros efectivos de inflación.

En este escenario, los bancos centrales de estas economías aceleraron el proceso de alzas de tasas de interés de política monetaria. Sin embargo, este proceso se detuvo en los últimos meses. En las principales economías desarrolladas ha predominado la preocupación por la debilidad del crecimiento y las perspectivas inflacionarias permanecen contenidas, con lo que las expectativas apuntan a que las políticas monetarias seguirán extraordinariamente expansivas por un período más prolongado.

En el 2011, los mercados financieros internacionales han estado afectados por episodios de volatilidad, particularmente relacionados con los problemas de deuda en algunas economías de la periferia europea. A partir de fines de julio se sumaron a las crecientes preocupaciones por estas economías, las posibilidades de contagio hacia la banca y otros países de la Eurozona, las dificultades enfrentadas por Estados Unidos para la consolidación de su posición fiscal, y un debilitamiento de la velocidad de recuperación de la actividad en las economías desarrolladas. Todo ello ha redundado en un episodio de estrés financiero y ajustes en los precios de los activos. Los antecedentes recientes de crecimiento en las economías avanzadas y este episodio de estrés financiero han llevado a que las proyecciones actuales sean menores que las de junio. Con todo, las proyecciones de crecimiento de los socios comerciales para el 2011 pasaron de 3,5% en septiembre del 2010 a 4,2% en el escenario base de este IPoM (tabla V.4). En este escenario, de alto crecimiento mundial desde una perspectiva histórica, resalta la mayor incidencia del crecimiento de las economías emergentes.

Tabla V.4

Principales supuestos del escenario internacional

	Sep. 10	Dic. 10	Mar. 11	Jun. 11	Sep. 11
PIB mundial a PPC (v. anual, porcentaje)					
2011	3,8	3,8	4,1	4,1	3,9
2012	4,7	4,5	4,4	4,5	4,0
PIB socios comerciales (v. anual, porcentaje)					
2011	3,5	3,6	4,4	4,3	4,2
2012	4,6	4,2	4,6	4,7	4,3
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)					
2011	79	89	102	99	93
2012	82	89	103	103	89
Precio del cobre BML (US\$/cent/libra)					
2011	290	330	420	415	415
2012	290	320	400	400	370
Términos de intercambio (v. anual, porcentaje)					
2011	-4,3	-2,0	4,2	-1,6	-1,8
2012	0,5	1,4	-2,0	-2,1	-5,3
Precios externos, en US\$ (v. anual, porcentaje)					
2011	2,3	6,1	7,8	9,0	9,8
2012	4,7	3,1	2,9	2,8	2,9

Fuente: Banco Central de Chile.

Internamente, las proyecciones de crecimiento se fueron corrigiendo paulatinamente al alza, principalmente porque la desaceleración de la demanda interna no se dio con la intensidad esperada. Esto ha respondido tanto a un consumo robusto como al dinamismo de la formación bruta de capital, liderado por su componente de maquinaria y equipos. Con ello, ya en el IPoM de marzo se estimaba que las holguras de capacidad se habían cerrado. Las proyecciones para la demanda interna pasaron de un crecimiento anual de 6,2% en septiembre del 2010 a 9,1% en este IPoM, lo que en el mismo lapso llevó a una corrección en el rango de crecimiento del PIB desde 5,5-6,5% a 6,25-6,75% (tabla V.5).

Tabla V.5

Crecimiento económico y cuenta corriente para el 2011

	Sep. 10	Dic. 10	Mar. 11	Jun. 11	Sep. 11
(variación anual, porcentaje)					
PIB	5,5-6,5	5,5-6,5	5,5-6,5	6,0-7,0	6,25-6,75
Balance de riesgos actividad	equilibrado	sesgado a la baja	sesgado al alza	equilibrado	sesgado a la baja
Demanda interna	6,2	6,6	7,6	8,5	9,1
- Consumo total	5,3	5,8	7,0	8,3	8,2
- Formación bruta de capital fijo	13,6	14,6	13,9	11,9	14,4
(porcentaje del PIB)					
Cuenta corriente	-2,5	-1,4	1,2	0,0	-1,0

Fuente: Banco Central de Chile.

Hacia marzo, el cierre de las holguras de capacidad en un contexto de mayores precios de las materias primas, en particular de los combustibles y los alimentos, incrementó las preocupaciones por la inflación. A ello se sumaba la evaluación de un mercado laboral estrecho que podría tener efectos en la evolución de los salarios y los costos laborales. Con ello, las proyecciones de inflación internas y del mercado para el 2011 tuvieron un importante ajuste al alza (tabla V.6). Posteriormente, en la medida que el Consejo aceleró el ritmo de retiro del estímulo monetario, que los precios de las materias primas fueron cediendo, que los registros efectivos de inflación fueron algo menores que lo esperado y que los efectos de segunda vuelta de los aumentos de precios externos estuvieron acorde con lo previsto, las proyecciones de inflación fueron reduciéndose. Así, si en marzo se proyectó que la inflación anual del IPC superaría el 4% durante todo el segundo semestre del 2011, en este IPoM se proyecta que será solo algo superior a 3% en ese lapso. De este modo, finalizará el año en 3,3% (0,1 punto porcentual mayor que lo considerado en septiembre del 2010).

Tabla V.6

Cambios en la proyección de inflación IPC promedio 2011

	Dic.10	Mar.11	Jun.11	Sep.11
Proyección inicial (1)	3,3	3,0	3,9	3,5
Combustibles	-0,1	0,6	-0,3	-0,1
Alimentos sin frutas y verduras frescas	-0,1	-0,1	0,1	0,0
Frutas y verduras frescas	-0,1	-0,2	0,1	0,0
Servicios públicos	-0,1	0,0	0,0	0,0
Resto de productos	0,0	0,6	-0,4	-0,2
Proyección final (2)	3,0	3,9	3,5	3,1

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

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

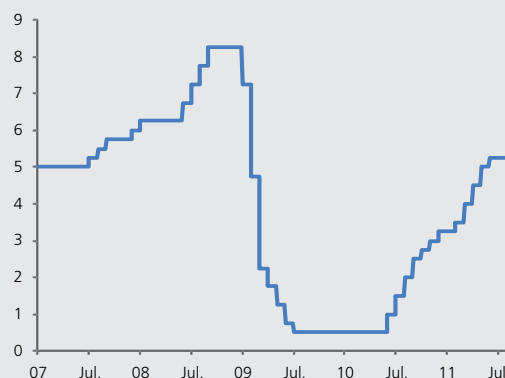
Fuente: Banco Central de Chile.

Durante el año el Consejo prosiguió con el proceso del retiro del estímulo monetario iniciado a mediados del 2010. El citado cambio en el panorama inflacionario implicó cambios en la velocidad de dicho ajuste. Así, luego de alzas de 25 puntos base (pb) de la Tasa de Política Monetaria (TPM) en las reuniones de octubre, noviembre, diciembre del 2010 y febrero del 2011, en las reuniones de marzo, abril y mayo de este año se subió a un ritmo de 50pb, ubicando la TPM en 5,0%. En junio la TPM se ubicó en 5,25% y ha permanecido en ese nivel desde entonces (gráficos V.8). Además, el Consejo indicó que cambios futuros en la TPM dependerán de las implicancias de las condiciones macroeconómicas internas y externas sobre las perspectivas inflacionarias. Respecto de la política monetaria, la TPM ha alcanzado rangos considerados como normales. A diferencia de lo que se preveía hace unos meses, cuando se esperaba mayoritariamente que la TPM siguiera aumentando, los cambios en el escenario macroeconómico han llevado a una mayor dispersión de las expectativas privadas. Incluso algunas medidas sugieren algún descenso en lo inmediato. No obstante, en el escenario base, se utiliza como supuesto de trabajo que, en el corto plazo, la TPM será similar a su nivel actual.

Gráfico V.8

Tasa de Política Monetaria

(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Anexo A: Balance del Banco Central de Chile

Este anexo presenta y analiza la situación y las proyecciones de las principales partidas de los estados financieros del Banco Central de Chile (BCCh). Primero, se revisa brevemente la evolución del balance en el primer semestre del 2011, para luego presentar las proyecciones de activos y pasivos para fines del 2011 y del 2012.

Los movimientos de cualquier cuenta del balance se pueden explicar por: a) flujos, relacionados con la extinción de ciertos derechos u obligaciones o nuevas transacciones, b) rentabilidad, que corresponde a los intereses ganados y c) reajustes, utilidades o pérdidas asociadas a cuentas indexadas al tipo de cambio o a la inflación. Debido a que alrededor del 70% de los activos corresponden a reservas internacionales, y 70% de los pasivos a pagarés e instrumentos de política (deuda), el BCCh es deudor neto en moneda nacional y acreedor neto en moneda extranjera. Así, la rentabilidad del balance está determinada por la evolución del diferencial entre la tasa de interés internacional (rentabilidad de las reservas) y la tasa de interés interna o costo de la deuda. A su vez, como las reservas se conforman principalmente de dólares y euros (cerca de 50% dólar y 35% euro), las utilidades/pérdidas dependen de la variación del peso frente a estas monedas.

Evolución del balance en el primer semestre del 2011

En la primera mitad del 2011, la evolución del balance estuvo marcada por la implementación del plan de acumulación de reservas que ha acrecentado el tamaño de los activos y pasivos del Banco Central.

Entre el 31 de diciembre de 2010 y el 30 de junio de 2011, el tamaño del balance aumentó en \$3.368 miles de millones (1,6% del PIB). Esto responde en gran medida al incremento de las reservas internacionales^{1/}. Al 30 de junio, las reservas internacionales habían aumentado en US\$6.250 millones por dicho concepto. La acumulación de divisas, en concordancia con las políticas definidas por el Consejo y la emisión monetaria asociada, ha sido esterilizada mediante la colocación de pagarés y bonos del BCCh.

La situación patrimonial del Banco mejoró respecto del cierre del año anterior (tabla A.1). De acuerdo con la contabilidad, el patrimonio del BCCh pasó de -\$3.449 mil millones el 31 de diciembre de 2010 (-3,3% del PIB) a -\$3.136 mil millones el 30 de junio de 2011 (-2,9% del PIB). Esto se debió a ganancias asociadas con la

depreciación del peso entre las fechas mencionadas. Por otro lado, se registraron pérdidas netas por la ampliación de la diferencia entre la tasa local y externa. Las tasas de referencia de las economías desarrolladas se mantuvieron en niveles bajos, mientras que la TPM (relevante para el costo de la deuda local) se incrementó en 200 puntos base durante el primer semestre.

Proyecciones de los balances 2011 y 2012

Los principales supuestos que considera la proyección son: a) que los depósitos bancarios en el BCCh (facilidad permanente de depósitos) permanecerán en niveles similares a los de junio del 2011; b) que el saldo de los instrumentos de política monetaria, principalmente repos y línea de liquidez, disminuirá a niveles cercanos a cero; c) que los depósitos del Fisco se mantendrán en los niveles mínimos actuales; d) que la base monetaria evolucionará de forma coherente con el crecimiento de la economía y la inflación; e) por último, se supone que el plan de acumulación de reservas continuará durante el 2011 hasta enterar el monto de US\$12.000 millones, y que el 2012 no se realizarán operaciones de cambio (tabla A.2). Las operaciones con PDDBC se proyectan como la variable de ajuste ante un déficit o excedente de fondos.

El escenario base de proyecciones contempla que la brecha entre las tasas de interés local y externa se mantiene en torno a sus niveles actuales, en coherencia con las proyecciones y supuestos de trabajo que se utilizan en el IPoM. Esto se traduce en que las reservas internacionales mantendrán una rentabilidad similar a la observada en la primera mitad del año. Se esperan pérdidas patrimoniales por concepto de intereses netos, las cuales llegarán a 0,3 y 0,5% del PIB a fines del 2011 y del 2012, respectivamente (tabla A.1). Esta diferencia debiera converger al nivel del premio por riesgo país de largo plazo en la medida en que la economía mundial recupere su dinamismo y comience el proceso de normalización de las tasas de interés externas.

El escenario base supone que el tipo de cambio peso/dólar, que afecta principalmente a las reservas internacionales, seguirá una trayectoria coherente con la esperada para el tipo de cambio real^{2/}. En lo más reciente, este muestra valores inferiores a los del cierre del primer semestre del año^{3/}, por lo que se espera que en el segundo semestre el balance exhiba una pérdida asociada a cambios de valoración, la cual llegaría a 0,4% del PIB a fines del 2011 (tabla A.1).

^{1/} El 3 de enero, el Consejo decidió implementar un programa de acumulación de reservas, que consiste en la compra de divisas por US\$12.000 millones, mediante subastas diarias de US\$50 millones.

^{2/} Dado que el tipo de cambio real se encuentra actualmente alineado con sus fundamentos, en el escenario base de este IPoM se utiliza como supuesto de trabajo que este no experimentará variaciones mayores.

^{3/} Promedio de \$467 por dólar en agosto, vs. \$476 promedio el primer semestre.

Se proyecta que la inflación tendrá un valor algo por sobre 3% hacia fines del 2011, mientras en el 2012 se ubicará en torno a la meta. Por este concepto, la deuda indexada —principalmente los bonos— originará pérdidas en el ejercicio equivalentes a 0,1% del PIB el 2011.

Dado lo anterior, se prevé que en el 2011 el tamaño de los activos y pasivos (incluyendo el patrimonio) del balance se incrementará como proporción del PIB en alrededor de 4 puntos porcentuales (tabla A.1). Para el 2012, las proyecciones suponen que el balance, como proporción del PIB, se reduzca en alrededor de 1 punto porcentual respecto del año previo.

Los cambios en el tamaño de los activos y pasivos se asocian al plan de acumulación de reservas. Como se mencionó, la proyección contempla que el segundo semestre del 2011, y acorde a lo anunciado, el Banco Central continuará la compra de divisas, generando una expansión de los activos. Dicha acumulación se esterilizará con la colocación de pagarés y bonos del BCCh, lo que incrementará el tamaño de los pasivos. Para el 2012, la proyección del balance supone que no se realizan nuevas operaciones de compra de divisas, lo que hará que los activos y pasivos se mantengan sin mayores variaciones, y que caigan en proporción al PIB.

Tabla A.1

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

	2007	2008	2009	2010	Jun.11	2011 (f)	2012 (f)
Activos	12,8	20,4	20,3	14,6	16,8	18,6	17,9
Reservas internacionales	9,8	16,3	14,0	12,6	15,0	16,7	16,1
Pagarés fiscales y otros créd. a gob.	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9
Instrumentos de política monetaria	0,7	1,8	4,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Otros activos	1,3	1,4	1,3	1,0	0,9	0,8	0,8
Pasivos	15,3	19,7	22,5	18,0	19,7	22,1	21,6
Pagarés con mercado secundario	9,1	11,9	12,6	8,6	12,0	14,7	14,5
Instrumento de política con bancos	1,4	2,4	3,4	2,5	0,8	0,6	0,4
Otros pasivos con bancos	0,1	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
Otros pasivos excepto base monetaria	0,5	0,4	1,1	1,0	1,4	1,4	1,3
Base monetaria	4,3	4,7	5,0	5,4	5,1	5,1	5,1
Patrimonio (A+B)	-2,5	0,7	-2,1	-3,3	-2,9	-3,5	-3,8
A. Patrimonio inicial revalorizado	-2,7	-2,6	0,7	-1,9	-3,1	-2,8	-3,5
B. Resultado neto	-0,3	2,9	-2,8	-1,4	0,3	-0,8	-0,4
No financieros	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1
Intereses netos	-0,2	-0,5	0,0	-0,1	-0,1	-0,3	-0,5
Por variación de tipos de cambio y variación UF	-0,3	3,2	-2,8	-1,2	0,4	-0,4	0,1
Revalorización capital	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
C. Aporte de capital	0,5	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Memorándum							
Posición pagadera en moneda extranjera (1)	9,3	16,2	13,5	10,8	13,4	15,3	14,7
Posición valorada en moneda extranjera (2)	9,1	16,2	13,5	10,8	13,4	15,3	14,7

(1) Activos menos pasivos pagaderos en moneda extranjera.

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

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla A.2

Flujos del balance del Banco Central de Chile (1)

(miles de millones de pesos)

	2007	2008	2009	2010	Jun.11	2011 (f)	2012 (f)
1. Reservas internacionales	-2.045	2.691	701	1.306	2.691	2.673	0
2. Instrumentos de política en moneda nacional	333	-2.223	354	1.030	-2.773	-2.424	285
2a. de lo cual: indexado al tipo de cambio	230	196	3	0	0	0	0
3. Pagarés del Banco Central en dólares	0	0	0	0	0	0	0
4. Otras operaciones en MN excepto base monetaria (2)	-109	-121	-26	-110	-135	-85	-50
5. Otras operaciones en moneda extranjera (3)	2.051	180	-684	-1.295	259	0	0
Base monetaria (variación = 1+2+3+4+5)	230	527	345	931	42	164	235
Memorándum							
Posición pagadera en ME (operaciones de cambio = 1+3+5)	6	2.871	16	11	2.950	2.673	0
Posición valorada en ME (= 1+2a+3+5)	236	3.067	19	11	2.950	2.673	0

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

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

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

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Anexo B: Administración de las reservas internacionales

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

Para la administración de las reservas internacionales, el BCCh cuenta con una separación de responsabilidades a distintos niveles jerárquicos, que van en línea con las recomendaciones internacionales sobre la materia y que han sido evaluadas por el FMI. Asimismo, en forma periódica, se realizan ejercicios de auditoría internos y externos a la administración de las reservas internacionales, donde se revisan los distintos procesos de inversión. De esta manera, se garantiza que los procesos de toma de decisiones y de evaluación de la gestión al interior del BCCh estén bien definidos y con riesgos acotados.

En este contexto, y con el fin de focalizar a las áreas de negocio en sus temas principales y traspasar el soporte de las operaciones y sus riesgos a áreas de servicios, en septiembre del 2010 se reestructuró la Gerencia de División Operaciones Financieras. En lo referido a la administración de reservas internacionales, se separaron las funciones de *front office* y *back office*, creando la Gerencia de Mercados Internacionales (en reemplazo de la Gerencia de Inversiones Internacionales) y la nueva Gerencia de Servicios Financieros. La primera es la responsable del manejo del *front office* y la segunda del *back office* y servicios asociados.

Por su parte, para el monitoreo del cumplimiento de las pautas y parámetros de inversión definidos por el Consejo, el BCCh cuenta con un *middle office* que revisa diariamente dichos lineamientos. Para determinar la elegibilidad de los países, supranacionales, bancos comerciales y agencias en las que se pueden invertir las reservas internacionales, se utilizan variables tales como la clasificación de riesgo, el patrimonio de las instituciones y ratios de deuda, entre otros. Además, el área de mercados internacionales ha desarrollado una serie de indicadores adicionales que permiten hacer un mayor seguimiento a las distintas posiciones administradas (informes diarios de posicionamiento, niveles de *CDS* y *ratings*, entre otros). Respecto de los sistemas de información, el BCCh ha continuado introduciendo mejoras en sus plataformas tecnológicas, robusteciendo la continuidad operacional de los procesos e implementando mecanismos de alta disponibilidad.

Las reservas internacionales se agrupan principalmente en dos portafolios: el de inversiones y el de liquidez. El de inversiones está conformado por activos en moneda extranjera de corto plazo, que incluyen depósitos bancarios e instrumentos del mercado monetario con vencimiento hasta un año, y activos

de largo plazo, que contienen inversiones en bonos nominales e indexados a plazos desde uno a diez años, principalmente.

Al cierre del primer semestre del presente año, una porción menor del portafolio de inversiones (1%) era gestionada por un administrador externo (Pimco) que administra una cartera global de largo plazo. Cabe señalar que, en noviembre del 2010, el BCCh decidió modificar los mandatos de administración externa de cartera, poniendo término a la relación contractual con uno de los administradores del mandato global y terminando el programa exclusivo de instrumentos respaldados por hipotecas (*mortgage-backed securities* o *MBS*). En este contexto, el BCCh se encuentra en un proceso de selección para incorporar un segundo administrador externo al portafolio de reservas internacionales. Este proceso está en la etapa de evaluación de antecedentes de las 59 firmas invitadas a participar, y de la selección de un consultor externo, que apoyará al personal del banco en la segunda etapa del proceso. Se estima poder contar con el nuevo administrador durante el cuarto trimestre de este año.

Por su parte, el portafolio de liquidez está destinado a cubrir las necesidades de fondos previsibles en el corto plazo, y está constituido por depósitos bancarios (*overnight* y a plazo) e instrumentos del mercado monetario.

La estructura referencial del portafolio de inversiones no ha sufrido modificaciones entre septiembre del 2010 y agosto del 2011, y mantiene la misma estructura de riesgo de crédito, composición de monedas referencial (50% dólar estadounidense, 40% euro, 3,5% dólar australiano, 3,5% dólar canadiense y 3,0% libra esterlina) y duración referencial (16,9 meses) (tablas B.1 y B.2)

Tabla B.1

Estructura referencial del portafolio de inversiones de administración interna según tipo de riesgo y comparadores

Estructura	Riesgo de crédito	Participación actual	Comparador referencial
Portafolio de corto plazo	Bancario	10%	Índices Merrill Lynch: LIBID a 3 meses promedio últimos 3 meses (USD, EUR, AUD, CAD y GBP)
	Soberano, Agencia y Supranacional	50%	Índices Merrill Lynch: US Treasury Bills (USD) German Gov. Bill Index (EUR) FIXBIS a 6 meses promedio últimos 6 meses (AUD, CAD y GBP)
Portafolio de largo plazo	Soberano, Agencia, Supranacional y Bancario	34%	Índice de bonos JP Morgan para distintos tramos entre 1- 10 años en EE.UU. y Alemania. Para Australia, Canadá y Reino Unido, tramo 1-10 global.
	Bonos indexados a inflación	6%	Índice de Bonos Barclays para tramos 1-10 en EE.UU y Europa.
Cartera total		100%	

Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla B.2

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

		USD		EUR		AUD		CAD		GBP		Total	
		Participación	Duración (meses)	Participación	Duración (meses)	Participación	Duración (meses)	Participación	Duración (meses)	Participación	Duración (meses)	Participación	Duración (meses)
Portafolio de corto plazo	Bancario	5,0%	1,5	4,0%	1,5	0,4%	1,5	0,4%	1,5	0,3%	1,5		
	Soberano, Agencia y Supranacional	25,0%	2,6	20,0%	4,2	1,8%	3,0	1,8%	3,0	1,5%	3,0		
	Subtotal CP	30,0%	2,5	24,0%	3,8	2,1%	2,8	2,1%	2,8	1,8%	2,8	60%	3,0
Portafolio de largo plazo	Bonos nominales												
	Tramos de madurez												
	1-3 años	9,3%	22,6	7,5%	21,6								
	3-5 años	4,0%	45,5	3,2%	43,1								
	5-7 años	1,7%	64,6	1,3%	59,6								
	7-10 años	1,7%	86,6	1,3%	84,6								
	Subtotal	16,7%	38,7	13,3%	36,9	1,4%	49,6	1,4%	44,8	1,2%	54,7	34%	39,2
	Bonos indizados												
	Tramos de madurez												
	1-10 años	3,3%	29,6	2,7%	28,6								
	Subtotal	3,3%	29,6	2,7%	28,6							6%	29,2
	Subtotal LP	20,0%	37,2	16,0%	35,5	1,4%	49,6	1,4%	44,8	1,2%	54,7	40%	37,7
Cartera total		50,0%	16,3	40,0%	16,4	3,5%	21,5	3,5%	19,6	3,0%	23,5	100%	16,9

Fuente: Banco Central de Chile.

Durante el primer semestre del 2011, el retorno anualizado obtenido por la gestión de reservas internacionales fue de 0,96% medido en divisas^{1/}. El retorno diferencial obtenido respecto de la estructura referencial fue de 0,07% (tabla B.3).

Tabla B.3

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

Período	En divisas		En dólares		Diferencial
	RRII	BMK	RRII	BMK	
2011 (*)	0,96	0,89	8,62	8,56	0,07
2010	0,36	0,45	-0,15	-0,06	-0,09
2009	2,15	1,65	3,34	2,84	0,50
2008	5,70	5,37	4,14	3,81	0,33
2007	4,81	4,78	8,86	8,83	0,03
2006	2,45	2,39	6,84	6,78	0,06
2005	2,90	2,85	-1,72	-1,77	0,05
2004	1,84	1,95	4,08	4,20	-0,11
2003	2,31	1,78	6,64	6,12	0,53
2002	5,25	4,69	9,34	8,78	0,57
2001	5,57	5,27	3,90	3,60	0,30
2000	6,88	6,65	4,84	4,61	0,22

(*) Retornos anualizados del primer semestre.

Fuente: Banco Central de Chile.

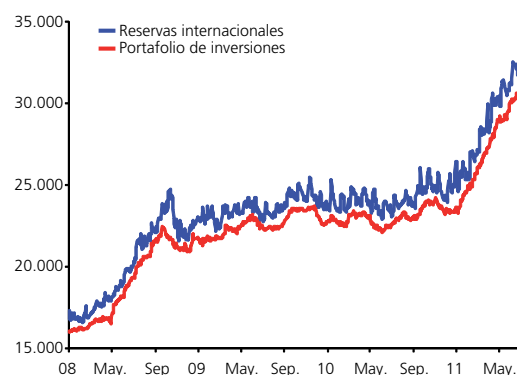
Al 30 de junio de este año, las reservas internacionales aumentaron en US\$7.020 millones respecto del cierre del 2010, alcanzando a US\$34.883,9 millones. De ellos, US\$30.778,8 correspondían al portafolio de inversiones y US\$2.329,4 al

portafolio de liquidez. Del total de reservas, 49,9% estaban invertidas en dólares, 35,0% en euros y 15,1% en otras divisas.

Este incremento de reservas se explicó principalmente por el programa de compra de divisas que está llevando a cabo el Banco. Dichas operaciones comenzaron el 5 de enero del 2011 y se espera que concluyan en diciembre del 2011, alcanzando un aumento en reservas internacionales, por este concepto, de US\$12.000 millones. Al cierre del primer semestre del 2011, las reservas habían aumentado US\$6.250 millones por efecto del programa de compra de divisas. El resto del aumento se explica por ganancias por tasa y paridad (gráfico B. 1 y tabla B.4).

Gráfico B.1

Reservas internacionales (*)
(stock en millones de dólares)



(*) Excluye otros activos.

Fuente: Banco Central de Chile.

^{1/} En función de la canasta referencial del portafolio de inversiones.

A junio del 2011, las inversiones en depósitos bancarios del portafolio de inversiones sumaron US\$4.453,6 millones, lo que representa un incremento de US\$1.302,8 millones respecto de diciembre del 2010. La mayor parte de los depósitos bancarios del portafolio de inversiones tiene una clasificación de riesgo AA-. El riesgo de crédito bancario, medido como el promedio ponderado de los depósitos vigentes cada día por un índice numeral de clasificación de riesgo^{2/}, ha mejorado en el presente año (gráfico B. 2).

Tabla B.4

Composición de las reservas internacionales
(millones de dólares)

Tipo de Portafolio	Moneda	2010		2011	
		Dic.	%	Jun.	%
Portafolio de Inversiones Monedas y depósitos		23.479,4	84,3	30.778,8	88,2
	Dólar	1.130,8	4,1	1.338,4	3,8
	Euro	1.272,8	4,6	1.793,2	5,1
	Otras divisas	747,1	2,7	1.321,9	3,8
Valores					
	Dólar	10.505,7	37,7	13.716,3	39,3
	Euro	8.016,6	28,8	10.412,5	29,8
	Otras divisas	1.806,3	6,5	2.196,5	6,3
Totales					
	Dólar	11.636,6	41,8	15.054,7	43,2
	Euro	9.289,4	33,3	12.205,7	35,0
	Otras divisas	2.553,4	9,2	3.518,4	10,1
Portafolio de Liquidez Monedas y depósitos		2.838,4	10,2	2.329,4	6,7
	Dólar	2.838,4	10,2	2.329,4	6,7
	Euro	0,0	0,0	0,0	0,0
	Otras divisas	0,0	0,0	0,0	0,0
Totales					
	Dólar	2.838,4	10,2	2.329,4	6,7
	Euro	0,0	0,0	0,0	0,0
	Otras divisas	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros Activos		1.545,9	5,5	1.775,7	5,1
	Oro monetario				
	Otras divisas	11,2	0,0	11,9	0,0
	DEG FMI	1.217,3	4,4	1.265,9	3,6
Posición reservas FMI					
	Otras divisas	282,1	1,0	473,6	1,4
Acuerdos de crédito recíprocos					
	Dólar	35,3	0,1	24,3	0,1
Total		27.863,7	100,0	34.883,9	100,0
	Dólar	14.510,3	52,1	17.408,3	49,9
	Euro	9.289,4	33,3	12.205,7	35,0
	Otras divisas	4.064,0	14,6	5.269,8	15,1

Fuente: Banco Central de Chile.

Las inversiones en valores del portafolio de inversiones aumentaron en US\$5.996,6 millones en el período, cerrando el primer semestre en US\$26.325,3 millones. El portafolio de liquidez cerró el período en US\$2.329,4 millones.

En cuanto a la exposición del portafolio de inversiones de administración interna por tipo de riesgo y país, a la fecha existen grados de diversificación apropiados para los distintos tipos de riesgos en que se invierten las reservas internacionales. Las inversiones en riesgo soberano se encuentran mayoritariamente en Estados Unidos y Alemania, las que corresponden a 57,6% del portafolio de inversiones de administración interna. Las inversiones en riesgo bancario se encuentran principalmente en bancos del Reino Unido, Francia, Holanda, Suiza y Alemania (tabla B.5).

^{2/} El índice numeral se construye asignando el valor de 10 a la clasificación AAA, un valor de 9 a la clasificación AA+, de 8 a la clasificación AA, y así sucesivamente hasta un valor de 5 para la clasificación A.

Gráfico B.2

Índice de rating bancario
(numeral)



Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla B.5

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

País	Soberano (1)	Bancario (2)	Agencias (3)	Supranacional (4)	Total
Estados Unidos	9.053	66	1.722		10.841
Alemania	8.481	311	125		8.917
Francia	1.775	1.125			2.900
Reino Unido	250	1.206			1.456
Holanda	589	466			1.055
Supranacionales				1.011	1.011
Canadá	764	116			881
Italia	480	100			580
Bélgica	479				479
Suecia	245	224			469
Australia	325	120			446
España	212	230			442
Suiza		425			425
Austria	296				296
Dinamarca	102				102
Eslovenia	60				60
Finlandia	32	15			47
Nueva Zelanda	30				30
Japón		10			10
Total	23.173	4.414	1.847	1.011	30.445

(1) La exposición soberana incluye las siguientes instituciones que cuentan con garantía explícita soberana: Instituto de Crédito Oficial (España, 61), Oesterreichische Kontrollbank (Austria, 98), KfW (Alemania, 1717) y Export Development Canada (Canadá, 73).

(2) La exposición bancaria en EE.UU. corresponde a un depósito overnight en la Reserva Federal y saldos en cuentas corrientes.

(3) De la exposición en agencias de EE.UU. US\$732 millones corresponden a inversiones en Freddie Mac, US\$514 millones en Federal Home Loan Bank y US\$476 millones en Fannie Mae; mientras que la posición en Alemania corresponde a Rentenbank.

(4) Corresponde a una exposición en European Investment Bank (550), Eurofima (39) BIS (116), Council of Europe (27), Inter-American Development Bank (10), International Bank for Reconstruction & Development (124) y European Bank for Reconstruction & Development (143).

Fuente: Banco Central de Chile.

En la composición de monedas del portafolio de inversiones de administración interna, al 30 de junio de este año, 48,96% se encontraba en dólares de Estados Unidos y 39,74% en euros. El 11% restante se encontraba invertido en libras esterlinas, coronas danesas, dólares australianos, coronas suecas, coronas noruegas, francos suizos, dólares de Singapur, dólares canadienses, dólares de Nueva Zelanda y renminbi chino (tabla B.6).

Tabla B.6

Portafolio de administración interna: inversiones por moneda (porcentaje)

Moneda	Participación
Dólar de Estados Unidos	48,9
Euro	39,7
Libra esterlina	2,9
Corona danesa	0,3
Dólar australiano	3,6
Corona noruega	0,1
Corona sueca	0,2
Franco suizo	0,1
Dólar de Singapur	0,2
Dólar canadiense	3,5
Dólares de Nueva Zelanda	0,1
Renminbi	0,3
Total	100

Fuente: Banco Central de Chile.

En el caso de la administración externa, la exposición mayoritaria corresponde a riesgo soberano. Estados Unidos y Alemania destacan con las participaciones más relevantes. El riesgo bancario es mínimo, en tanto el riesgo de agencias proviene principalmente de los MBS (tabla B.7).

Tabla B.7

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

País	Soberano (1)	Bancario (2)	Agencias (3) (4)	Supranacional (5)	Total
Estados Unidos	84		30		115
Alemania	33	40	5		77
Italia	28				28
Francia	21				21
Holanda	20				20
Canadá	17				17
Australia	17				17
Eslovenia	11				11
Supranacionales				10	10
España	10				10
Reino Unido	9				9
Total	250	40	35	10	334

- (1) La exposición soberana incluye las siguientes instituciones que cuentan con garantía explícita soberana: KfW (Alemania, 8).
(2) La exposición bancaria en Alemania corresponde a Bonos Jumbo Pfandbriefe.
(3) De la exposición a agencias en EE.UU. US\$26 millones corresponde a inversiones en MBS, y la exposición en Alemania corresponde a Rentenbank.
(4) Corresponde a una exposición en European Investment Bank.

Fuente: Banco Central de Chile.

Anexo C: Principales medidas del Banco Central de Chile durante el 2011

Enero

3 El Consejo del Banco Central de Chile (BCCCh) decidió intervenir en el mercado cambiario para fortalecer la posición de liquidez internacional, con el objeto de incrementar sus reservas internacionales hasta un nivel compatible con los valores observados en economías similares a la chilena, y suavizar los efectos del ajuste cambiario a que estaba expuesta la economía nacional. El incremento de las reservas internacionales se determinó en la suma de US\$12.000 millones, mediante la compra periódica de divisas, a partir del 5 de enero y hasta fines de diciembre del 2011, fijándose en esa oportunidad las condiciones correspondientes al período comprendido entre el 5 de enero y el 9 de febrero, inclusive. Se determinó que los efectos monetarios de esta medida debían compensarse con el fin de mantener una provisión de liquidez en pesos en el mercado coherente con la tasa de política monetaria, a través de su esterilización mediante la emisión de una combinación de instrumentos de liquidez de corto plazo y de deuda de largo plazo.

Al adoptar la referida medida, el Consejo dejó constancia que la acumulación de reservas internacionales conllevaba costos financieros relevantes, asociados al diferencial entre el retorno de las inversiones y el costo de su financiamiento. Del mismo modo, se precisó que el nivel propuesto de las reservas internacionales era coherente con la sustentabilidad financiera de largo plazo del Banco Central de Chile, aunque las holguras son limitadas.

Por otra parte, el Consejo reiteró su compromiso con el esquema de conducción de la política monetaria, basado en una meta inflacionaria y flotación cambiaria, ya que dada la volatilidad externa observada, la economía chilena puede enfrentar cambios significativos en las condiciones financieras externas y en sus términos de intercambio, de modo que la flexibilidad cambiaria es un ingrediente esencial para la estabilidad macroeconómica y financiera; evitando, con ello, los costos indeseados que puede tener la adopción de esquemas cambiarios rígidos, en materia de volatilidad del crecimiento, crédito, tasas de interés e inflación.

Las bases de licitación aplicables al programa de compras de divisas fueron comunicadas mediante Carta Circular a Bancos N° 532, el 4 de enero de 2011.

4 El Consejo del Banco Central de Chile informó que, en su sesión especial del lunes 3 de enero, aprobó el programa anual de licitaciones contemplado para el 2011. Este programa consideró la renovación habitual de deuda que vence durante el presente año, por un monto de US\$1.000 millones, así como la esterilización monetaria del programa de compras de divisas previamente anunciado, por US\$12.000 millones adicionales.

El detalle de los montos de bonos a emitir desde febrero a diciembre es el siguiente:

- a) Bono en pesos a 2 años plazo (BCP-2): 230 mil millones de pesos.
- b) Bono en pesos a 5 años plazo (BCP-5): 700 mil millones de pesos.
- c) Bono en pesos a 10 años plazo (BCP-10): 470 mil millones de pesos.
- d) Bono en UF a 2 años plazo (BCU-2): 22 millones de UF.
- e) Bono en UF a 5 años plazo (BCU-5): 55 millones de UF.
- f) Bono en UF a 10 años plazo (BCU-10): 44 millones de UF.
- g) Bono en UF a 20 años plazo (BCU-20): 28 millones de UF.
- h) Bono en UF a 30 años plazo (BCU-30): 28 millones de UF.

Además, se dejó constancia que estos bonos serían emitidos acogiéndose a lo dispuesto en el artículo 104 de la Ley de Impuesto a la Renta.

Asimismo, se explicitó que este programa de licitaciones podría estar sujeto a modificaciones en caso de que hubiere cambios significativos en las condiciones de mercado.

Mediante Acuerdo N°1583-01-101230, publicado en el Diario Oficial del 5 de enero de 2011, el Consejo del Banco Central de Chile autorizó el uso de los diseños del circulante legal chileno, atendida la potestad emisora que le confiere su Ley Orgánica Constitucional (LOC) y en su condición de titular del derecho de autor que recae sobre los señalados diseños, para efectos de su utilización o difusión pública en reproducciones parciales que se ajusten a los términos y condiciones generales previstos en la mencionada autorización, y los demás requisitos que se establecen en su Reglamento Operativo dictado el 18 de enero de 2011.

La autorización que se otorga comprende la utilización o difusión pública que se efectúe de las ilustraciones o imágenes

de los referidos diseños, en tanto la misma tenga lugar para fines exclusivamente educativos, vinculados con programas de enseñanza establecidos por el Ministerio de Educación; o cuando el referido uso proceda en relación con actividades estrictamente relacionadas con la consecución de objetivos de difusión cultural o informativa de las características del circulante legal chileno, incluido en ellos el cumplimiento de propósitos institucionales propios de los Órganos del Estado y, en su caso, el logro de fines propios de entidades de beneficencia pública.

Para efectos de la autorización indicada, se excluyen de su ámbito, las reproducciones totales o parciales de billetes de curso legal que se efectúen con fines publicitarios o de propaganda comercial, sancionadas por el Decreto Ley N°726, de 1925, lo que comprende cualquier forma de reproducción que utilice las imágenes de dichos billetes en artículos destinados a la venta o *souvenirs*. Del mismo modo, se exceptúan las reproducciones que puedan inducir a error al ser confundidas con un billete o moneda auténtica, lo cual es sin perjuicio de las sanciones penales previstas en la legislación en relación con su falsificación; y aquellas que se inserten en un contexto ofensivo o que pueda producir descrédito o menoscabo de la imagen o confianza en el circulante legal; o, cuando el contexto o finalidad que se otorgue a las reproducciones contravenga el orden público, la moral o los intereses del Estado.

10 Por Acuerdo de Consejo N°1585-03-110106, se autorizó a IM Trust S.A. Corredores de Bolsa para operar en el Mercado Cambiario Formal, en carácter de Entidad no bancaria integrante del referido mercado regulado para efectos cambiarios, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 41 de la legislación que rige al Banco; y el Capítulo III del Compendio de Normas de Cambios Internacionales.

13 Por Acuerdo de Consejo N°1586-02-110113, el BCCh aceptó la Agencia Fiscal encomendada mediante el Decreto Supremo N°1.602, del 23 de diciembre de 2010, del Ministerio de Hacienda, publicado en el Diario Oficial el 11 de enero de 2011, para representar y actuar en nombre y por cuenta del Fisco en la colocación y administración de los bonos que serán emitidos por la Tesorería General de la República, así como la reapertura de series de bonos ya emitidas por esta; y el servicio de los mismos en sus correspondientes fechas de vencimiento.

20 Se publicó en el Diario Oficial el Reglamento Operativo para la aplicación del Acuerdo N°1583-01-101230, que estableció los criterios generales de autorización para el uso de los diseños del circulante legal chileno otorgado por el Banco en su carácter de titular del derecho de autor sobre los mismos, para efectos de su utilización pública.

Febrero

17 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del BCCh acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, hasta 3,5% anual.

24 Por Acuerdo N°1593E-01-110224, publicado en el Diario Oficial el 28 de febrero de 2011, el Consejo del BCCh aceptó las modificaciones de las Directrices de Ejecución impartidas por el señor Ministro de Hacienda por Oficio N°215 del 23 de febrero de 2011, en lo concerniente a la retribución anual a la que tendrá derecho el Instituto Emisor en el desempeño de la Agencia Fiscal, establecida en la Ley sobre Responsabilidad Fiscal, relacionada con la administración de los recursos del Fondo de Estabilización Económica y Social y del Fondo de Reserva de Pensiones.

Marzo

10 Por Acuerdo N°1595-01-110310, publicado en el Diario Oficial del 11 de marzo de 2011, en uso de sus facultades en materia cambiaria previstas en el inciso final del artículo 42 de la LOC y teniendo presente la orientación general de política económica del Gobierno, el Consejo acordó modificar el Acuerdo N°1282-02-060727, con el objeto de ampliar a partir del 1 de abril de 2011, la autorización a emisores extranjeros para emitir en el mercado de valores local bonos pagaderos en pesos, moneda corriente nacional, expresados en dicha moneda o en algún sistema de reajuste, siempre que, tratándose de entidades no domiciliadas o residentes en el país que formen parte del sector corporativo, dichos emisores y los títulos que emitan, se encuentren inscritos en el Registro de Valores que establece el Título II de la Ley N°18.045 de Mercado de Valores.

Con anterioridad, solo podían emitir estos instrumentos aquellos emisores corporativos que pudieran transar sus valores en bolsas autorizadas por la Comisión Clasificadora de Riesgo.

La ampliación señalada permite la emisión de estos bonos pagaderos en pesos, así como su adquisición por personas domiciliadas o residentes en Chile, en la medida que los referidos emisores, satisfagan los siguientes criterios:

a) Estén constituidos en Jurisdicciones o Estados extranjeros miembros del Grupo de Acción Financiera Internacional (GAFI) o de alguna organización intergubernamental de base regional equivalente, tales como Grupo de Acción Financiera de Sudamérica (GAFISUD), y que no estén considerados como países o territorios no cooperantes por esos organismos y siempre que tampoco figuren en la nómina de “países o territorios considerados como paraísos fiscales o regímenes fiscales preferenciales nocivos”, elaborada periódicamente por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE).

b) Se encuentren constituidos en países cuya deuda soberana cuente con al menos tres clasificaciones de riesgo efectuadas por entidades que cumplan los requisitos que el Acuerdo N°1595-01 establece, ii) sean miembros del GAFI o de alguna organización intergubernamental de base regional equivalente, y iii) no estén calificados como territorios no cooperativos en materia de lavado de dinero y financiamiento de terrorismo por el GAFI o como paraísos fiscales o regímenes fiscales preferenciales nocivos por la OCDE.

La señalada autorización cambiaria se confiere también respecto de emisores que correspondan a organizaciones internacionales o supranacionales, en que al menos dos tercios de sus estados miembros cumplan, en su totalidad, con lo dispuesto en las letras a) y b) del párrafo anterior; y, en tanto, no se encuentren eximidas del requisito de inscripción del emisor correspondiente, previsto en relación con el Registro de Valores antedicho.

En todo caso, la autorización citada considera también que los títulos de deuda que se emitan en el mercado local por entidades del sector corporativo o por las referidas organizaciones internacionales o supranacionales, cuenten, al menos, con una clasificación de riesgo internacional o, en su defecto, que dicha clasificación sea practicada por dos entidades clasificadoras de riesgo regidas por la Ley N°18.045.

La autorización se extiende además a los estados extranjeros, y organizaciones internacionales o supranacionales, que cumplan con los requisitos establecidos de conformidad con la legislación de mercado de valores doméstica, para emitir y colocar estos bonos en el mercado local, siempre que estos se encuentren inscritos en el referido Registro de Valores y, por otra parte, dichos emisores se encuentren eximidos por la autoridad fiscalizadora competente de la obligación de inscribirse en dicho Registro. En todo caso, los emisores que correspondan a las mencionadas organizaciones, deberán cumplir con los requisitos indicados en las letras a) y b) anteriores, además de cumplir con la exigencia de disponer de al menos tres clasificaciones de riesgo, en los términos del Acuerdo citado.

El Acuerdo en cuestión, establece en su numeral 3 requisitos de información referidos a las colocaciones de bonos que se efectúen, aplicables a los respectivos emisores extranjeros; del mismo modo que a los inversionistas institucionales que los adquieran.

Por último, se dejó expresa constancia que las operaciones de cambios internacionales que realicen o ejecuten los emisores y que tengan su origen o causa en la colocación, el servicio de los bonos, o, en los recursos obtenidos con motivo de las inversiones, aportes de capital, créditos o depósitos, efectuados u otorgados por los emisores extranjeros, así como las realizadas por los adquirentes de dichos títulos, se regirán

por las disposiciones cambiarias que se encuentren vigentes en la fecha de realización de la respectiva operación de cambios internacionales.

17 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del BCCh acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, hasta 4,0% anual.

21 De conformidad con lo resuelto por Acuerdo N°1597E, adoptado en Sesión Extraordinaria de Consejo celebrada el 21 de marzo de 2011, el BCCh comunicó que de acuerdo con las facultades que le confiere el artículo 31 letra b) de la Ley N°19.396 sobre nuevo tratamiento de la Obligación Subordinada, optó por recibir, en su carácter de acreedor de dicha obligación, en efectivo el pago del porcentaje de las utilidades del ejercicio anual 2010 del Banco de Chile que le corresponden por concepto de la obligación subordinada. En razón de lo anterior el Banco de Chile debe transferir al BCCh, en la oportunidad correspondiente, el pago de la cuota anual por la suma de \$122.377 millones aproximadamente, correspondiente al 35,33% de las utilidades obtenidas por esa empresa bancaria durante el ejercicio del 2010.

24 Por Acuerdo de Consejo N°1598-02-110324, publicado en el Diario Oficial del 28 de marzo de 2011, el BCCh modificó el Anexo N°1 del Capítulo IV.B.8 del Compendio de Normas Financieras, con el objeto de incorporar a la Sociedad Administradora de Fondos de Cesantía, regida por la Ley N°19.728, entre las instituciones autorizadas para operar en el mercado primario de instrumentos de deuda emitidos por el BCCh.

Abril

12 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del BCCh acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, hasta 4,5% anual.

21 Por Acuerdo de Consejo N°1604-01-110421, el BCCh aceptó la Agencia Fiscal encomendada mediante Decreto Supremo N°19, del Ministerio de Hacienda, del 10 de enero de 2011, para representar y actuar en nombre y por cuenta del Fisco en la administración del Fondo de Contingencia Estratégica (FCE), de acuerdo con las funciones señaladas en el Decreto de Agencia Fiscal FCE y las instrucciones específicas impartidas en las Directrices de Ejecución propuestas en los Oficios N°s435 y 437 de esa misma Secretaría de Estado, ambos del 12 de abril de 2011.

21 Por Acuerdo de Consejo N°1604-02-110421 el Consejo del BCCh aceptó nuevas Directrices de Ejecución impartidas por el señor Ministro de Hacienda por Oficios N°432 y 433, ambas del 12 de abril de 2011, relacionados con la administración de los recursos del Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES) y del Fondo de Reserva de Pensiones (FRP), las que

contemplan un estilo de administración pasivo para los fondos soberanos. Asimismo, por intermedio del mismo acuerdo, el Consejo del BCCh aceptó retomar el proceso de selección de administradores externos de parte de los recursos del FRP, conforme a la solicitud del Ministerio de Hacienda impartida mediante Oficio N°436 del 12 de abril de 2011.

Mayo

12 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del BCCh acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, hasta 5,0% anual.

13 Por Acuerdo N°1609E, adoptado en Sesión Especial de Consejo celebrada el 13 de mayo de 2011, en los términos del artículo 30 de la Ley 19.396, el BCCh fijó el precio de mercado aplicable para la enajenación de las opciones correspondientes a los derechos de suscripción preferente que serán ofrecidas por el Banco de Chile, correspondiente a las acciones de que es titular la empresa SAOS S.A., prendadas al Banco Central de Chile en garantía del pago de la obligación subordinada.

La suscripción de las acciones de pago a que se refieren las opciones señaladas, corresponden al aumento de capital mediante la emisión de acciones de pago, acordado en Junta Extraordinaria de Accionistas del Banco de Chile del 20 de enero de 2011.

Junio

9 Por Acuerdo N°1615-01-110609, el Consejo renovó la designación del señor Luis Bates Hidalgo en carácter de miembro integrante del Comité de Auditoría y Cumplimiento del Banco Central de Chile, por el período de tres años, Asimismo, fue nombrado Presidente del referido Comité por el mismo período.

14 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del BCCh acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, hasta 5,25% anual.

16 Por Acuerdo N°1617E, adoptado en Sesión Especial de Consejo celebrada el 16 de junio de 2011, el BCCh comunicó la decisión de vender en la Bolsa de Valores las opciones remanentes correspondientes a los derechos de suscripción de acciones provenientes del aumento de capital adoptado en Junta Extraordinaria de Accionistas del Banco de Chile el 20 de enero de 2011, y que no fueron adquiridas en el período de oferta preferente especial.

Las referidas opciones de suscripción corresponden a las acciones del Banco de Chile de que es titular SAOS S.A., prendadas al Banco Central de Chile en garantía del pago de la obligación subordinada.

24 El BCCh informó que, a partir del 7 de julio de 2011, la Encuesta a Operadores Financieros (EOF), incorporará una consulta de expectativas de Tasa de Política Monetaria (TPM) de tres meses en adelante, en reemplazo de la consulta similar de dieciocho meses.

24 Por Acuerdo N°1619E-01-110624, el BCCH comunicó la decisión de adjudicar el remanente de opciones de suscripción de acciones de pago del Banco de Chile de que es titular SAOS S.A., conforme a las condiciones de enajenación bursátil establecidas en el Acuerdo N°1617E-01-110616, en los términos previstos en la letra b) del artículo 30 de la Ley 19.396.

Julio

4 Se publicaron en el Diario Oficial los Acuerdos N°s.1602E-01-110412 y 1621-01-110630, que contienen las disposiciones para el canje de billetes chilenos deteriorados inutilizados por el uso de tecnologías disuasivas, provenientes de cajeros automáticos de empresas bancarias y de servicios de seguridad ofrecidos por empresas de transporte de valores. Para estos efectos, se resolvió reemplazar el Acuerdo N°1432-03, del 28 de agosto de 2008, que era aplicable a las empresas de transporte de valores.

En la adopción de los citados Acuerdos, se tuvo especialmente presente la iniciativa informada al Banco por el Ministerio del Interior y Seguridad Pública, en orden a exigir el uso de tecnología de entintado de billetes en cajeros automáticos de empresas bancarias que determine, en carácter de mecanismo de seguridad disuasivo destinado a disminuir las acciones delictivas que inciden en la sustracción de dinero efectivo desde estos dispositivos.

13 El Banco Central de Chile aprobó el Reglamento Operativo para la implementación de los Acuerdos antedichos en materia de canje de billetes chilenos deteriorados por el uso de tecnologías disuasivas, provenientes de cajeros automáticos de empresas bancarias y de servicios de seguridad ofrecidos por empresas de transporte de valores. El referido Reglamento fue publicado en el Diario Oficial el 18 de julio de 2011.

28 Por Acuerdo N°1625-05-110728, el Consejo modificó la información de cuentas nacionales proporcionada por el Banco Central de Chile, en materia de cuentas institucionales, de conformidad con lo previsto por el artículo 53 de la LOC. Con este propósito, se reemplazó la Sección III sobre Actividad Económica y Gasto contenida en el Anexo del Acuerdo N°1493-02-090806, publicado en el Diario Oficial del 11 de agosto de 2009, y su rectificación publicada en el Diario Oficial el 13 de agosto de 2009.

Agosto

18 Por Acuerdo de Consejo N°1628-02-110818, se determinó aceptar las modificaciones comunicadas por el Ministerio de Hacienda, mediante Oficio N°990, del 22 de julio de 2011, respecto de las Directrices de Ejecución del Fondo de Contingencia Estratégica (FCE). Tales modificaciones, que se relacionan con la administración del FCE, tienen por objeto uniformar la redacción de las Directrices de todos los fondos fiscales administrados por el BCCh en su calidad de Agente Fiscal, en lo concerniente a permitir la transferencia directa a las cuentas corrientes abiertas a nombre del Fisco de Chile en los bancos corresponsales respectivos, cuando, por error, los bancos depositarios elegibles hubieren abonado dichos recursos en otras cuentas corrientes mantenidas por el BCCh en esos mismos bancos.

Además, se aceptaron las directrices que autorizan al agente fiscal para deducir de los recursos fiscales administrados los pagos a terceros que procedan, por concepto de servicios prestados u otros conceptos relacionados con la administración financiera del FCE, hasta por 0,03% de los recursos

administrados, sujeto a la respectiva rendición de cuentas; y las que modifican la lista de personas designadas para interactuar con el agente fiscal, para los fines que se señalan en el mencionado Oficio.

18 Por Acuerdo de Consejo N°1628-03-110818, se determinó aceptar las modificaciones comunicadas por el Ministro de Hacienda, mediante Oficio N°1051, del 8 de agosto de 2011, respecto de las Directrices de Ejecución del Fondo de Reserva de Pensiones (FRP) y del Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES) contenidas en los Oficios N°432 y 433 del Ministerio de Hacienda, respectivamente del 12 de agosto de 2011.

Los referidos cambios inciden en la adecuación de la materia antes indicada en relación al FCE, en cuanto a la transferencia directa de fondos a las cuentas corrientes abiertas a nombre del Fisco de Chile en los bancos corresponsales respectivos; y en cuanto a la posibilidad de mantención transitoria de los nuevos aportes que se efectúen a los fondos señalados, a título de administración de liquidez, en los activos que se indica, para esta finalidad, en las directrices.

Índice de tablas y gráficos

Tablas

Supuestos del escenario base internacional	8
Crecimiento económico y cuenta corriente	8
Inflación	9
I.1: Crecimiento mundial	16
I.2: Inflación mundial	16
II.1: Expectativas para la TPM	20
II.2: Tasas de interés del sistema financiero por tipo de colocación	21
III.1: Producto interno bruto	23
III.2: Demanda agregada	23
IV.1: Indicadores de inflación	28
V.1: Supuestos del escenario base internacional	31
V.2: Crecimiento económico y cuenta corriente	32
V.3: Inflación	33
V.4: Principales supuestos del escenario internacional	35
V.5: Crecimiento económico y cuenta corriente para el 2011	36
V.6: Cambios en la proyección de inflación IPC promedio 2011	36
A.1: Balance del Banco Central: resumen de saldos y resultados	38
A.2: Flujos del balance del Banco Central de Chile	38
B.1: Estructura referencial del portafolio de inversiones de administración interna según tipo de riesgo y comparadores	39
B.2: Estructura de moneda, plazos y duración del portafolio referencial de administración interna	40
B.3: Retornos absolutos reservas internacionales, <i>benchmark</i> y retorno diferencial	40
B.4: Composición de las reservas internacionales	41

B.5: Portafolio de administración interna: inversiones por país y tipo de riesgo	41
B.6: Portafolio de administración interna: inversiones por moneda	42
B.7: Portafolio de administración externa: inversiones por país y tipo de riesgo	42

Gráficos

Proyección de inflación IPC	10
Proyección de inflación IPCX	10
I.1: Volatilidad en mercados bursátiles	13
I.2: Premios por riesgo soberano	13
I.3: Condiciones de liquidez en el mercado interbancario a tres meses	14
I.4: Tasas de interés de largo plazo de economías desarrolladas	14
I.5: Premios por riesgo en mercados emergentes	14
I.6: Bolsas mundiales	15
I.7: Paridades de monedas	15
I.8: Flujos netos de fondos de inversión hacia economías emergentes	15
I.9: Tasa de Política Monetaria efectiva y esperada en el mundo	16
I.10: VIX	17
I.11: Índice accionario MCSI mundial	17
I.12: Tasas de interés nominal a 10 años en EE.UU.	18
I.13: Precio del cobre BML	18
I.14: Precios de productos agrícolas	18
II.1: Tasas <i>swap</i>	19
II.2: TPM y expectativas	19
II.3: TPM y tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile	20
II.4: Tasas de interés en dólares y en pesos en el mercado local	20
II.5: Tasas TAB nominales a distintos plazos en el 2011	20
II.6: Tasas de interés de los bonos de largo plazo del sector privado según clasificación de riesgo	21
II.7: Encuesta de Crédito Bancario	21
II.8: Agregados monetarios	22
II.9: Tipo de cambio nominal	22
II.10: Tipo de cambio real	22
III.1: Producto interno bruto	23
III.2: Contribución al crecimiento anual del PIB	24
III.3: Ventas del comercio minorista y de autos nuevos	24
III.4: Índices de percepción de los consumidores	24
III.5: Empleo y tasa de desempleo	25
III.6: Salarios nominales	25

III.7: Importaciones de bienes de capital	25
III.8: Mercado inmobiliario en el Gran Santiago	26
III.9: Catastro de inversión en construcción e ingeniería	26
IV.1: Inflación IPC, IPCX e IPCX1	27
IV.2: Incidencias en la inflación anual del IPC	27
IV.3: Precio semanal de la gasolina	28
IV.4: Precios de los alimentos	28
IV.5: Precios de la carne en el mercado local y externo	28
IV.6: Distribución de alimentos en el IPCX1	29
IV.7: Índice de valor unitario de las importaciones de bienes de consumo	29
IV.8: Margen de explotación del comercio	29
IV.9: Expectativas de inflación	30
V.1: Crecimiento de socios comerciales	31
V.2: Términos de intercambio	32
V.3: Proyección de inflación IPC	32
V.4: Incidencias en la inflación anual del IPC	33
V.5: Escenarios de crecimiento del PIB trimestral	34
V.6: Proyección de inflación IPC	34
V.7: Proyección de inflación IPCX	34
V.8: Tasa de Política Monetaria	36
B.1: Reservas internacionales	40
B.2: Índice de <i>rating</i> bancario	41

Glosario

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

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

Corporate Emerging Market Bond Index (CEMBI): Indicador de riesgo corporativo, elaborado por JP Morgan Chase. Corresponde a la diferencia entre la tasa de interés que pagan los bonos denominados en dólares, emitidos por bancos y empresas en economías emergentes, y la tasa de interés de 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 2011). Las proyecciones de crecimiento mundial para el período 2011-2013 se calculan a partir de una muestra de países que representan 85% del PIB mundial. Para el 15% restante se considera un crecimiento promedio de 4,6% para el período 2011-2013 (WEO update, junio 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 (WEO, abril 2011). Los países considerados en la muestra representan 88% del PIB mundial. Para el 12% restante se considera un crecimiento promedio de 3,2% para el período 2011-2013.

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 Chase. Corresponde a la diferencia entre la tasa de interés que pagan los bonos denominados en dólares, emitidos por el Gobierno y empresas públicas en economías emergentes, y la tasa de interés de los bonos del Tesoro de Estados Unidos, que se consideran libres de riesgo.

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

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

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

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

IPE-5: IPE considerando los índices de precios de Canadá, Estados Unidos, Eurozona, Japón y Reino Unido.

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.

IEMX: 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 FP en ahorro voluntario, menos lo que los fondos mutuos y FP tienen invertido en los activos que componen M3.

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

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

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

PIB RRNN: Recursos naturales. Corresponde a los sectores de electricidad, gas y agua (EGA), minería y pesca.

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

Swap: Contrato de derivados entre dos partes, quienes realizan un intercambio de flujos en fechas futuras. Uno de los contratos de *swap* más comunes es el de tasa de interés, en el cual se intercambian flujos definidos a una tasa fija, establecida al momento de realizar el contrato, por flujos definidos a una tasa variable.

TAB: Tasa de interés referencial calculada por la ABIF. Pretende reflejar el costo de fondos de las instituciones financieras, calculando dicho costo sobre la base de las tasas marginales de captación y de los demás factores que incidan en él, tales como el encaje, sin incluir los gastos de administración asociados a la gestión de los pasivos ni de ningún otro tipo.

TCM: Tipo de cambio multilateral. Representa una medida del valor nominal del peso respecto de una canasta amplia de monedas, ponderadas igual que en el TCR. Para el 2011: Alemania, Argentina, Bélgica, Brasil, Canadá, China, Colombia, España, Estados Unidos, Francia, Holanda, Italia, Japón, México, Paraguay, Perú, Reino Unido, República de Corea, Suiza y Tailandia.

TCM-X: TCM que excluye el dólar estadounidense.

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

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.

VIX: Índice de volatilidad accionaria, elaborado en base a contratos de opciones sobre el índice S&P 500.

VSTOXX: Índice de volatilidad accionaria, elaborado en base a contratos de opciones sobre el índice Euro Stoxx 50.

Abreviaciones

BCP: Bonos del BCCh en pesos

BCU: Bonos de BCCh reajustables en UF

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

IVUM: Índice de valor unitario de importaciones

TPM: Tasa de política monetaria

Referencias bibliográficas

- Banco Central de Chile. *Informe de Política Monetaria*. Varios números.
- Barclays Capital. 2011. *Global Economics Weekly*. Agosto.
- Consensus Forecasts. 2011. *A Digest of International Forecast*. Varios números.
- Deutsche Bank. 2011a. *Asia Economics Monthly*. Agosto.
- Deutsche Bank. 2011b. *Dollar Bloc Weekly*. Agosto.
- Deutsche Bank. 2011c. *Emerging Markets Monthly*. Agosto.
- Deutsche Bank. 2011d. *Focus Europe*. Agosto.
- Deutsche Bank. 2011e. *Global Economic Perspectives*. Agosto.
- Fondo Monetario Internacional. 2011a. *World Economic Outlook*. Abril.
- Fondo Monetario Internacional. 2011b. *World Economic Outlook Update*. Junio.
- Food and Agriculture Organization. 2011. *FAO Food Price Index*. Julio.
- JP Morgan Chase. 2011. *Global Data Watch*. Agosto.
- Ricaurte, M. 2011. “Indicadores de Mercado Laboral para la Comparación de las Crisis Asiática y Financiera Internacional”. *Documento preliminar*. Banco Central de Chile. Junio.

Juan Esteban Laval Z.
Representante Legal

BANCO CENTRAL DE CHILE
Gerencia de Asuntos Institucionales
Departamento de Publicaciones
SEPTIEMBRE 2011

ISSN: 0716-2219
Edición de 1.750 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

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



**BANCO CENTRAL
DE CHILE**

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA SEPTIEMBRE 2011