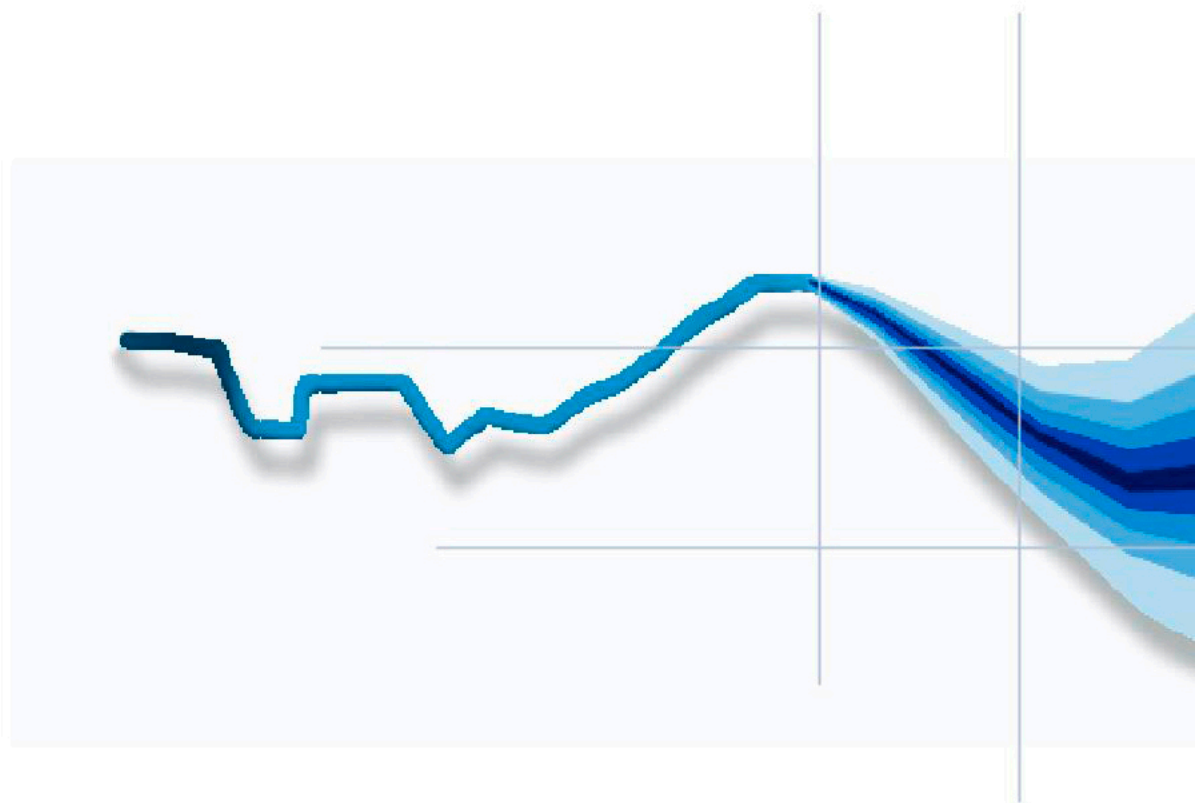


2010
SEPTIEMBRE

IPoM 2010

Informe de Política Monetaria



BANCO CENTRAL DE CHILE

Informe de Política Monetaria

SEPTIEMBRE 2010



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	33
Índice de tablas y gráficos	48
Glosario y abreviaciones	51
Referencias bibliográficas	52
Recuadros	
Dinámica de la recuperación mundial y desbalances globales	17
Precios de alimentos en el mundo	31
Cambios en el escenario base de proyección durante el último año	37
Anexos	
Balance del Banco Central de Chile	39
Administración de las reservas internacionales	42
Principales medidas del Banco Central de Chile durante el 2010	45

^{*/} El cierre estadístico del *Informe de Política Monetaria* fue el 3 de septiembre de 2010.

Prefacio

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

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

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

Este IPoM fue aprobado en sesión del Consejo del 6 de septiembre de 2010 para presentarse ante el Senado el 8 de septiembre de 2010.

El Consejo

Resumen

En un contexto de creciente incertidumbre sobre el desempeño de la economía global, en Chile la actividad ha seguido mostrando importantes tasas de expansión, se han reducido las holguras de capacidad más pronto que lo previsto en el último Informe de Política Monetaria (IPoM) y ha continuado la recuperación de los daños provocados por el terremoto y maremoto del 27 de febrero (27-F). A su vez, la inflación ha vuelto al rango de tolerancia y se encamina a registros en torno a 3% en los próximos meses. En el ámbito externo, las noticias más recientes han aumentado la incertidumbre sobre el ritmo de crecimiento global. La volatilidad de los mercados financieros, aunque menor que la observada en el segundo trimestre, sigue siendo elevada. En este contexto, el Consejo ha ajustado gradualmente la política monetaria, para asegurar que la inflación se ubique en torno a 3% en el horizonte de política. El proceso de normalización de la tasa de política monetaria (TPM) comenzó en junio y continuó en las reuniones de julio y agosto —con un incremento de 50 puntos base en cada ocasión— con lo cual se ha llevado la TPM a 2% anual.

El primer cierre de las Cuentas Nacionales del segundo trimestre arrojó que el PIB creció 6,5% anual. En términos de velocidad, el segundo cuarto del año cerró con una variación trimestre a trimestre anualizada cercana a 20%. La demanda interna también tuvo un incremento mayor que lo previsto, principalmente por un mayor consumo privado y un importante repunte de la inversión, tanto en su componente formación bruta de capital fijo como por la acumulación de inventarios. El dinamismo de la demanda interna y de la actividad ha respondido a factores tanto temporales como más persistentes. Entre los primeros, destaca evidentemente la reposición inmediata de los daños producidos por el 27-F. A esto se suma la reversión de la fuerte contracción de la demanda interna durante el 2009, asociada a los elevados niveles de incertidumbre de ese entonces. Los elementos anteriores redundaron en un abultamiento en la acumulación de existencias, las compras de bienes durables y la inversión en maquinaria y equipos durante el segundo trimestre.

Entre los fenómenos más persistentes que están impulsando la demanda y la actividad se cuenta el efecto estimulativo aún relevante de la política monetaria, en un entorno donde los balances de los agentes no sufrieron daños duraderos por la crisis o el 27-F. Las condiciones financieras internas se han seguido normalizando, lo que se aprecia en la expansión de las colocaciones, en tasas de interés que siguen en niveles bajos y en condiciones de acceso al crédito que, de acuerdo con diversas fuentes de información, han continuado flexibilizándose. Se suma el favorable desempeño del mercado laboral y las expectativas de consumidores y empresas que se ubican en la zona optimista o cerca de sus valores neutrales.

Supuestos del escenario base internacional

	2009	2010 (f)	2011 (f)	2012 (f)
(variación anual, porcentaje)				
Términos de intercambio	4,1	15,0	-4,3	0,5
PIB socios comerciales (*)	-0,2	4,4	3,5	4,6
PIB mundial PPC (*)	-0,6	4,3	3,8	4,7
PIB mundial a TC de mercado (*)	-2,0	3,3	2,9	3,9
Precios externos (en US\$)	-6,2	4,6	2,3	4,7
(niveles)				
Precio del cobre BML (US\$/lb)	234	320	290	290
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	62	77	79	82
Precio paridad de la gasolina (US\$/m3) (*)	474	580	595	616
Libor US\$ (nominal, 90 días, %)	0,7	0,4	0,5	1,5

(*) Para definición, ver Glosario.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Crecimiento económico y cuenta corriente

	2008	2009	2010 (f)	2011 (f)
(variación anual, porcentaje)				
PIB	3,7	-1,5	5,0 - 5,5	5,5 - 6,5
Ingreso nacional	4,1	-1,2	11,7	5,2
Demanda interna	7,6	-5,9	16,1	6,2
Demanda interna (sin variación de existencias)	7,5	-2,8	11,3	7,4
Formación bruta de capital fijo	18,6	-15,3	21,2	13,6
Consumo total	4,0	1,8	8,3	5,3
Exportaciones de bienes y servicios	3,1	-5,6	-0,3	6,1
Importaciones de bienes y servicios	12,2	-14,3	26,3	6,4
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,5	2,6	-1,1	-2,5
(millones de dólares)				
Cuenta corriente	-2.513	4.217	-2.200	-5.700
Balanza comercial	8.848	13.982	10.400	7.600
Exportaciones	66.464	53.735	64.300	66.400
Importaciones	-57.617	-39.754	-53.900	-58.800
Servicios	-871	-1.074	-1.300	-1.400
Renta	-13.423	-10.306	-14.900	-14.900
Transferencias corrientes	2.934	1.616	3.600	3.000

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

La inflación del IPC e IPCX han evolucionado en líneas gruesas de acuerdo a lo previsto en junio. No obstante, la medida subyacente del IPCX1 siguió con variaciones mes a mes bajas, ubicándose por debajo de las tendencias previstas. El IPC ha tenido una trayectoria creciente, donde las alzas se han vinculado mayoritariamente al incremento del precio de los alimentos, tarifas del transporte público y gasto financiero, mientras que los descensos del IPCX1 están estrechamente ligados a la evolución del precio del vestuario.

En el plano externo, los débiles indicadores de actividad y mercado laboral en EE.UU. conocidos en el último tiempo han aumentado la preocupación por las perspectivas de una lenta recuperación de esta economía. Las proyecciones de crecimiento mundial se mantienen para el 2010, básicamente por cifras efectivas mejores a las anticipadas en el primer semestre, pues la información más reciente apunta a que la segunda mitad del año será más débil. La composición entre regiones ha cambiado, con un mayor protagonismo de las emergentes. En las principales economías desarrolladas, la actividad industrial se ha desacelerado. Hasta ahora, las proyecciones del consenso de mercado no incorporan este escenario en su totalidad, aunque los precios de los activos financieros tienen implícito un menor crecimiento para EE.UU. y perspectivas de dilatación de la normalización de la política monetaria. Lo anterior ha llevado al Consejo a considerar como escenario base para el crecimiento global una expansión, para el 2010 y el 2011, nuevamente inferior a la del consenso de mercado.

La evolución de la inflación mundial también refleja la incertidumbre respecto de la marcha del crecimiento global. Los registros de inflación siguen siendo inferiores a las metas planteadas y con correcciones a la baja en las proyecciones.

En los mercados financieros internacionales, los riesgos asociados a la situación fiscal y financiera en Europa se han vuelto menos inminentes, lo que se aprecia en las primas por riesgo del sector bancario y algunos indicadores de liquidez en los mercados monetarios. Con todo, se mantiene la incertidumbre, vinculada con riesgos de un debilitamiento adicional de la actividad en el mundo desarrollado, llevando a que las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos, Zona Euro y Japón cayeran desde junio, alcanzando niveles similares o incluso por debajo de los mínimos de fines del 2008.

Tomando en consideración el conjunto de antecedentes mencionados, el Consejo estima que durante este año el PIB tendrá un crecimiento de entre 5,0 y 5,5%, mientras el 2011 crecerá entre 5,5 y 6,5%. El rango para este año es superior al previsto en junio y se fundamenta tanto en datos efectivos mayores para el primer semestre como en un mayor dinamismo de la demanda y la actividad en las cifras disponibles para el tercer trimestre. Se espera que, en la segunda mitad del año, la actividad aumentará a tasas trimestre a trimestre anualizadas menores a las observadas en trimestres recientes, pero aún superiores al crecimiento de tendencia. Ello continuará en la primera mitad del 2011, provocando un cierre de las holguras de capacidad durante el primer semestre de dicho año, antes de lo previsto en el IPoM de junio. Desde el punto de vista de la política fiscal, el escenario base de este IPoM considera los anuncios realizados por la autoridad. Estos no conllevan modificaciones significativas para el impulso fiscal en los próximos años con respecto a lo considerado en junio.

Inflación

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

(f) Proyección.

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

Fuente: Banco Central de Chile.

La evolución de la actividad y la demanda determinará que la cuenta corriente sea de -1,1% del PIB este año. Este déficit se ampliará en el 2011. Medido a precios de tendencia, estas cifras son altas en una perspectiva histórica, reflejando los efectos transitorios de la reconstrucción post 27-F sobre la inversión y el ahorro.

Consideradas las distintas estimaciones y la información hasta ahora disponible, el Consejo estima que en el 2011, gracias al significativo repunte de la inversión, el crecimiento tendencial se ubicará en torno a 5,0%. Más allá del horizonte de proyección, el Consejo continúa estimando que el crecimiento tendencial de la economía se mantendrá cercano a 5,0%.

En el escenario base de este IPoM, no obstante el cierre más rápido de brechas, la inflación total tendrá una trayectoria similar a la prevista con anterioridad, pero la inflación subyacente será algo más acotada. Esta diferencia obedece, principalmente, a factores puntuales en ciertos precios y a la incidencia de menores presiones inflacionarias importadas (exceptuando alimentos). Se considera que tales presiones seguirán contenidas, en un contexto en que los precios de los productos básicos se mantendrán en torno a sus niveles actuales o mostrarán algunos descensos. La inflación en el mundo será menor en el 2011 respecto de lo previsto en junio y lo que se espera para este año.

Además, en la trayectoria de la inflación también tiene un rol la dinámica reciente y prevista para el tipo de cambio real (TCR). El peso se ha apreciado en términos nominales cerca de 7% desde el último IPoM, respondiendo en parte al comportamiento del dólar en los mercados internacionales. Para las proyecciones se utiliza como supuesto de trabajo que el TCR será similar a su nivel actual en el largo plazo, lo que es coherente con sus determinantes fundamentales a ese horizonte. Las menores presiones inflacionarias asociadas al fortalecimiento del peso indudablemente inciden en las perspectivas de inflación de este IPoM, compensando parcialmente el efecto del rápido cierre de holguras sobre los precios.

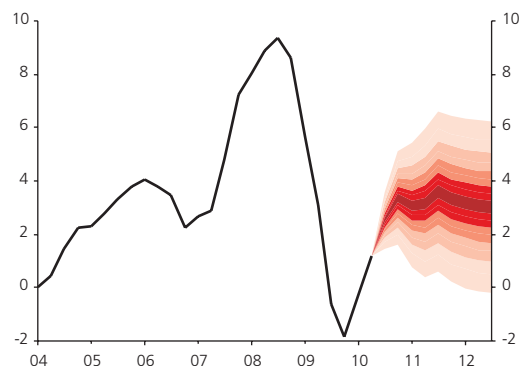
Adicionalmente, se prevé que las presiones inflacionarias provenientes del mercado laboral no tendrán cambios relevantes respecto de lo que hoy se observa.

Así, se proyecta que en lo que resta de este año la variación anual del IPC volverá a cifras del orden de 3% para luego ubicarse en la parte alta del rango de tolerancia de la meta de inflación durante algunos meses. Esta trayectoria de corto plazo está influida por efectos de una sola vez, los que al revertirse permitirán que la inflación oscile en torno a 3% durante todo el 2011 y hasta fines del horizonte de proyección relevante, en esta ocasión el tercer trimestre del 2012. La inflación anual del IPCX1 tendrá una convergencia más gradual hacia 3%, en gran parte porque los efectos de más corto plazo sobre la inflación se concentran en ítems que no están en el IPCX1.

Las expectativas de mercado respecto de la TPM anticipan que el retiro del estímulo monetario continuará en los próximos meses. En el escenario base de este IPoM el Consejo estima que proseguirá con el retiro del estímulo monetario a un ritmo que dependerá de la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas. Los riesgos en torno a este escenario

Proyección de inflación IPC (*)

(variación anual, porcentaje)

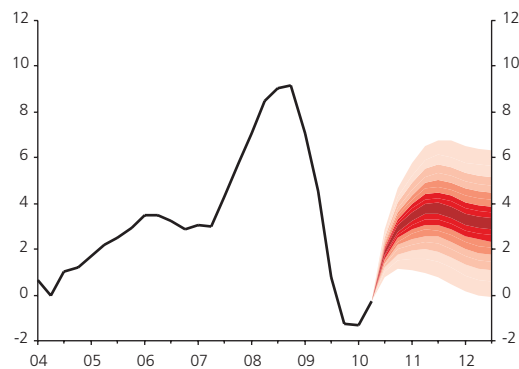


(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Consejo. El escenario base de proyección incorpora como supuesto metodológico que el ritmo de normalización de la TPM será similar al que se deduce de las diversas encuestas de expectativas.

Fuente: Banco Central de Chile.

Proyección de inflación IPCX (*)

(variación anual, porcentaje)



(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Consejo. El escenario base de proyección incorpora como supuesto metodológico que el ritmo de normalización de la TPM será similar al que se deduce de las diversas encuestas de expectativas.

Fuente: Banco Central de Chile.

base siguen siendo elevados y pueden requerir cursos de política alternativos. En efecto, el escenario aquí delineado está sujeto a diversos riesgos. Considerando que a junio la actividad y la demanda interna ya traían una velocidad mayor que la prevista, no puede descartarse que las holguras sigan cerrándose a un ritmo superior al contemplado en el escenario base. Tampoco puede descartarse que una mayor parte de ese dinamismo haya respondido a factores meramente transitorios, como aquellos asociados al 27-F, y que la actividad se desacelere antes que lo previsto.

En el contexto global varios riesgos siguen latentes. El crecimiento de Estados Unidos podría debilitarse más allá de lo previsto, con efectos en los mercados financieros —en particular reversiones en los índices bursátiles— y nuevas postergaciones del retiro de los estímulos monetarios. La situación fiscal en las economías desarrolladas —y en especial en algunos países de Europa— es aún un tema de preocupación, en particular, por sus efectos sobre la percepción de riesgos y el impacto que podría provocar en la recuperación de la actividad mundial. Además, las medidas adoptadas por China para acotar el crecimiento del crédito y evitar un sobrecalentamiento pueden inducir un menor dinamismo mundial y precios de materias primas más bajos. Como es habitual, la persistencia de los desbalances globales induce riesgos tanto sobre los movimientos de los flujos de capital entre distintas áreas económicas como en la evolución de las paridades entre las distintas monedas.

Las alzas observadas en los precios de algunos alimentos a nivel internacional, especialmente el trigo, plantea el riesgo de mayores precios internos, considerando el alto grado de traspaso de estos precios que ha mostrado la economía chilena.

La concreción de alguno de estos escenarios de riesgo tendrá resultados directos para el escenario de crecimiento e inflación previsto por el Consejo. Considerados los elementos descritos, el Consejo estima que el balance de riesgos para la inflación y la actividad está equilibrado.

Cabe destacar, que estas proyecciones incorporan como supuesto de trabajo que el ritmo de normalización de la TPM será similar al que se deduce de las diversas encuestas de expectativas.

El Consejo reitera que continuará utilizando sus políticas con flexibilidad para que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.

Decisiones de política monetaria en los últimos tres meses

Antecedentes: Reunión e IPoM de junio

Para la reunión de junio, luego de varios trimestres de normalización gradual, el entorno financiero internacional volvía a mostrar tensiones relevantes durante el segundo cuarto del 2010. La debilitada situación fiscal en algunos países de Europa afectó a otras economías y sistemas bancarios, lo que llevó a un significativo aumento de la volatilidad, en especial durante mayo. Los indicadores de que se disponía al cierre estadístico del IPoM de junio sugerían algún grado de estabilización. Ello, después de los anuncios de planes de ajuste fiscal y de medidas de apoyo de liquidez. Sin embargo, no se descartaban escenarios de mayores tensiones. Con todo, el escenario base del IPoM de junio, a diferencia de lo habitual, consideraba una expansión mundial para el 2011 que era del orden de medio punto porcentual menor que la que entregaba la visión de consenso actualizada. Ello respondía a la suma del efecto de los niveles de las turbulencias recientes, su persistencia por algunos trimestres más y el efecto de los ajustes fiscales en marcha en diversas economías.

En el plano local, la demanda interna seguía con un crecimiento vigoroso, impulsada por la formación bruta de capital fijo, pero también por un consumo muy dinámico. Los efectos del terremoto en la actividad habían sido superiores a lo esperado en el muy corto plazo, pero se habían revertido con fuerza. Considerados estos antecedentes, en el escenario base del IPoM de junio se preveía que en el 2010 el PIB crecería a una tasa anual de entre 4,0 y 5,0%. Este rango era levemente menor que el considerado en marzo, lo que respondía al menor crecimiento efectivo del primer trimestre. Aun cuando la economía estaba operando por debajo de su plena capacidad, el crecimiento previsto apuntaba a un cierre de las holguras de capacidad que finalizaría en el curso del 2011.

Las noticias de inflación no habían deparado grandes sorpresas, con lo que la inflación, con vaivenes, estaba en un proceso de convergencia a la meta. Los registros de inflación subyacente habían sido menores que los previstos, pero se esperaba que siguieran subiendo a lo largo del año, en línea con las proyecciones de agentes privados. En el escenario base, la inflación de fines del 2010 se ubicaría en la parte alta del rango

de tolerancia de la meta de inflación. Hacia el 2011 y 2012, la inflación anual del IPC oscilaría en torno a 3%, ubicándose en ese nivel a fines del horizonte de proyección relevante. La inflación subyacente tendría una convergencia más lenta hacia 3%, cifra que alcanzaría en el curso del 2011.

En este escenario, el Consejo estimaba que el logro de la meta de inflación en el horizonte de proyección requería de una normalización progresiva del significativo estímulo monetario del momento. Por ello, consideraba que, a un año plazo, el nivel de la Tasa de Política Monetaria (TPM) sería similar al que se deducía de las expectativas privadas y que, en el largo plazo, convergería a su nivel neutral.

El escenario base del IPoM de junio estaba sujeto a diversos riesgos. En el ámbito nacional, los mayores riesgos provenían del gasto interno, en particular por la posibilidad de que su dinamismo respondiera mayormente a las condiciones macroeconómicas estimulativas y no fuera el resultado de efectos transitorios, como se suponía en el escenario base del IPoM. Con ello, el cierre de las holguras se daría más rápido que lo previsto. En lo externo, el riesgo estaba asociado a que se diera un ambiente menos favorable, debido a que la debilitada situación fiscal y/o bancaria en Europa se podía intensificar o propagar a otras regiones. Su magnitud y efectos eran totalmente inciertos, pero potencialmente significativos. Además, tampoco podía descartarse una desaceleración relevante de la actividad económica en Estados Unidos.

De este modo, las opciones más plausibles para junio eran aumentar la TPM en 25 o en 50 puntos base (pb). Además, a diferencia de reuniones previas, las expectativas privadas contemplaban de forma casi unánime que en junio se incrementaría la TPM. La velocidad a la cual se iniciaría el proceso de normalización no era evidente. Existía el *tradeoff* de iniciar el proceso de manera gradual, pero con el riesgo de que fuera necesario acelerarlo en el futuro si el entorno inflacionario se tornaba más desafiante, versus un inicio más agresivo. Este último, con el riesgo de que se debiera moderar su ritmo si el entorno así lo requería. Esto planteaba evaluar el riesgo de reversiones de política. Este riesgo existía, pero principalmente en lo relativo a la velocidad y gradualidad del ritmo de normalización en el corto plazo y no a su

materialización. No era obvio si el costo de reversiones de política era mayor o menor en caso de iniciarse el proceso de alzas con un aumento de 25 o de 50pb, y tampoco que la información que se obtuviera en los próximos meses fuera más útil en una u otra dirección. Además, frente a escenarios financieros complejos que tensionaran los mercados monetarios, el principal instrumento no eran las acciones de política monetaria, sino medidas que enfrentaran directamente la iliquidez y la turbulencia en los mercados. Por lo demás, la política monetaria era altamente expansiva y el logro de la meta de inflación requería comenzar a reducir su expansividad en el corto plazo. En este contexto, el Consejo acordó aumentar la TPM en 50pb, hasta 1% anual.

Reuniones de julio y agosto

En la reunión de julio, la información coyuntural y sus implicancias para las perspectivas más inmediatas de la actividad y la demanda no eran materialmente muy distintas de lo considerado en el IPoM. El escenario internacional relevante para Chile no había cambiado mayormente. Destacaba la consolidación de las preocupaciones respecto de los escenarios de riesgo, en particular por la situación fiscal de algunas economías europeas y la debilidad de los sistemas bancarios. En lo interno, resaltaba la sorpresa que había constituido el elevado crecimiento del Imacec de mayo, lo que daba cuenta de un dinamismo importante, principalmente impulsado por la demanda interna. Sin embargo, los últimos datos mostraban también algunas señales de desaceleración acordes con lo anticipado, como se derivaba de las importaciones tanto de bienes de consumo como de bienes de capital, algunos indicadores de actividad comercial y medidas de expectativas. El empleo seguía mostrando fuertes tasas de incremento en doce meses, aunque en el margen tendía a estabilizarse. El dato de inflación de junio había sido algo inferior al previsto, lo que no se repitió en las medidas subyacentes. Cabía esperar que en los meses siguientes la inflación anual tuviese un alza dentro de niveles acotados, ubicándose en la parte alta del rango meta. En el sistema financiero local destacaba el incremento de las colocaciones, las que se habían estancado durante un período importante. En términos de opciones, la principal consideración era la estrategia de política monetaria contenida en el IPoM de junio y su coherencia con los antecedentes coyunturales. Esto llevaba a evaluar que la opción más plausible era incrementar la TPM en 50pb. Los riesgos de un escenario externo más débil seguían presentes, lo que hacía poco recomendable acelerar el ritmo de normalización de la política monetaria. Las noticias de actividad e inflación internas, así como los riesgos identificados en el IPoM de junio,

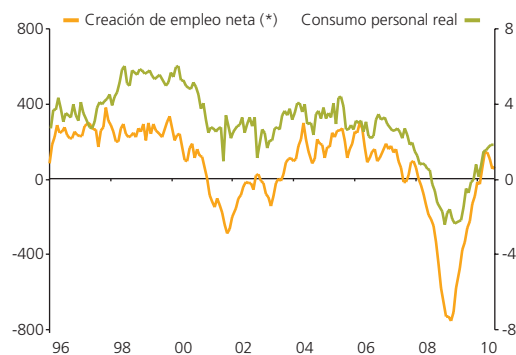
llevaban a descartar la posibilidad de reducir el ritmo al cual se estaba normalizando la política monetaria. En consecuencia, el Consejo acordó aumentar la TPM en 50pb, hasta 1,5% anual.

Para la reunión de agosto, la situación económica seguía siendo incierta a nivel internacional, destacaban las dudas sobre la recuperación económica en EE.UU, las decisiones adoptadas por la Reserva Federal y el efecto de este conjunto de información en los mercados financieros globales. La probabilidad de un escenario global más negativo al proyectado había tendido a aumentar, lo que era coherente con perspectivas de inflación bastante acotadas, que incluso se habían ajustado a la baja. Ello conformaba un panorama en el que el impulso de la actividad mundial provendría probablemente de las economías emergentes, mientras la recuperación de las economías desarrolladas sería lenta — especialmente hacia el 2011—. Destacaba que los precios de las materias primas habían vuelto a subir, en particular los de los alimentos, y que los resultados de las pruebas de tensión a la banca europea habían logrado proveer alguna calma al sistema financiero. En el plano nacional, seguía sorprendiendo el dinamismo de la actividad y la demanda interna, junto con el significativo incremento de los niveles de ocupación con respecto a un año atrás, los que sugerían un cierre de holguras de capacidad más rápido que lo previsto en el IPoM de junio. Lo más probable era que el año cerrara con un crecimiento superior al proyectado, lo que también se corroboraba en las encuestas de expectativas. Los registros de inflación se encontraban dentro de los rangos proyectados, los datos puntuales estaban fuertemente afectados por factores específicos, y la trayectoria de la inflación subyacente era acotada. El tipo de cambio real se mantenía en niveles comparables con aquellos coherentes con los fundamentales de largo plazo, pero de persistir o profundizarse la apreciación del peso, ello podía mitigar las presiones de precios en los próximos trimestres. Así, en términos de opciones, la principal consideración seguía siendo la estrategia de política monetaria contenida en el IPoM de junio y su coherencia con los antecedentes coyunturales. Al igual que en la reunión anterior, se evaluaba que la opción más plausible era incrementar la TPM en 50pb. La información coyuntural y sus implicancias para las perspectivas de mediano plazo de la inflación eran diversas, pero no se consideraba que existiera suficiente evidencia como para evaluar inequívocamente que en esa ocasión se debía alterar el ritmo al cual la política monetaria se estaba normalizando. Por esto, lo más razonable era seguir con el proceso, dado que la TPM seguía siendo expansiva. En consecuencia, el Consejo acordó aumentar la TPM en 50pb, hasta 2,0% anual.

I. Escenario internacional

Gráfico I.1

EE.UU: mercado laboral y consumo personal
(trimestre móvil en miles; variación anual, porcentaje)



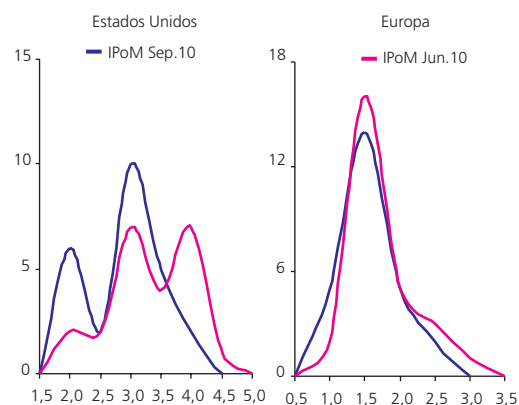
(*) Excluye trabajadores contratados para labores temporales específicas, como el Censo 2010.

Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.2

Distribución de las proyecciones de crecimiento del consenso del mercado para el 2011

(frecuencia de respuesta; variación anual)



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

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

Crecimiento mundial

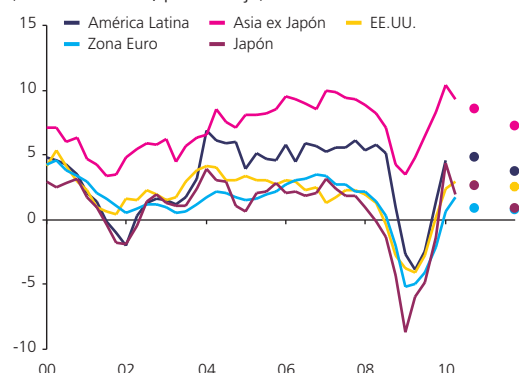
En el último tiempo se han levantado dudas respecto del dinamismo de la recuperación de Estados Unidos. El crecimiento del PIB en el segundo trimestre del 2010 estuvo por debajo de lo esperado por el mercado y, también, los datos coyunturales más recientes apuntan a un tercer trimestre más débil. En lo principal, esta debilidad del crecimiento se relaciona con el pobre desempeño del consumo privado ante la lenta recuperación del mercado laboral y la incertidumbre sobre las perspectivas para el empleo (gráfico I.1). De hecho, la creación de empleos en esta economía ha sido mucho más lenta durante este período de recuperación que en ciclos anteriores. A ello se suma el proceso de desapalancamiento en curso en hogares y empresas y las expectativas del término de los paquetes de estímulo fiscal. Por su parte, aunque las condiciones financieras mejoraron respecto de los momentos más álgidos de la crisis financiera, los bancos comerciales siguen más bien enfocados en limpiar sus balances, lo que junto con la menor demanda por créditos se ha reflejado en una debilidad en el mercado crediticio. Ante este panorama, la Reserva Federal ha ampliado las medidas no convencionales para impulsar la economía.

En la Zona Euro, las cifras del PIB del segundo trimestre fueron mejores que lo esperado por el mercado y destacaron las diferencias en el dinamismo de las economías dentro de la región. Con todo, se estima que los efectos sobre la actividad de las turbulencias observadas en los mercados financieros la primera mitad del año y los planes de ajuste fiscal en marcha en varias economías afectarán negativamente el crecimiento de la región. Una señal en esta línea es el empeoramiento de los resultados de las encuestas de créditos. Por lo tanto, en el escenario base, se prevé que las mejores cifras observadas hasta el momento serán revertidas en lo que resta del año, dejando las proyecciones para esta zona económica prácticamente sin cambios respecto del IPoM de junio.

En las emergentes, sigue destacando el dinamismo de las economías asiáticas y latinoamericanas. En China, el crecimiento del PIB superó 11% anual en el primer semestre, mientras en otras economías de la región, como Singapur, Malasia y Tailandia, la actividad del segundo trimestre sobrepasó las ya elevadas expectativas que tenía el mercado. El dinamismo de la región se ha

Gráfico I.3

Crecimiento mundial
(variación anual, porcentaje)



(1) Regiones ponderadas a PPC según WEO abril 2010. (2) Círculos corresponden a la proyección de crecimiento para el 2010 y 2011, respectivamente.

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

Gráfico I.4

Volatilidad en mercados bursátiles
(porcentaje)

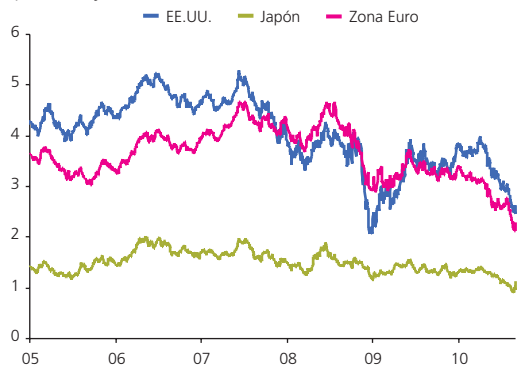


(1) Corresponde al índice de volatilidad VIX. Para su definición, ver Glosario. (2) Corresponde a una estimación de la volatilidad del índice MSCI en dólares.

Fuentes: Bloomberg y Morgan Stanley Capital International.

Gráfico I.5

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



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

Fuente: Bloomberg.

sostenido por la fortaleza de las exportaciones y la demanda interna privada, pero tenderá a moderarse en la segunda parte del año. En América Latina, resalta Brasil que ha mantenido un sólido desempeño de la actividad ante la mejora de sus socios comerciales, pero también por un fuerte dinamismo de la demanda interna, mientras que en México se ha sentido la debilidad de Estados Unidos.

La mayor incertidumbre respecto del dinamismo de la recuperación de la economía estadounidense se refleja en la alta dispersión de las proyecciones de crecimiento del consenso del mercado para ese país para el 2010 y el 2011 (gráfico I.2). Estas proyecciones, además, se han corregido a la baja. Sin duda, un escenario de menor crecimiento en Estados Unidos tiene efectos sobre la actividad global a través de los canales de comercio y también de los financieros. Así, las proyecciones de crecimiento mundial del consenso del mercado se han ido ajustando a la baja desde junio, dando cuenta de los efectos de las turbulencias financieras de hace unos meses sobre la actividad global. Sin embargo, se estima que probablemente aún no reconocen totalmente las señales de debilidad que se han observado en las últimas semanas. En particular, por la evaluación de la Reserva Federal de que la recuperación de Estados Unidos será a un ritmo más moderado y con registros inflacionarios más reducidos. Por el contrario, los precios de los activos financieros sí han incorporado estos efectos, al menos en parte. La corrección en la curva *forward* observada en las últimas semanas se estima coherente con un ajuste a la baja en las proyecciones de crecimiento de esta economía y con expectativas de que la normalización del impulso monetario se dilatará. Por ello, el escenario base de este IPoM corrige a la baja la proyección de crecimiento de Estados Unidos, con los consecuentes efectos sobre el dinamismo del resto del mundo. Ello es especialmente notorio para el 2011. De este modo, las proyecciones de crecimiento mundial siguen estando por debajo de aquellas del consenso del mercado.

Tabla I.1

Crecimiento mundial (*)

(variación anual, porcentaje)

	Prom. 90-99	Prom. 00-07	2009 (e)	2010 (f)	2011 (f)	2012 (f)
Mundo a PPC	2,9	4,2	-0,6	4,3	3,8	4,7
Mundial a TC de mercado	2,4	3,2	-2,0	3,3	2,9	3,9
Estados Unidos	3,2	2,6	-2,6	2,7	2,5	2,7
Zona Euro	2,2	2,1	-4,1	0,9	0,8	2,2
Japón	1,5	1,7	-5,3	2,6	0,9	2,3
China	10,0	10,1	9,1	9,5	8,4	10,1
Resto de Asia	5,6	5,1	0,1	6,1	4,2	5,3
América Latina (excl. Chile)	2,7	3,6	-2,4	4,9	3,6	4,4
Exp. de productos básicos	2,7	3,1	-1,1	2,9	2,7	3,4
Socios comerciales	3,1	3,6	-0,2	4,4	3,5	4,6

(e) Estimación.

(f) Proyección.

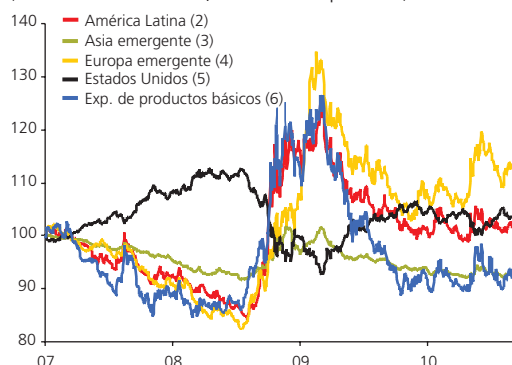
(*) Para definiciones, ver Glosario.

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

Gráfico I.6

Paridades de monedas (1)

(índice 01/01/2007=100, moneda local por dólar)



(1) Corresponde al promedio ponderado a PPC para cada región. Aumento indica depreciación.

(2) Incluye a Argentina, Brasil, Chile y México.

(3) Incluye a China, Hong Kong, Indonesia, Malasia, Rep. Corea y Tailandia.

(4) Incluye a Hungría, Polonia, Rep. Checa y Rusia.

(5) Dólar respecto de una canasta de monedas de los principales socios comerciales de EE.UU. Aumento indica depreciación del dólar.

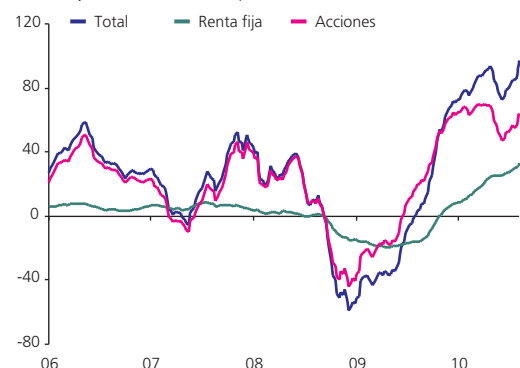
(6) Incluye a Australia, Canadá y Nueva Zelanda.

Fuentes: Bloomberg y Fondo Monetario Internacional.

Gráfico I.7

Flujos netos de fondos de inversión hacia economías emergentes

(miles de millones de dólares, acumulados en doce meses móviles, datos semanales)

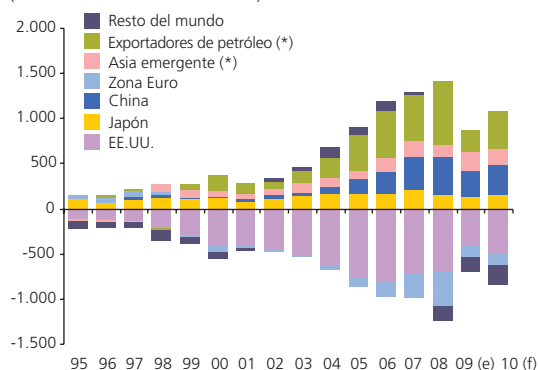


Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.

Gráfico I.8

Saldo en cuenta corriente en el mundo

(miles de millones de dólares)



(*) Para su definición, ver Glosario.

(e) Estimación.

(f) Proyección.

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

En los últimos meses, se han acentuado las diferencias en el ritmo de expansión de las economías del mundo, aunque las proyecciones de crecimiento mundial se mantienen para este año. Las economías emergentes y algunas exportadoras de productos básicos están tardando menos en recuperar los niveles de actividad perdidos en la crisis que las desarrolladas (gráfico I.3) (Recuadro I.1). Con todo, se ha conformado un escenario en que el crecimiento mundial será más débil en el horizonte de proyección que lo estimado en el IPOM pasado. Para este año, las proyecciones de crecimiento mundial se mantienen en 4,3%, pero se corrigen a la baja en 2 décimas para el 2011. Para el 2012, en tanto, se considera una expansión global de 4,7% (tabla I.1).

Mercados financieros

Las tensiones que marcaron a los mercados financieros con especial ahínco en mayo de este año, han amainado en los últimos meses. Detrás de esto estuvo principalmente la publicación de los resultados de las pruebas de tensión aplicadas a los bancos europeos. Estos mostraron que, de un total de 91 bancos —que representan cerca de 65% del sistema bancario en la región—, solo 7 mostraron dificultades. Así, la volatilidad de los mercados se redujo respecto de lo observado hace unos meses (gráfico I.4). En los mercados monetarios, especialmente en Estados Unidos, disminuyeron las primas por liquidez. Sin embargo, los indicadores de riesgo siguen altos, en particular en las economías de la periferia europea. Ello ha llevado a compras de bonos soberanos de las economías en problemas por parte del BCE.

En lo más reciente, la mayor debilidad que perciben los mercados respecto de la economía de Estados Unidos, se ha reflejado en los indicadores financieros. Con ello, en las principales economías desarrolladas las bolsas y las tasas de interés de largo plazo han vuelto a caer. Estas últimas se han aproximado o incluso ubicado por debajo de los mínimos alcanzados a fines del 2008 (gráfico I.5). Además, el dólar se depreció en los mercados internacionales: 5% respecto del euro, pero también lo hizo respecto de la mayoría de las monedas emergentes (gráfico I.6 y tabla II.2).

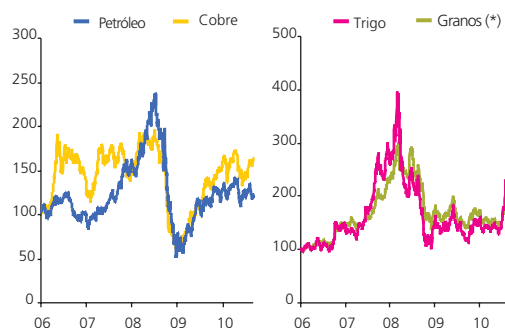
La depreciación del dólar es coherente con los flujos de capitales hacia economías emergentes y las diferencias en los ritmos de crecimiento que se observan entre economías desarrolladas y emergentes. La entrada de capitales ha sido tanto en bonos como en acciones, y especialmente en Asia (gráfico I.7). En concordancia con ello, los indicadores bursátiles de economías emergentes aumentan de manera generalizada, destacando Tailandia e Indonesia en Asia, mientras en América Latina resalta el desempeño de las bolsas chilena y colombiana. Aunque la depreciación del dólar apoya el cierre de los desbalances globales, este es un riesgo que sigue latente (gráfico I.8).

Precios de materias primas

La evolución de los precios de las materias primas en los últimos meses se ha relacionado en gran medida con la disparidad en la dinámica del crecimiento mundial. Así, el precio del cobre se ha visto impulsado por la mayor demanda proveniente desde Asia y un dólar más débil que lo anticipado. Al mismo

Gráfico I.9

Precios de productos básicos en distintas monedas
(índice 02/01/2006=100)

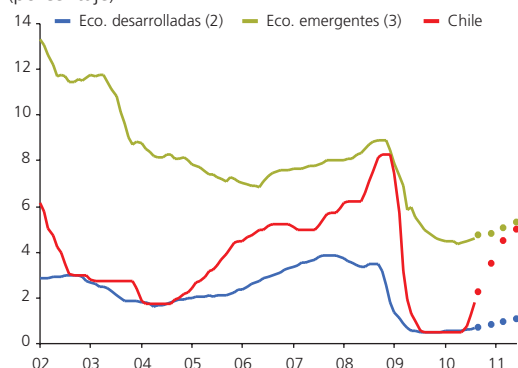


(*) Corresponde al índice agregado S&P GSCI de granos y cereales.

Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.10

Tasas de política monetaria en el mundo (1)
(porcentaje)



(1) Líneas continuas corresponden a un promedio simple de las tasas de referencia de cada grupo de países. Círculos son el promedio de las respuestas de los analistas encuestados por Bloomberg durante agosto del 2010. Estas indican las expectativas para septiembre y diciembre del 2010, y marzo y junio del 2011.

(2) Incluye a Canadá, EE.UU., Japón, Noruega, Reino Unido, Suecia, Suiza y Zona Euro.

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

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Tabla I.2

Inflación mundial (*)
(variación anual promedio en moneda local, porcentaje)

	Prom. 90-99	Prom. 00-07	2009	2010 (f)	2011 (f)	2012 (f)
Estados Unidos	3,0	2,8	-0,3	1,6	1,5	2,0
Zona Euro	2,3	2,2	0,3	1,5	1,5	1,7
Japón	1,2	-0,3	-1,3	-1,0	-0,3	0,1
China	7,8	1,7	-0,7	3,0	3,3	3,3
Australia	2,5	3,2	1,8	3,0	3,0	3,0
Nueva Zelanda	2,1	2,6	2,1	2,6	4,3	4,0
Argentina	253,7	8,9	6,2	10,5	10,9	10,6
Brasil	854,8	7,3	4,9	5,0	4,6	4,7
México	20,4	5,2	5,3	4,2	4,2	3,8
IPE (*)	1,8	4,6	-6,2	4,6	2,3	4,7
IPL (*)	27,2	5,2	-1,5	4,6	3,7	3,4

(*) Para definición, ver Glosario.

(f) Proyección.

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

tiempo, los inventarios del metal se han reducido, dando cuenta de un mercado más estrecho. De este modo, comparando con el último IPoM, su precio ha aumentado más de 10%, cotizándose en la actualidad en torno a US\$3,3 la libra. Hacia adelante, el escenario base de este IPoM ajusta las proyecciones al alza para el precio del cobre a US\$3,2, 2,9 y 2,9 la libra para el 2010, 2011 y el 2012, respectivamente.

El precio del petróleo se ubica en un nivel similar al observado al cierre del IPoM de junio, y actualmente el barril de crudo WTI se transa algo bajo US\$75. Considerando el promedio de los diez últimos días hábiles de la curva de contratos futuros, se proyectan promedios de US\$77, 79 y 82 el barril de WTI en el 2010, 2011 y el 2012, respectivamente.

En los últimos meses ha vuelto a adquirir notoriedad la evolución del precio de algunos alimentos, especialmente el del trigo. Este mercado se vio afectado recientemente por la decisión de Rusia de imponer restricciones a la exportación de este producto. Aunque este país es un productor mundial importante de trigo, su participación relativa ha ido disminuyendo en el tiempo. La evolución reciente de su precio (con un incremento cercano a 50% desde el último IPoM) se asimila a la observada a inicios del 2007, pero la situación actual de este mercado es distinta a la de entonces. Al presente, los inventarios globales son más elevados y las trayectorias para su precio implícitas en los contratos futuros contemplan una caída en el precio en el corto plazo (Recuadro IV.1).

Inflación mundial y política monetaria

La evolución de la inflación mundial también refleja la diferencia en el ritmo de crecimiento de las distintas economías (tabla I.2). La persistencia de amplias holguras de capacidad en las principales economías desarrolladas se ha traducido en registros de inflación que, en la mayoría de los casos, siguen siendo inferiores a las metas planteadas y con correcciones a la baja en las proyecciones. En concordancia con esto, las expectativas para el inicio de la normalización de las tasas de interés de política se han aplazado y, además, se estima que los procesos de retiro del estímulo monetario serán más lentos que los previstos con anterioridad. Incluso, en el caso de Estados Unidos, Japón y la Zona Euro, se ampliaron las medidas de política monetaria no convencionales.

Por otro lado, en las economías emergentes y en algunos países exportadores de productos básicos las acciones de política monetaria han sido diferentes y varias economías emergentes están en proceso de normalización de sus impulsos monetarios. En lo más reciente, algunas de ellas han detenido este proceso o reducido la velocidad con el que lo han llevado a cabo. Además, hay una creciente preocupación de las autoridades monetarias por las presiones apreciativas sobre sus monedas. Esto se ha manifestado en sus comunicados de política monetaria y también, en algunos casos, en la utilización de distintas herramientas de política. La trayectoria de las paridades locales en varias regiones también se ha reflejado en menores registros de inflación efectiva en el último mes, y además ha resultado en una corrección a la baja en las perspectivas inflacionarias para este año.

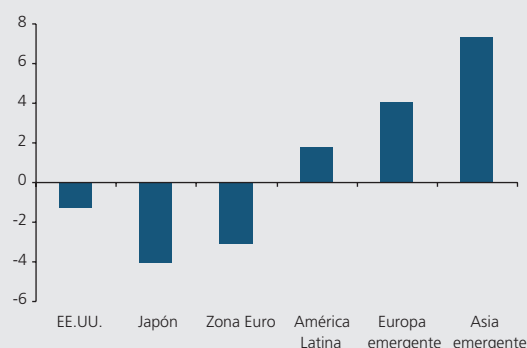
Recuadro I.1: Dinámica de la recuperación mundial y desbalances globales

En los últimos meses se han ido acentuando las diferencias en los ritmos de recuperación de las economías. En general, las principales economías desarrolladas están tardando más que las emergentes en volver a los niveles de actividad de antes de la crisis del 2008-2009. Este recuadro presenta las diferencias en las velocidades de recuperación y las posibles implicancias que ello puede tener sobre las paridades cambiarias y los desbalances globales.

La recesión global está quedando atrás y de hecho, el crecimiento mundial que se proyecta para este año es similar al promedio 2000-2007. Si se comparan los niveles del PIB del segundo trimestre del 2010 con aquellos de antes de la crisis (segundo trimestre del 2008), las principales economías desarrolladas —Estados Unidos, Japón y Zona Euro— aún están por debajo de estos. En América Latina, Europa emergente y Asia emergente estos niveles ya se superaron, incluso con creces en el caso de esta última región (gráfico I.11). En la mayoría de los países desarrollados la recuperación observada hasta el momento es también más lenta que lo visto en períodos recesivos anteriores, donde en esta etapa del ciclo ya se habían igualado o superado los niveles previos.

Gráfico I.11

Desviación del PIB real con respecto a sus niveles pre crisis (*)
(diferencia entre el PIB real del 2T10 y 2T08, puntos porcentuales)



(*) PIB regionales contruidos utilizando ponderadores de PPC del FMI (WEO de abril 2010). América Latina incluye Argentina, Brasil, Colombia, Ecuador, México, Perú, Uruguay y Venezuela. Europa emergente incluye Hungría, Polonia y Rep. Checa. Asia emergente incluye Indonesia, Malasia, Rep. Corea, Singapur, Tailandia y Taiwán. En los casos en que aún no existe información disponible para el PIB del segundo trimestre del 2010, se considera el del primer trimestre.

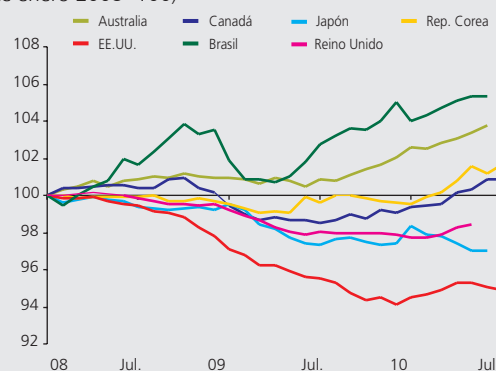
Fuentes: Bloomberg y Fondo Monetario Internacional.

La diferencia en la velocidad de recuperación puede explicarse por diversos motivos. Por un lado, los sistemas financieros en las economías desarrolladas aún no han superado del todo los problemas que les dejó la crisis financiera: los bancos todavía están limpiando sus balances, dificultando que el crédito apoye la actividad. A ello se agrega el proceso de desapalancamiento tanto de hogares como de empresas. Por otro, varias economías desarrolladas ya presentaban una situación fiscal delicada antes del estallido de la crisis, por lo que tales políticas de estímulo no pueden sostenerse por mucho tiempo más. En efecto, en varias de ellas, en particular algunas europeas, se han debido implementar planes de austeridad fiscal. Finalmente, desde el punto de vista del estímulo monetario, las economías desarrolladas alcanzaron tasas de interés de referencia mínimas y debieron complementar su accionar con medidas de política monetaria no convencionales, las que en lo más reciente incluso se han extendido en algunos países.

La creación de empleo ha sido mucho más lenta en las principales economías desarrolladas que en las emergentes y aquellas exportadoras de materias primas (gráfico I.12). La debilidad del mercado laboral ha sido especialmente notoria en Estados Unidos, donde la creación de puestos de trabajo ha estado mucho más rezagada en comparación con ciclos anteriores. La demora en la recuperación del empleo ha incidido en que los indicadores de confianza de los consumidores se mantengan contenidos. No obstante, en Europa la situación de los consumidores es algo distinta, con indicadores que alcanzan los mayores valores desde el 2007.

Gráfico I.12

Evolución del empleo (*)
(índice enero 2008=100)



(*) Cifras desestacionalizadas.

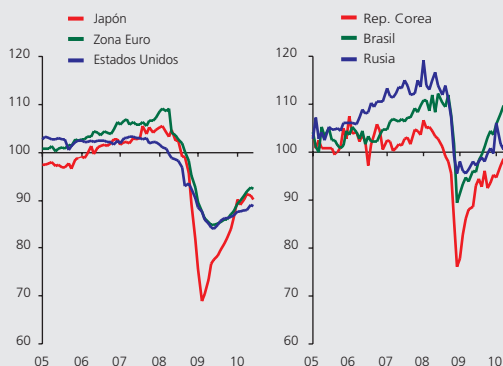
Fuente: Banco Central de Chile a partir de cifras de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) y la Organización Internacional del Trabajo (OIT).

La disparidad en el desempeño de la actividad industrial también es visible (gráfico I.13). En las principales economías desarrolladas, la producción industrial aún no ha vuelto a sus niveles de tendencia, mientras que en varias economías emergentes sí lo ha hecho y hasta los ha superado.

Gráfico I.13

Producción industrial (*)

(índices nivel de tendencia=100)



(*) Un valor sobre 100 implica que el nivel de producción industrial está por sobre su nivel de tendencia. La tendencia se obtiene de un filtro HP.

Fuentes: Banco Central de Chile y Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE).

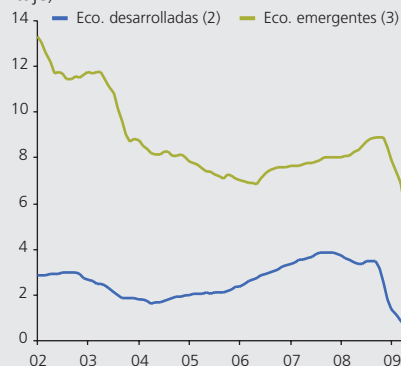
Al mismo tiempo, se ha observado una creciente entrada de capitales a economías emergentes, que es comparable con la de antes de la crisis (gráfico I.7). Esto se da junto con la depreciación del dólar en los mercados internacionales y el auge de las bolsas emergentes. Aunque la recesión mundial corrigió en parte los desbalances globales, particularmente por el aumento del ahorro privado en el mundo desarrollado, las perspectivas apuntan a que estos nuevamente se ampliarán^{1/}. Ello, junto con expectativas de alzas en las tasas de interés de política monetaria en las economías emergentes y los diferenciales de crecimiento mencionados, plantea en algunas economías el desafío de la gestión de estos flujos de capitales (gráficos I.14 y I.15).

^{1/} Las proyecciones de ampliación de los desbalances globales que presenta el FMI se basan en la mantención de los tipos de cambio reales en sus niveles actuales. Si se consideran escenarios con mayor flexibilidad cambiaria en algunas economías emergentes, particularmente asiáticas, la ampliación sería menor.

Gráfico I.14

Tasas de política monetaria en el mundo (1)

(porcentaje)



(1) Líneas continuas corresponden a un promedio simple de las tasas de referencia de cada grupo de países. Círculos son el promedio de las respuestas de los analistas encuestados por Bloomberg durante agosto del 2010. Estas indican las expectativas para septiembre y diciembre del 2010, y marzo y junio del 2011.

(2) Incluye a Canadá, EE.UU., Japón, Noruega, Reino Unido, Suecia, Suiza y Zona Euro.

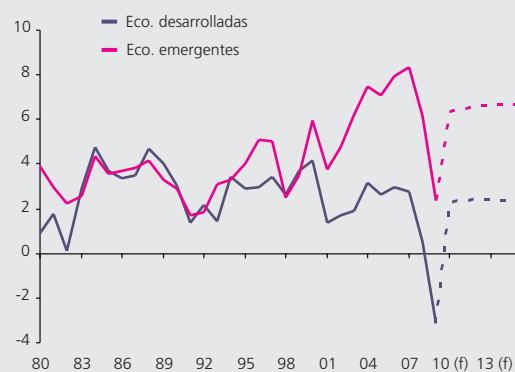
(3) Incluye a Brasil, Colombia, China, Hungría, México, Perú, Polonia, Rep. Checa, Rep. Corea, Sudáfrica y Turquía.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Gráfico I.15

Crecimiento mundial

(variación anual, porcentaje)



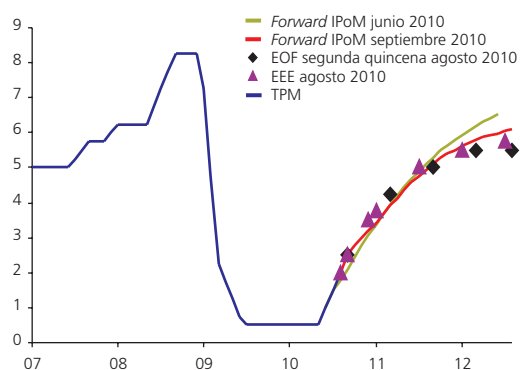
(f) Proyección.

Fuente: Fondo Monetario Internacional (WEO, abril 2010)

II. Mercados financieros

Gráfico II.1

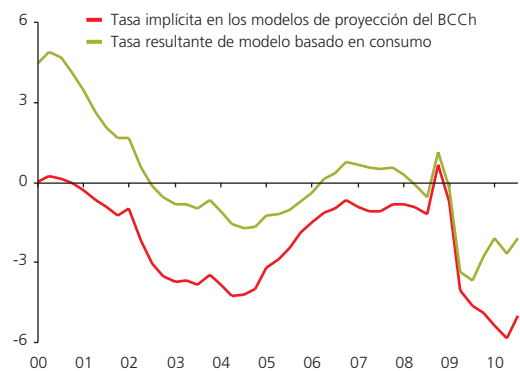
TPM y expectativas
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.2

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



Fuente: Banco Central de Chile.

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

Política monetaria

El proceso de normalización de la Tasa de Política Monetaria (TPM), que comenzó en junio, continuó en las reuniones de julio y agosto con incrementos de la TPM de 50 puntos base (pb) en cada ocasión, elevándola a 2% anual.

Las distintas estimaciones de expectativas son congruentes con la comunicación realizada por el Consejo, en cuanto a que el retiro del estímulo monetario continuará en los próximos meses. Sin embargo, la magnitud del aumento de la TPM esperada por el mercado ha variado desde junio a la fecha, especialmente en el corto plazo. Para diciembre de este año, las expectativas privadas anticipan una TPM entre 50 y 100pb por encima de lo esperado en el IPoM de junio. No obstante, hacia fines del horizonte de proyección relevante, la TPM esperada por el mercado es muy similar a la prevista en junio.

Al igual que en junio, la TPM implícita en los contratos *swap* es menor que aquella que se deduce de la curva *forward*^{1/} (gráfico II.1 y tabla II.1), reflejando principalmente las diferencias significativas entre las tasas de los bonos nominales del Banco Central y los contratos *swap* a plazos equivalentes. Es posible que las divergencias radiquen en el tipo de instituciones que operan en cada mercado, los cuales no están totalmente integrados, reflejando las distintas preferencias por instrumentos en pesos y en UF por parte de instituciones residentes y no residentes. De igual modo, esta integración parcial de los mercados puede llevar a que las tasas de los contratos *swap* hayan dado cuenta con mayor rapidez e intensidad los movimientos de las tasas libres de riesgo en el exterior. Las expectativas que resultan de las encuestas son también inferiores a los niveles de TPM implícitos en la curva *forward*.

Tabla II.1

Expectativas para la TPM
(porcentaje)

	A diciembre 2010		A un año		A dos años	
	IPoM junio	IPoM septiembre	IPoM junio	IPoM septiembre	IPoM junio	IPoM septiembre
EEE (1)	2,50	3,50	3,75	5,00	5,50	5,75
EOF (2)			3,75	5,00	5,50	5,50
Forward (3)	2,75	3,21	4,19	5,11	6,31	6,08
Forward swap (4)	2,46	3,08	3,85	4,51	5,33	5,18

(1) Corresponde a la encuesta de junio y agosto del 2010.

(2) Corresponde a la encuesta de la primera quincena de junio y la segunda quincena de agosto del 2010.

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

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

Fuente: Banco Central de Chile.

^{1/} Construida utilizando las tasas de los contratos *swap* hasta dos años y luego tasas de BCP.

Gráfico II.3

Tasa de interés de política monetaria real a partir de expectativas de la EEE

(porcentaje)

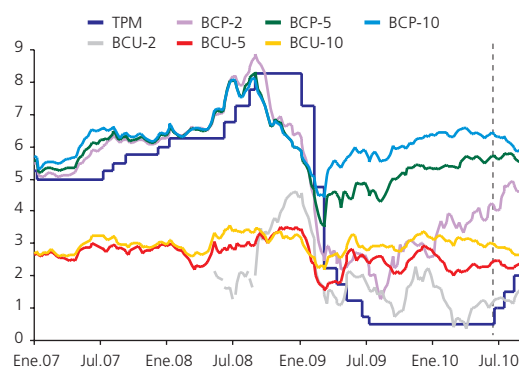


Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.4

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

(promedios semanales, porcentaje)



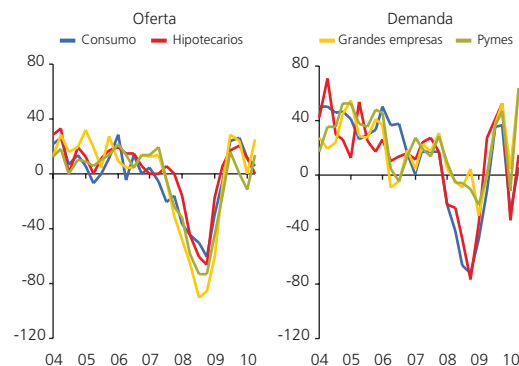
(*) Línea vertical punteada corresponde a la fecha de publicación del IPoM junio 2010.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.5

Encuesta de crédito bancario (*)

(balance de respuestas, porcentaje)



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

Fuente: Banco Central de Chile.

El escenario base de este IPoM utiliza como supuesto de trabajo que el ritmo de normalización de la TPM será similar al que se deduce de las diversas encuestas de expectativas. La continuación del proceso de normalización del estímulo monetario es necesaria para el logro de la meta de inflación en el horizonte de política (gráfico II.2). Al considerar las expectativas de inflación y TPM de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) se tiene que, en términos reales, la TPM esperada a un año plazo está por debajo de los valores previos a la crisis financiera, donde la economía estaba en etapa de expansión al igual que ahora. De acuerdo con estas mismas expectativas, la TPM estará por debajo del rango de estimaciones de su nivel neutral^{2/} por lo menos hasta principios del 2012 (gráfico II.3).

Pese a que en los últimos meses la tensión de los mercados financieros externos ha disminuido, aún persiste la incertidumbre y la volatilidad en los precios de los activos. No obstante, la generalidad de las economías emergentes, como Chile, se han mostrado relativamente resilientes a este fenómeno. El *spread* cobrado a la colocación del bono emitido por el Gobierno de Chile fue de 90pb, mientras la emisión del bono indexado al peso obtuvo una tasa de 5,5% anual, ambos registros fueron muy reducidos comparados con otras economías. Desde la publicación del IPoM de junio, las tasas de los documentos del Banco Central han tenido movimientos mixtos, dependiendo del plazo más que de la reajustabilidad. Las tasas de los papeles a dos años, nominales e indexados a la UF, aumentan en torno a 50pb. Las tasas de aquellos a largo plazo, 10 y 20 años, registran disminuciones entre 40 y 50pb, en línea con lo registrado durante el mismo período con los bonos externos (gráfico II.4). El retiro de las medidas adicionales de liquidez —FLAP y repos— otorgadas durante la crisis no generó tensiones en el mercado monetario.

Cabe mencionar que en los últimos meses las tasas de los depósitos a plazo *prime* han aumentado significativamente, incluso por sobre el aumento en las expectativas de TPM, lo cual se refleja en un *spread prime-swap* elevado. Ello además puede estar relacionado con los cambios en el portafolio de las AFP y Fondos Mutuos.

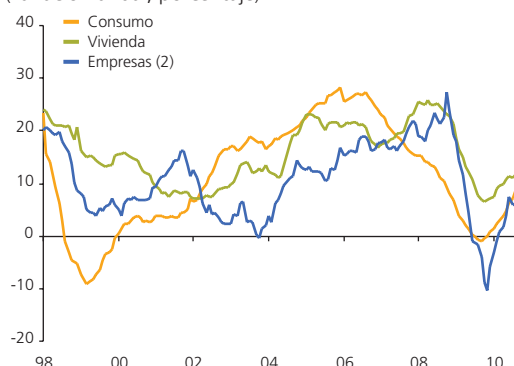
Condiciones financieras

Distintas mediciones dan cuenta de que las condiciones financieras han seguido normalizándose en los últimos meses, con un escenario más favorable tanto de tasas de interés como de los requerimientos solicitados por la banca. Según la Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del segundo trimestre, las condiciones de acceso al crédito se flexibilizaron al mismo tiempo que se observó un fortalecimiento en la demanda (gráfico II.5). Para las empresas, las condiciones de aprobación se flexibilizaron de manera generalizada, lo que se justifica dada la mejora del entorno económico y sus perspectivas, así como en una disminución del riesgo de las carteras de clientes y una mayor competencia entre instituciones financieras. Por su parte, la demanda por créditos de este tipo se fortaleció, lo cual respondería, principalmente, a necesidades de capital de trabajo superiores y a un aumento de la inversión en activos fijos. Las condiciones de otorgamiento de créditos hipotecarios se mantuvieron estables, luego de haberse flexibilizado durante el primer trimestre. Si bien en los créditos de consumo la flexibilización fue menor, su

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

Gráfico II.6

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



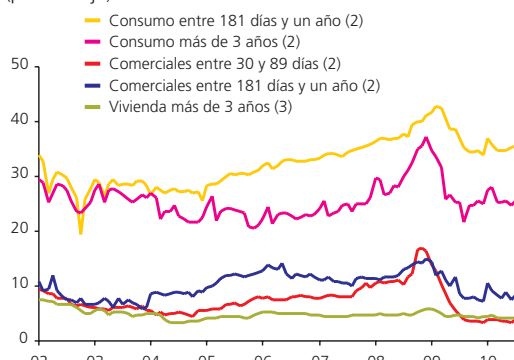
(1) Datos de agosto del 2010 son provisorios.

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

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

Gráfico II.7

Tasas de interés de colocación (1)
(porcentaje)



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

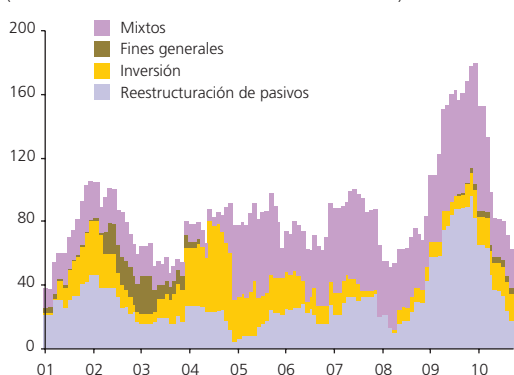
(2) Tasas nominales.

(3) Tasas en UF.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.8

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



(*) Cifras provisorias para agosto y septiembre del 2010.

Fuentes: Banco Central de Chile y Superintendencia de Valores y Seguros.

demanda se fortaleció al igual que la de los hipotecarios, lo cual obedecería a condiciones más atractivas de tasas de interés.

Las colocaciones a personas, en lo referente a créditos tanto de consumo como hipotecarios, han seguido aumentando en términos mensuales y anuales (gráfico II.6). Desde mayo, las tasas de interés de las colocaciones de consumo han mostrado movimientos mixtos, pero más bien moderados. El incremento de parte de estas tasas es coherente con el mayor costo de fondos, dado el aumento de la TPM y las perspectivas de alza de esta. Una posible lectura adicional es que esto corresponde a que al sistema han vuelto clientes que durante la recesión del 2009 fueron considerados más riesgosos. Las tasas de interés de las operaciones hipotecarias han seguido la evolución de las tasas de instrumentos indexados libres de riesgo, con lo que en los últimos meses muestran una ligera tendencia a la baja (gráfico II.7).

Las condiciones crediticias para las empresas también se han vuelto más favorables en lo que va del 2010. Entre mayo y agosto, el stock de colocaciones a empresas aumentó levemente, a la vez que en términos anuales muestra tasas de expansión del orden de 6%. La ECB da cuenta de que la mayor flexibilización del segundo trimestre se dio para el segmento de grandes empresas y pymes, que incluso superó a los créditos de consumo e hipotecarios. Las tasas de interés de colocación de los créditos comerciales han tendido al alza desde mayo, especialmente las de más corto plazo.

Destaca que, desde abril, las empresas han retomado las colocaciones de bonos corporativos, las cuales se detuvieron durante el primer trimestre de este año. Aún incipientes, los montos colocados en el año no alcanzan los acumulados a igual fecha del 2009 (gráfico II.8). No obstante, los *spreads* de bonos sobre BCU están en niveles históricamente bajos. Aunque con menor fuerza, también se han registrado colocaciones de acciones en el mercado local.

La resiliencia del mercado financiero nacional a los acontecimientos externos se ha observado también en el desempeño de la bolsa local. Desde la publicación del último IPoM, el IPSA ha rentado cerca de 14% medido en pesos. En dólares su variación es mayor, incluso ganando valor respecto de otras economías emergentes. Mes a mes, el mayor incremento se apreció en julio (gráfico II.9). Esto se asocia a los buenos resultados de algunas empresas en particular. La fusión de empresas es otro elemento que ha contribuido a ello.

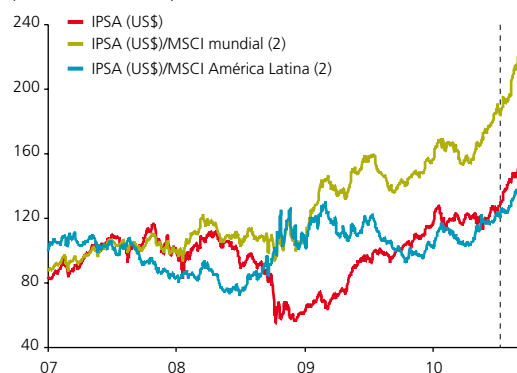
En términos anuales y con información disponible a agosto, el M1 presenta tasas de crecimiento en torno a 27%, mientras el M2 y M3 anotan variaciones de 4 y 7%, respectivamente. Comparando con los niveles vigentes en mayo el M1 y M2 presentan disminuciones marginales y el M3 aumenta levemente. Cabe mencionar, que las cifras disponibles a la fecha de publicación del IPoM de junio sufrieron modificaciones, producto de la actualización de información.

Tipo de cambio

En el último mes, el peso se ha apreciado significativamente respecto del dólar. Tomando como referencia el cierre estadístico del IPoM de junio la apreciación ha sido cercana a 7%. Si se compara con fines del 2009, esta es bastante menor. Ello responde, en parte, a la pérdida de valor del dólar a nivel internacional, lo que se corrobora al revisar la evolución de otras paridades (tabla II.2). Al considerar el comportamiento del peso respecto de diferentes canastas de monedas, la apreciación también es menor (gráfico II.10 y tabla II.3).

Gráfico II.9

Mercados bursátiles (1)
(índice 2007=100)

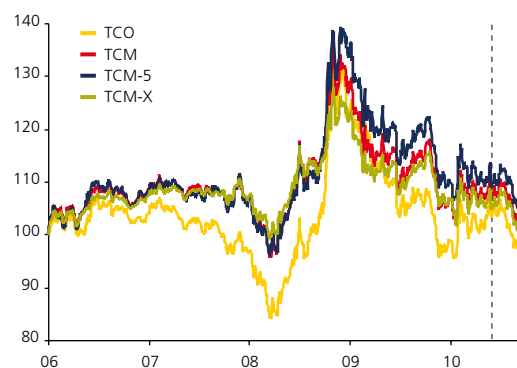


(1) Línea vertical punteada corresponde a la fecha de publicación del IPoM junio 2010.
(2) Corresponde a los índices accionarios por región de Morgan Stanley Capital International.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Gráfico II.10

Tipo de cambio nominal (1) (2)
(índice 02/01/2006=100)

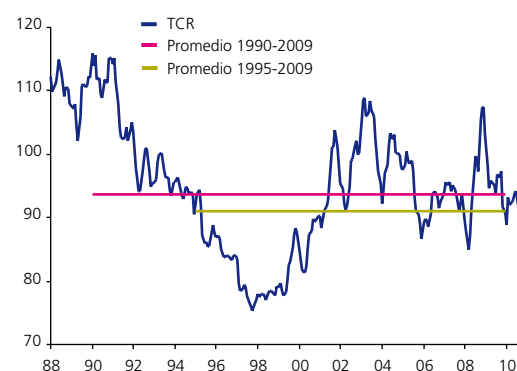


(1) Para su definición, ver Glosario.
(2) Línea vertical punteada corresponde a la fecha de publicación del IPoM junio 2010.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.11

Tipo de cambio real
(índice 1986=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla II.2

Paridades respecto del dólar estadounidense (1) (2)
(variación porcentual)

Moneda	Acum. 2010	Entre 31.12.2009 e IPoM mar 2010	Entre IPoM mar e IPoM jun 2010	Entre IPoM jun e IPoM sep 2010
Dólar australiano	-1,1	-3,1	9,0	-6,3
Real brasileño	-0,4	1,9	2,1	-4,2
Dólar canadiense	0,2	-3,2	2,2	1,3
Peso chileno	-0,6	4,5	2,0	-6,8
Peso colombiano	-11,1	-6,3	1,6	-6,6
Won coreano	1,2	-3,3	8,3	-3,3
Florín húngaro	17,1	2,3	19,2	-4,0
Rupia indonesia	-4,9	-3,7	1,1	-2,4
Shekel israelí	0,2	-1,7	3,3	-1,3
Yen japonés	-7,8	-0,5	0,5	-7,8
Peso mexicano	0,6	-3,4	2,1	2,0
Corona noruega	7,3	2,1	9,8	-4,3
Dólar neozelandés	0,4	0,3	4,1	-3,9
Nuevo sol peruano	-3,0	-1,6	0,3	-1,7
Zloty polaco	8,1	-0,8	18,3	-7,9
Corona checa	5,9	2,2	13,5	-8,7
Rublo ruso	2,0	-2,3	6,8	-2,3
Euro	12,6	6,1	11,7	-4,9

(1) Aumento indica depreciación de la moneda.

(2) Calculado a partir del promedio de los últimos diez días al cierre estadístico de cada fecha indicada.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

En términos reales, el tipo de cambio está cercano a 90 (en su medida 1986=100) considerando el nivel del tipo de cambio nominal y las paridades vigentes en los diez días previos al cierre estadístico de este IPoM (gráfico II.11). Esta cifra está dentro de los valores coherentes con sus fundamentos de largo plazo, pero por debajo del valor *spot* del cierre estadístico del IPoM de junio. Como supuesto de trabajo, se considera que el TCR será similar a su nivel actual en el largo plazo, lo que es coherente con sus fundamentales a ese horizonte.

Tabla II.3

Tipo de cambio observado, multilateral y real (1)

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

	TCO	TCM	TCM-5	TCM-X	TCR
Ene.10	500,66	101,68	132,82	97,73	88,96
Feb.10	532,56	106,20	139,52	101,04	93,17
Mar.10	523,16	104,72	136,65	99,72	91,98
Abr.10	520,62	104,21	135,18	99,23	92,44
May.10	533,21	104,71	135,22	99,22	92,93
Jun.10	536,67	104,77	134,97	99,14	93,80
Jul.10	531,72	105,30	136,52	100,00	94,24
Ago.10	509,32	101,61	131,99	96,68	91,19
Sep.10 (2)	499,31	99,28	128,91	94,38	

(1) Para su definición, ver Glosario.

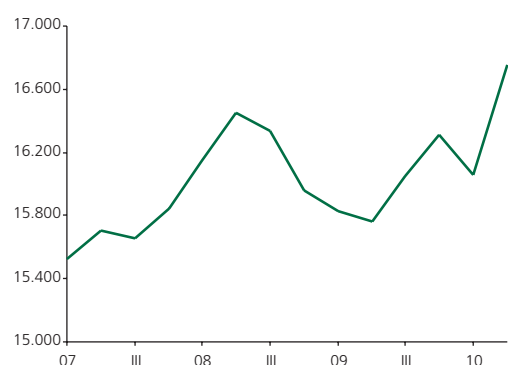
(2) Promedio al 3 de septiembre del 2010.

Fuente: Banco Central de Chile.

III. Demanda y actividad

Gráfico III.1

Producto interno bruto (*)
(miles de millones de pesos del 2003)

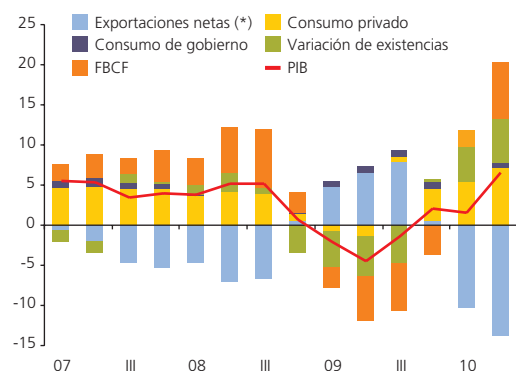


(*) Serie desestacionalizada.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 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.

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

Demanda agregada

En el segundo trimestre del año la actividad y la demanda tuvieron un dinamismo mayor que el anticipado en el IPoM de junio. El PIB creció 6,5% anual en el segundo cuarto, con una velocidad de expansión trimestre a trimestre anualizada cercana a 20%, obviamente incidida por la recuperación post maremoto y terremoto de fines de febrero (27-F) (gráfico III.1). El crecimiento anual de la actividad en el segundo cuarto estuvo impulsado por los sectores electricidad, gas y agua (EGA), comunicaciones, transporte y especialmente comercio (tabla III.1). En contraste, los sectores pesca e industria presentaron menor actividad que el año pasado. Indicadores parciales del tercer trimestre dan cuenta de la prolongación del dinamismo de la actividad. Estos antecedentes, junto con la revisión al alza del crecimiento del primer trimestre, llevan a corregir el rango de crecimiento del PIB previsto para este año. De esta forma, el escenario base de este IPoM considera que el PIB del 2010 tendrá un crecimiento anual entre 5,0 y 5,5%.

Tabla III.1

Producto interno bruto
(crecimiento real anual, porcentaje)

	Pond. 2009	2009					2010	
		I	II	III	IV	Año	I	II
Agropecuaria-silvícola	3,9	9,9	-0,5	3,7	5,4	4,7	-2,9	1,1
Pesca	1,1	10,7	-25,5	-26,8	-10,4	-12,2	-26,9	-10,3
Minería	6,7	-7,6	-3,2	1,3	3,8	-1,4	2,0	0,6
Industria	15,0	-9,2	-12,2	-5,7	-0,6	-7,0	-6,1	-0,5
EGA	2,1	18,1	13,9	11,5	19,4	15,7	21,3	37,4
Construcción	7,1	-4,0	-6,0	-5,7	-5,2	-5,2	-1,4	3,0
Comercio (1)	10,4	-5,5	-6,8	-1,6	3,9	-2,7	8,9	16,8
Transporte	7,2	-4,9	-6,5	-4,0	1,8	-3,4	0,9	10,0
Comunicaciones	3,1	7,5	6,3	6,4	7,3	6,9	11,7	10,4
Otros servicios (2)	37,5	0,2	-0,7	1,4	2,2	0,8	2,5	4,9
RRNN (2)	9,9	-0,4	-3,6	0,2	5,3	0,4	1,4	6,8
Resto (2)	84,2	-2,3	-4,3	-1,2	1,4	-1,6	1,3	5,7
PIB total (3)	100,0	-2,1	-4,5	-1,4	2,1	-1,5	1,5	6,5

(1) Incluye restaurantes y hoteles.

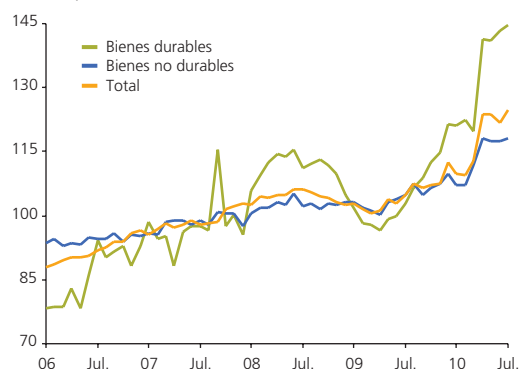
(2) Para su definición, ver Glosario.

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

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.3

Ventas de comercio al por menor (*)
(índice promedio 2006-2009=100)



(*) Series desestacionalizadas.

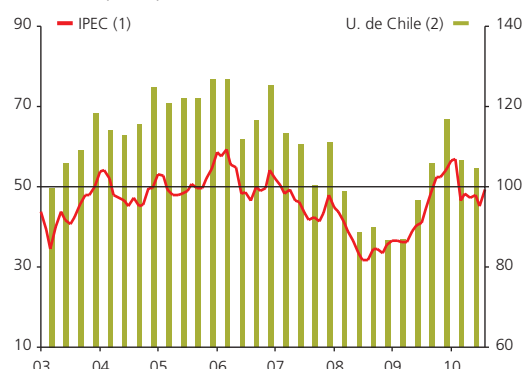
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

La demanda interna creció 19,4% anual en el segundo trimestre (gráfico III.2). En particular, el consumo privado creció 10,7% anual, con una composición en que el consumo habitual^{1/} aumentó 6,3% anual y el de bienes durables lo hizo en 46,9%. El dinamismo de este último refleja, en parte, los efectos inmediatos del 27-F y se relaciona con las mayores importaciones de televisores y automóviles, pero también con la mayor actividad industrial asociada a la producción de bienes para el hogar. Indicadores parciales del tercer trimestre dan cuenta de niveles más estables (gráfico III.3).

Más allá de los mencionados efectos inmediatos del 27-F, el incremento del consumo encuentra sustento en el desempeño de sus fundamentos. Las condiciones financieras han seguido normalizándose. Las tasas de interés continúan en niveles bajos y, de acuerdo con diversas fuentes de información, las condiciones de acceso al crédito han seguido flexibilizándose. Las expectativas de los consumidores, medidas por el IPEC están prácticamente en sus niveles neutrales, por sobre los alcanzados a fines del 2008 y principios del 2009, aunque por debajo de sus máximos alcanzados hace algunos meses (gráfico III.4).

Gráfico III.4

Índices de percepción de los consumidores



(1) Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo).
(2) Índice marzo 2001 = 100.

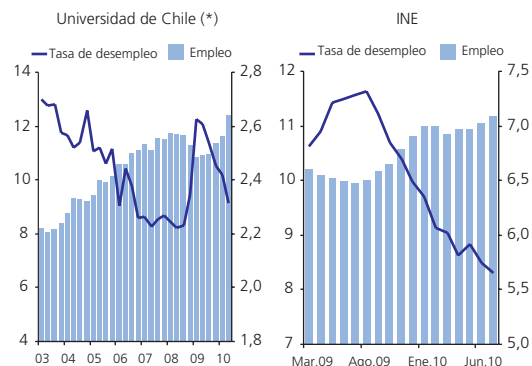
Fuentes: Adimark y Universidad de Chile.

El mercado laboral también muestra una evolución positiva. Diversas fuentes de información muestran que el empleo ha aumentado y el desempleo disminuido. Los datos de la encuesta de la Universidad de Chile de junio indican que la tasa de desempleo desestacionalizada del Gran Santiago fue de 9,1% y que el empleo creció 5,8% en términos desestacionalizados (gráfico III.5). De acuerdo con el INE, la tasa de desempleo nacional ha continuado su descenso, y se ubica en 8,3% en el trimestre móvil mayo-julio. A su vez, el empleo creció 9,4% en términos anuales en este mismo período^{2/}. Las perspectivas para el empleo contenidas en el IMCE continúan en la zona optimista para todos los sectores, encontrándose en un nivel mayor que en el IPoM de junio para los sectores de comercio, industria y construcción.

En cuanto a la inversión, en el segundo trimestre la formación bruta de capital fijo aumentó 28,6% anual, mostrando un dinamismo mayor que el anticipado (gráfico III.6). Destaca la fuerte expansión del componente maquinaria y equipos, que creció 64,5% anual en el segundo trimestre, reflejo del incremento que tuvieron las importaciones de bienes de capital en el período. Este comportamiento se asocia en parte al efecto inmediato provocado por el 27-F, ligado a la reposición de equipamiento importado destruido en la ocasión. De hecho, los últimos registros de importaciones indican una caída en sus niveles respecto de los máximos que alcanzaron en mayo (gráfico III.7).

Gráfico III.5

Mercado laboral
(porcentaje; millones de personas)



(*) Series desestacionalizadas.

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

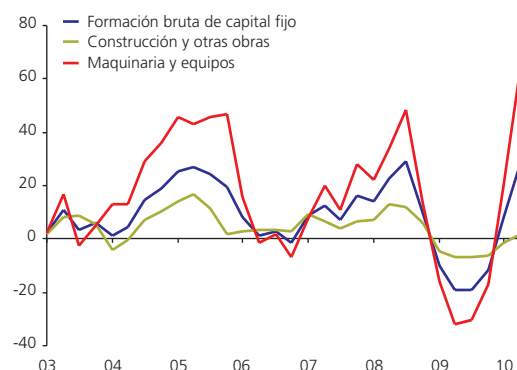
En contraposición a lo ocurrido con maquinaria y equipos, la inversión destinada a la construcción y otras obras ha mostrado un desempeño más moderado. En el segundo cuarto del año, este componente de la formación bruta de capital fijo creció 2% anual, completando un aumento de 0,3% anual en lo que va del año. La actividad de la construcción, acorde con

^{1/} Consumo habitual corresponde al consumo de bienes no durable y servicios.

^{2/} En abril, el INE publicó la Nueva Encuesta Nacional de Empleo (NENE). Respecto de la anterior encuesta resaltan los cambios conceptuales en la clasificación de la condición laboral, que trae como consecuencia mayores tasas de ocupación, participación laboral y desocupación. La encuesta solo dispone de información comparable a partir del 2009, lo que dificulta la comparación previa a ese año y la utilización de datos desestacionalizados.

Gráfico III.6

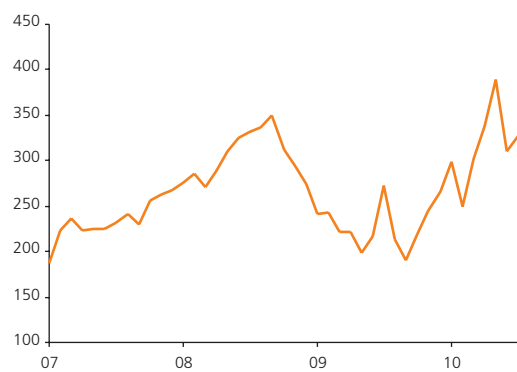
Formación bruta de capital fijo
(variación real anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.7

Importaciones de bienes de capital (*)
(índice 2003=100, serie desestacionalizada)

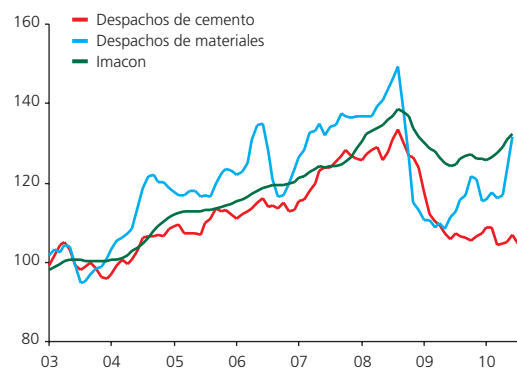


(*) Cifras nominales.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.8

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



(*) Promedio móvil trimestral.

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

esto, también muestra un bajo desempeño: -1,4 y 3% anual en el primer y el segundo trimestre, respectivamente. Dentro de la evolución sectorial, el mayor impulso provino del gasto en reparaciones y demoliciones. El bajo desempeño de construcción ha estado en línea con las débiles cifras de ventas de viviendas, lo que se traduce en una alta acumulación de stocks de viviendas, por sobre sus niveles históricos. No obstante, indicadores parciales del sector, como las ventas de materiales, el Índice Mensual de la Actividad de la Construcción (Imacon) y el empleo sectorial comienzan a evidenciar una mejora, lo que hace anticipar que el sector retomará un mayor dinamismo en la segunda mitad del año (gráfico III.8). A esto se suman los esfuerzos de reconstrucción. Asimismo, diversas fuentes de información señalan que las mejores perspectivas para el sector se evidencian en el comportamiento de las empresas proveedoras, que han aumentado sus inventarios para enfrentar la mayor actividad que se espera en lo venidero. Finalmente, las expectativas del sector, medidas por el IMCE, no obstante aún están en la zona pesimista, han aumentado respecto de mayo y se acercan a su valor neutral.

La normalización de las condiciones financieras y los bajos niveles que registran las tasas de interés de los créditos hipotecarios también permiten prever un mejor desempeño del sector construcción, en particular por lo que ello puede significar para las ventas de viviendas.

El dinamismo previsto para la inversión se apoya también en la revisión al alza del catastro de la Corporación de Bienes de Capital (CBC) para el periodo 2011-2013. Esto, pese a una corrección a la baja para el año en curso. El mayor ajuste para los próximos años corresponde a nuevos proyectos en minería. Al mismo tiempo, las expectativas de los empresarios contenidas en el IMCE continúan en niveles optimistas en el agregado, al igual que las perspectivas para la inversión, las cuales han venido aumentando desde el IPoM de junio.

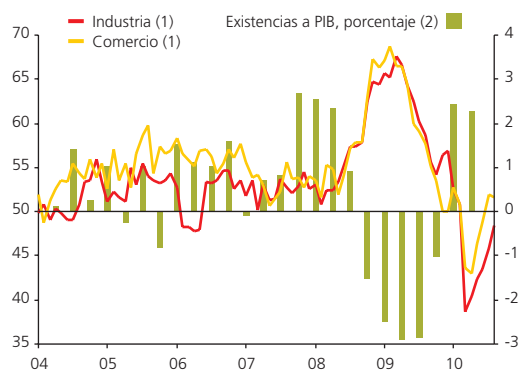
La recuperación de la actividad de la construcción y el menor dinamismo en el margen de las importaciones de capital, hacen estimar que en el segundo semestre cambiará la composición de la inversión. Así, es posible anticipar un crecimiento basado mayormente en el componente nacional y no en el importado, como hasta ahora. Con todo, en el escenario base de este IPoM se prevé que la formación bruta de capital fijo aumentará 21,2% anual este año, con lo que, medida a precios constantes y a precios corrientes, la tasa de inversión a PIB se ubicará en 28,9 y 22,7%, respectivamente.

En cuanto a los inventarios en los últimos trimestres se ha verificado un proceso de acumulación luego de las caídas de existencias en el 2008 y 2009. En el año móvil finalizado en el segundo trimestre, hubo una acumulación de existencias por el equivalente a 0,2% del PIB (-2,4 a fines del 2009). De acuerdo con el IMCE, en el agregado los inventarios están prácticamente en su nivel deseado (gráfico III.9).

En cuanto a la demanda externa, el volumen de las exportaciones tuvo una nueva caída anual en el segundo trimestre del año: 2,6% (pero aumentó 22,5% en valor). El descenso se asoció mayormente a lo ocurrido en el sector industrial, en particular con los envíos de harina de pescado y celulosa. La producción de estos bienes ha mostrado fuertes caídas anuales durante el 2010, debido a la menor capacidad productiva de las plantas de procesamiento y, en el caso de la harina de pescado, se agrega la falta

Gráfico III.9

Situación actual de inventarios



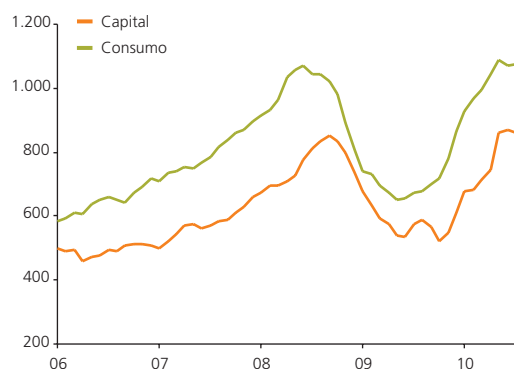
(1) IMCE: un valor sobre (bajo) 50 puntos indica nivel por sobre (bajo) lo deseado.
 (2) Serie trimestral desestacionalizada.

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

Gráfico III.10

Importaciones de bienes (*)

(millones de dólares, promedio móvil trimestral)



(*) Cifras nominales. Series desestacionalizadas.

Fuente: Banco Central de Chile.

de recursos pelágicos para su explotación. Datos disponibles para el tercer trimestre muestran mayor actividad en industria, aunque las ramas afectadas por el 27-F aún no alcanzan los niveles previos a este. Las exportaciones mineras también se redujeron en términos de volumen, -3,1% anual; en cambio, en valor tuvieron una expansión de 30,8%, debido al alto precio del cobre. Sin embargo, indicadores del tercer trimestre dan cuenta de un mayor dinamismo en el sector. El volumen de los envíos agrícolas en el segundo trimestre creció 18,3% en comparación con un año atrás, impulsado por las exportaciones de fruta.

Las importaciones siguieron mostrando un elevado dinamismo en el segundo cuarto del año. No obstante a los altos niveles, los datos marginales del segundo trimestre y lo que se dispone del trimestre en curso arrojan una leve desaceleración. Así, en el segundo cuarto, el volumen de las importaciones creció 35,3% anual (45,9% en valor). Destaca nuevamente el incremento anual del volumen de las importaciones de bienes de consumo y de capital, de 55,7% y 62,9%, respectivamente (gráfico III.10).

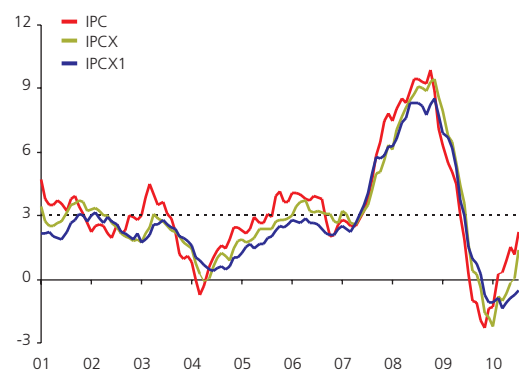
Durante el segundo trimestre del año, la cuenta corriente de la balanza de pagos acumuló un superávit de US\$ 46,7 millones, que corresponde a 1,6% del PIB en el último año móvil. Así la cuenta corriente de la balanza de pagos tendrá un déficit de 1,1% del PIB este año. Este déficit se ampliará en el 2011.

En el plano fiscal, durante el segundo trimestre del 2010 el balance global alcanzó a 0,9% del PIB anual. Los ingresos totales aumentaron 72,9% real anual, explicado principalmente por el crecimiento de los ingresos tributarios y del cobre, además de la baja base de comparación de la Operación Renta 2009. Los gastos aumentaron 4,7% real anual, destacando el incremento de subsidios y donaciones, en contraposición con la disminución del gasto en inversión. Desde el punto de vista de la política fiscal, el escenario base de este IPoM considera los anuncios realizados por la autoridad. Estos no conllevan modificaciones significativas para el impulso fiscal en los próximos años con respecto a lo considerado en junio.

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.

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

La inflación anual del IPC y los indicadores subyacentes —IPCX e IPCX1— han continuado aumentando en los últimos meses. A julio, el IPC se ubicó dentro del rango de la meta de inflación, el IPCX alcanzó registros positivos y el IPCX1 está próximo a hacerlo (gráfico IV.1 y tabla IV.1). En el escenario base de este IPoM se anticipa que en lo que resta de este año, la variación anual del IPC volverá a cifras del orden de 3% para luego ubicarse en la parte alta del rango de tolerancia de la meta de inflación durante algunos meses. Durante todo el 2011 y hasta fines del horizonte de proyección relevante, en esta ocasión el tercer trimestre del 2012, la inflación oscilará en torno a 3%.

Tabla IV.1

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

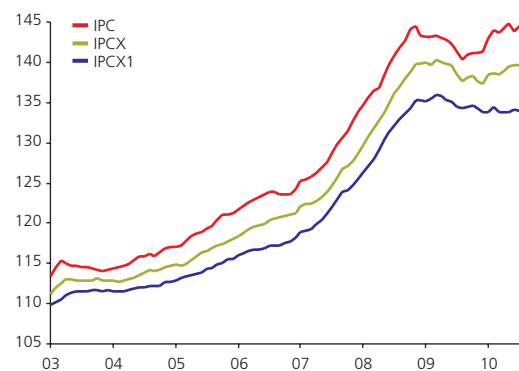
	IPC	IPCX	IPCX1	IPCX1 sin alimentos	IPC sin alimentos y energía	IPCT	IPCNT	IPCB	IPCS
2009 Ene.	6,3	8,0	6,9	4,4	5,8	1,7	11,0	4,2	9,6
Feb.	5,5	6,7	6,7	4,7	5,2	2,4	8,6	4,6	7,4
Mar.	5,0	6,5	6,2	4,7	5,2	2,1	8,0	3,8	7,3
Abr.	4,5	5,5	5,3	4,4	4,8	1,6	8,6	2,8	7,2
May.	3,0	4,4	3,7	3,0	3,5	-0,8	8,0	0,5	6,7
Jun.	1,9	3,6	3,0	2,4	2,8	-2,4	7,6	-1,2	6,1
Jul.	0,3	1,7	1,5	0,9	1,4	-4,0	7,0	-2,8	4,6
Ago.	-1,0	0,4	1,0	0,5	0,8	-5,1	6,4	-3,7	2,7
Sep.	-1,1	0,2	0,8	0,3	0,3	-5,3	4,9	-3,9	2,8
Oct.	-1,9	-0,4	0,2	-0,4	-0,4	-5,9	3,1	-5,0	2,2
Nov.	-2,3	-1,6	-0,7	-1,2	-1,6	-4,7	0,3	-4,4	0,8
Dic.	-1,4	-1,8	-1,1	-1,5	-1,9	-3,4	0,5	-3,6	0,2
2010 Ene.	-1,3	-2,2	-1,1	-1,3	-1,7	-2,5	0,3	-1,8	-0,8
Feb.	0,3	-0,8	-0,9	-1,2	0,1	-2,5	4,2	-1,5	2,6
Mar.	0,3	-1,0	-1,3	-1,9	-0,4	-2,2	3,8	-1,3	2,3
Abr.	0,9	-0,6	-1,1	-1,8	-0,1	-1,2	3,8	-0,2	2,3
May.	1,5	-0,1	-0,9	-1,6	0,4	-0,6	4,4	0,2	3,2
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

(*) Para su definición, ver Glosario.

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

Gráfico IV.2

Indicadores de inflación desestacionalizados
(índice diciembre 1998=100)

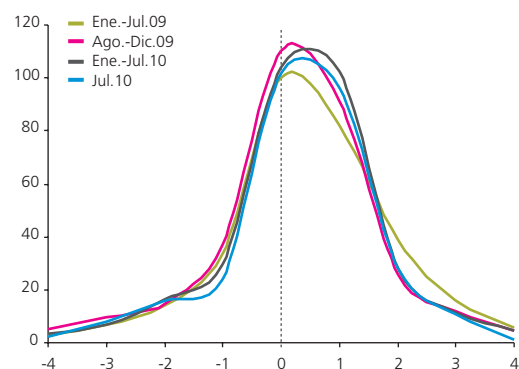


Fuente: Banco Central de Chile en base a cifras del Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico IV.3

Distribución del IPCX1

(frecuencia de la variación mensual)

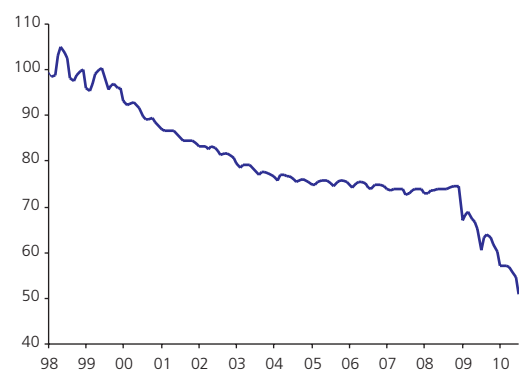


Fuente: Banco Central de Chile en base a cifras del Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico IV.4

IPC de vestuario

(índice diciembre 1998=100)

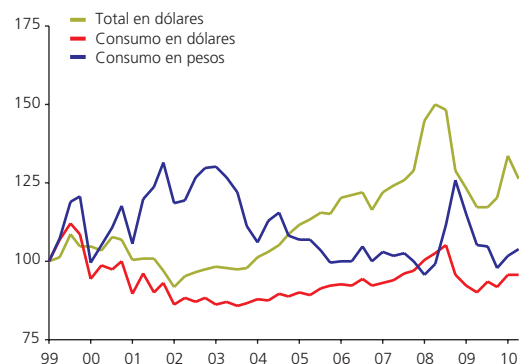


Fuente: Banco Central de Chile en base a cifras del Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico IV.5

Precio de las importaciones de bienes (IVUM) (*)

(índice 1999=100)



(*) Para su definición, ver Glosario.

Fuente: Banco Central de Chile.

Entre mayo y julio, los movimientos de la inflación mensual estuvieron mayormente determinados por el precio de los alimentos, combustibles, vestuario y factores puntuales, como el alza en el gasto financiero y el transporte público. Este último se reflejó con mayor fuerza en el IPCX, que aumentó 0,9% en dicho período. El IPC mostró un incremento de 0,6% en igual lapso. El IPCX1, en cambio, disminuyó 0,1% durante el mismo período.

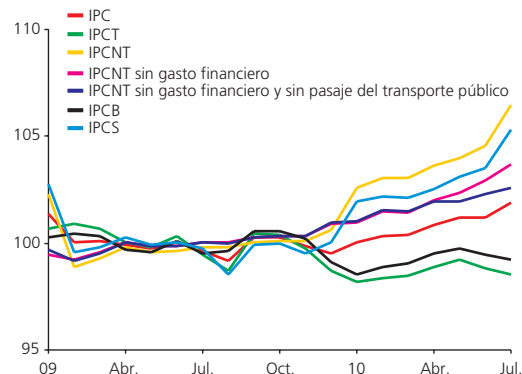
Estas diferencias en la inflación mensual también llevan a una notoria discrepancia entre lo que ha ocurrido con el IPC y el IPCX, y lo que se aprecia en el IPCX1. Mientras los dos primeros muestran aumentos en sus niveles desde fines del 2009, el nivel de este último índice se mantiene estable (gráfico IV.2). Sin embargo, las distribuciones de las variaciones mensuales de los precios incluidos en la canasta del IPCX1 muestran que la mediana se ha movido levemente a la derecha en el último año (gráfico IV.3). Al mismo tiempo, se puede observar un cúmulo levemente mayor de precios que caen, lo que podría explicar que el promedio ponderado de los movimientos no sea significativamente distinto del observado en el último año. Con todo, mientras la proyección del IPoM para la inflación promedio anual del IPC y del IPCX en el 2010 se han corregido al alza desde fines del año pasado, las proyecciones para la inflación del IPCX1 se han ido modificando a la baja. De hecho, a fines del 2009 se anticipaba que la inflación anual promedio del IPCX1 sería de 0,8% este año, proyección que hoy se sitúa en -0,3%.

Existen diversos factores que pueden explicar la evolución de la inflación IPCX1. Por un lado, existen movimientos de corto plazo en los precios que son atribuibles a factores puntuales, como por ejemplo, el alza del impuesto al tabaco. Por otro, existen elementos fundamentales como las holguras de capacidad y las presiones de precios importados que afectan la trayectoria de la inflación a largo plazo. Desde el punto de vista de las holguras, los antecedentes de actividad y PIB tendencial sugieren que estas son menores que las previstas, porque se han ido reduciendo rápidamente, lo que se puede confirmar con una lectura gruesa de las cifras del mercado laboral. A su vez, en el escenario base se prevé que el cierre de las holguras de capacidad provocará un incremento de la inflación, en particular del IPCX1. Ello hará que esta variable converja a niveles coherentes con la meta de 3% en el curso del próximo año.

Considerando los precios importados, la descomposición de la canasta del IPCX1 muestra que los artículos relacionados con el vestuario tomaron a partir del 2009 una trayectoria a la baja mucho más acentuada que lo observado en los años anteriores (gráfico IV.4). El cambio metodológico introducido por el INE para el IPC a partir del 2009 sugiere que en la canasta antigua los precios del vestuario podrían haber sido sobreestimados. Las caídas en los precios pueden estar vinculadas a fenómenos internacionales, lo que se aprecia en la trayectoria de los precios de las importaciones de bienes de consumo. Medidos en pesos, luego de su significativo aumento en el 2008 descendieron y su nivel más reciente no es muy distinto al promedio 2004-2007 (gráfico IV.5). La apreciación más reciente del peso podría provocar una presión adicional a la baja en estos precios. Descontado vestuario, el IPCX1 tuvo un aumento de 0,6%. Ello, mayormente provocado por alzas en los precios de los alimentos, del transporte y del impuesto al tabaco.

Gráfico IV.6

Inflación de transables, no transables, bienes y servicios (*)
(índice 2009=100)

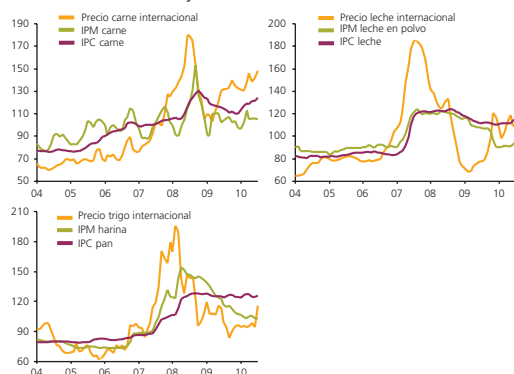


(*) Para su definición, ver Glosario.

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

Gráfico IV.7

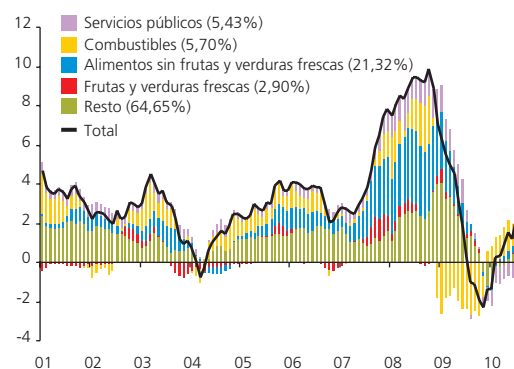
Precio de los alimentos
(índice enero 2004-julio 2010=100)



Fuentes: Banco Central de Chile en base a cifras del Instituto Nacional de Estadísticas y Bloomberg.

Gráfico IV.8

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



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

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

Las medidas del IPC de bienes y de transables exhiben descensos en los últimos meses que son, en parte, consecuencia de la caída en los precios del vestuario. En cambio, las medidas del IPC de no transables y de servicios vienen aumentando desde comienzos de año (gráfico IV.6). La reposición del impuesto de timbres y estampillas en enero y julio más el incremento en el transporte público en Santiago desde abril, el ajuste en el costo de los servicios básicos, como el agua potable, y la trayectoria de precios indexados, como el arriendo, permiten explicar, en gran parte, esta divergencia. La suma de los elementos descritos han contribuido en algo más de 4 puntos porcentuales a la inflación del IPC de servicios y de no transables en lo que va del año.

Respecto del precio de los alimentos, la evolución de los mercados internacionales ha reabierto la preocupación por su comportamiento futuro, en particular dada la experiencia al respecto en el período 2007-2008. El precio del trigo en el mercado internacional, al cierre estadístico de este IPoM, está en niveles en torno a 60% por sobre los de hace un año. Una parte considerable de este fenómeno se ha dado en los últimos tres meses. El precio de la leche, si bien en lo más reciente ha mostrado un descenso, está en niveles 20% superiores a los de un año atrás, mientras el precio de la carne y el maíz, considerando el mismo periodo, se ubican en torno a 30% por sobre esos niveles^{1/}.

Los incrementos de los precios de estos productos en el IPC local son claramente menores. El pan ha aumentado 2% en el último año, la leche en promedio 3% y la carne algo menos de 10%^{2/}. Aunque ciertamente existe una estructura de costos que debe considerarse en el análisis, es posible observar que, mientras los precios locales siguieron la tendencia al alza en los mercados internacionales durante el 2007 y la primera mitad del 2008, no lo hicieron en su caída en la segunda parte de ese año (gráfico IV.7). De ahí que se estima puedan existir holguras que permitan absorber los aumentos de precios en los mercados externos, sin que necesariamente se dé un traspaso uno a uno hacia los precios internos. En particular, un análisis más detallado de la estructura de costos en el mercado del pan da cuenta de un margen relevante por sobre los costos que podría contener alzas en el precio interno (Recuadro IV.1).

El Índice de Precios al Productor (IPP) —que solo incluye precios de bienes y servicios nacionales— y el de Precios Mayoristas (IPM) —que considera los precios de bienes nacionales e importados— muestran reducidos incrementos o incluso disminuciones para estos productos en el último año. El IPP de la leche ha aumentado en 3% desde julio del 2009, y la carne lo hizo en 4% en igual plazo^{3/}. El IPP de la harina, en tanto, disminuyó en torno a 10% desde mediados del año pasado.

^{1/} El precio de referencia internacional para la carne corresponde a contratos futuros de novillos de Brasil. Para la leche se considera el precio *spot* de la leche descremada en polvo de Oceanía. El precio del trigo corresponde al precio *spot* Red Soft Winter N°2 y el precio del maíz corresponde al precio *spot* maíz amarillo N° 2, ambos de Estados Unidos.

^{2/} Corresponde al promedio de la leche líquida, en polvo y conservada. Para la carne se considera la carne fresca o congelada de vacuno.

^{3/} Considera la leche en polvo, líquida y sin elaborar. Para la carne, corresponde a aquella despostada y en barra.

Gráfico IV.9

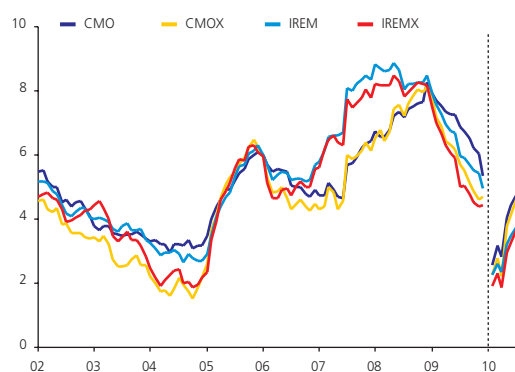
EEE: expectativas de inflación
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico IV.10

Salarios nominales (1) (2)
(variación anual, porcentaje)



(1) Para su definición, ver Glosario.

(2) A partir de enero (señalizado con la línea punteada) se utilizan los nuevos índices con base anual 2009=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

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

En todo caso, si bien hasta ahora a nivel local no se han visto movimientos de la magnitud de los que se han presentado en el mercado internacional para estos productos, la experiencia previa en esta materia y el alto grado de traspaso que la economía chilena mostró de los aumentos de precios externos en el pasado, pone una nota de cautela al respecto. A nivel internacional, claramente estos precios aún no han vuelto a los máximos alcanzados el 2007 y la primera mitad del 2008. El precio de la carne se ubica en torno a 10% por debajo de los máximos alcanzados en esos años. En tanto la leche y el trigo actualmente tienen precios alrededor de 45% menores a esos niveles.

Respecto de otros precios considerados en la canasta del IPC, el precio de los combustibles en pesos en el mercado interno disminuyó 3%, considerando los diez días previos al cierre estadístico de este IPOM y el de junio. El precio de la gasolina en el mercado de referencia externo mostró variaciones similares en igual lapso (-4%), en tanto que el precio del petróleo WTI se mantuvo prácticamente estable. El aporte de los combustibles a la inflación anual ha ido disminuyendo, en favor del resto de los componentes descontando los servicios públicos (gráfico IV.8).

Las expectativas de mercado son coherentes con el escenario base de este IPOM, en donde se anticipa que la inflación volverá a cifras del orden de 3% en la segunda mitad del año y que luego se ubicará en la parte alta del rango de tolerancia de la meta de inflación durante algunos meses. Posteriormente, durante el 2011 y hasta fines del horizonte de proyección relevante, la inflación oscilará en torno a 3%. Según la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de agosto, la inflación prevista a diciembre del 2010 se ubica en 3,6%. A partir de allí muestra un paulatino descenso, situándose en 3,5% a agosto del 2011, en 3,3% a diciembre del mismo año y en 3,0% a agosto del 2012 (gráfico IV.9). Las compensaciones inflacionarias, que se derivan de los precios de los activos financieros, con menor volatilidad en los últimos meses, se ubican en torno a la meta de inflación.

Salarios

Las presiones de costos provenientes del mercado laboral no muestran grandes cambios en los últimos meses. Considerando la modificación en la metodología de medición de los salarios que realizó el INE a partir de enero del 2010, las tasas de crecimiento anual de los salarios nominales aumentaron, y a junio se sitúan entre 4 y 5%, dependiendo de la medida (gráfico IV.10). En términos reales, las variaciones fueron menores, y el crecimiento es cercano a 3% anual. El escenario base considera que las presiones provenientes de los costos laborales no tendrán cambios relevantes respecto de lo que se observa hoy.

Recuadro IV.1: Precios de alimentos en el mundo

En lo más reciente, la trayectoria al alza del precio de los alimentos a nivel internacional ha reabierto la preocupación respecto tanto de su evolución futura como de su impacto en la inflación. Ello, especialmente dado el alto grado de traspaso de los incrementos de precios externos visto en Chile en el 2007 y la primera mitad del 2008. En este recuadro se revisa en particular el caso del trigo, debido, por un lado, a la alta participación del pan en la canasta de la inflación del IPC, y por otro, a la magnitud del incremento de su precio desde el último IPoM.

A nivel internacional, el trigo está entre los productos básicos, y en especial de alimentos, que más ha subido de precio desde el IPoM de junio, cerca de 50%. Hasta ahora, la situación del trigo se asemeja bastante a lo ocurrido a comienzos del 2007 en cuanto a la magnitud del alza, sin embargo, existen diferencias en otros aspectos. Por una parte, el actual dinamismo de la economía mundial es sustancialmente menor al de antes de la crisis del 2008, por lo que las presiones futuras provenientes de una vigorosa demanda deberían ser menores. Por otra parte, los actuales niveles de inventarios son más altos que en ese entonces, principalmente por una mayor oferta de productores distintos a los tradicionales^{4/} (gráfico IV.11). En los últimos tres años, los productores menos tradicionales han aumentado su cuota de participación de mercado desde 62% a cerca de 70% este año, en desmedro de economías del Mar Negro —como Rusia, Ucrania y Kazajistán— y de aquellas más tradicionales. No obstante el menor protagonismo de Rusia en este mercado, los recientes movimientos de precios se acentuaron ante la decisión de este país de restringir sus exportaciones de trigo. La trayectoria de los contratos futuros implícitos para los precios del trigo también es diferente respecto del 2007. En ese periodo, los futuros tenían implícitas alzas adicionales, las que incluso fueron superadas por los precios efectivos. En contraste, ahora, los futuros muestran una caída importante en el corto plazo (gráfico IV. 12).

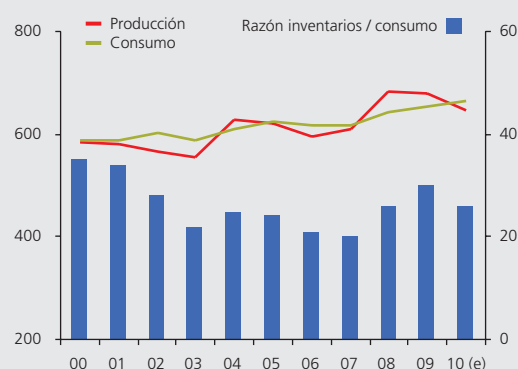
Entre mediados del 2007 y comienzos del 2009, en Chile se vivió con particular intensidad el incremento de los precios de los alimentos, con una incidencia promedio del orden de 4 puntos porcentuales en la inflación del IPC. La relevancia de estos precios en la inflación se observó en varias economías, sin embargo en

Chile el alza del IPC de alimentos fue una de las mayores a nivel mundial (gráfico IV.13). Pistelli y Riquelme (2010), basados en el análisis de la inflación de alimentos, de energía y subyacente de una muestra de países, encuentran que las diferencias en los niveles de precios y las regulaciones a precios locales son determinantes para explicar la divergencia entre Chile y el resto de países.

Gráfico IV.11

Mercado del trigo

(millones de toneladas métricas; porcentaje)



(e) Estimación.

Fuentes: Departamento de Agricultura de Estados Unidos y World Agricultural Supply and Demand Estimates (WASDE, 2010).

Gráfico IV.12

Precio internacional del trigo (1)

(dólares por tonelada métrica)



(1) Precio del trigo *Soft red winter* N. 2, Bolsa de Chicago.

(2) Considerando el promedio de los últimos 10 días hábiles para cada IPoM.

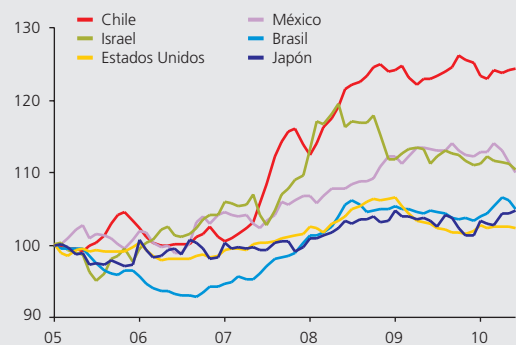
Fuente: Bloomberg.

^{4/} Los productores tradicionales corresponden a Argentina, Australia, Canadá, Comunidad Europea y Estados Unidos.

Con todo, no es tan claro que de proseguir los incrementos de precios del trigo a nivel internacional, necesariamente se repliquen en la economía local. En general, se observa una alta correlación entre el precio del trigo en el mercado internacional y local. Rigobon (2010) encuentra que el grado del traspaso de un *shock* permanente al precio del trigo es rápido y significativo, y es mayor en el caso del pan, cereales y la harina. Hasta ahora, sin embargo, no se ha observado un aumento del trigo en los precios internos —IPP e IPM—, pero la evidencia del 2007, sugiere que ello podría ocurrir con algún desfase.

Gráfico IV.13

IPC de alimentos versus IPC subyacente (*)
(índice enero 2005=100)



(*) Razón entre el IPC de alimentos y el IPC sin alimentos y energía.

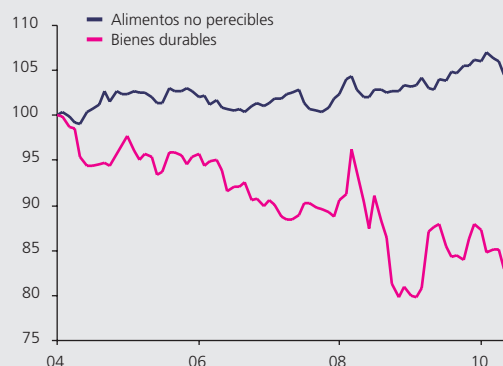
Fuente: Banco Central de Chile en base a cifras del Banco Mundial.

Los índices de precios al consumidor del pan y la harina, se han mantenido prácticamente estables desde el 2008, y a diferencia del IPP e IPM, no siguieron la caída de los precios

internacionales ocurrida en la segunda mitad del 2008 (gráfico IV.7). De ahí que se estima puedan existir holguras que permitan absorber aumentos de los precios en los mercados externos, sin que necesariamente se dé un traspaso uno a uno hacia los precios internos. La estructura de costos en el mercado del pan da cuenta de un margen relevante sobre los costos que podría contener alzas en el precio interno. Considerando un conjunto más amplio de alimentos no perecibles, que también forman parte del IPCX1, se aprecia que los márgenes de los productores se han recuperado, de manera más acentuada desde fines del 2007. Cabe señalar que esto no se reproduce con otros bienes, por ejemplo en el caso de los bienes durables, en que, por el contrario, los márgenes se han comprimido desde el 2006 (gráfico IV. 14).

Gráfico IV.14

Medidas de márgenes: IPCX1/IPP (*)
(índice enero 2004=100)



(*) Considerando una misma canasta entre el IPCX1 y el IPP para los alimentos no perecibles y para los de bienes durables.

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

V. Escenarios para la inflación

Tabla V.1

Supuestos del escenario base internacional

	2009	2010 (f)	2011 (f)	2012 (f)
(variación anual, porcentaje)				
Términos de intercambio	4,1	15,0	-4,3	0,5
PIB socios comerciales (*)	-0,2	4,4	3,5	4,6
PIB mundial PPC (*)	-0,6	4,3	3,8	4,7
PIB mundial a TC de mercado (*)	-2,0	3,3	2,9	3,9
Precios externos (en US\$)	-6,2	4,6	2,3	4,7
(niveles)				
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	234	320	290	290
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	62	77	79	82
Precio paridad de la gasolina (US\$/m3) (*)	474	580	595	616
Libor US\$ (nominal, 90 días, %)	0,7	0,4	0,5	1,5

(*) Para su definición, ver Glosario.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla V.2

Crecimiento económico y cuenta corriente

	2008	2009	2010 (f)	2011 (f)
(variación anual, porcentaje)				
PIB	3,7	-1,5	5,0 - 5,5	5,5 - 6,5
Ingreso nacional	4,1	-1,2	11,7	5,2
Demanda interna	7,6	-5,9	16,1	6,2
Demanda interna (sin variación de existencias)	7,5	-2,8	11,3	7,4
Formación bruta de capital fijo	18,6	-15,3	21,2	13,6
Consumo total	4,0	1,8	8,3	5,3
Exportaciones de bienes y servicios	3,1	-5,6	-0,3	6,1
Importaciones de bienes y servicios	12,2	-14,3	26,3	6,4
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,5	2,6	-1,1	-2,5
(millones de dólares)				
Cuenta corriente	-2.513	4.217	-2.200	-5.700
Balanza comercial	8.848	13.982	10.400	7.600
Exportaciones	66.464	53.735	64.300	66.400
Importaciones	-57.617	-39.754	-53.900	-58.800
Servicios	-871	-1.074	-1.300	-1.400
Renta	-13.423	-10.306	-14.900	-14.900
Transferencias corrientes	2.934	1.616	3.600	3.000

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Este capítulo presenta la evaluación del Consejo de las perspectivas de la economía chilena en los próximos dos años, incluyendo el análisis realizado hasta el 6 de septiembre de 2010. Se entregan proyecciones de las trayectorias más probables de la inflación y el crecimiento. Estas son condicionales a los supuestos del escenario base, por lo que además se presenta la evaluación del Consejo sobre el balance de riesgos para la actividad y la inflación.

Escenario base de proyección

A pesar de las turbulencias financieras externas y las dudas respecto al ritmo de recuperación de las economías desarrolladas, en Chile la actividad y la demanda han mantenido una senda de recuperación mayor que la prevista en el IPoM anterior. El significativo dinamismo del sector real responde tanto a fenómenos transitorios como a factores más persistentes. Entre los primeros, destaca el abultamiento de las decisiones de consumo e inversión con posterioridad al terremoto y maremoto del 27 de febrero (27-F). Entre los segundos, el impulso de la política monetaria, en un contexto en que el canal del crédito se ha tendido a restablecer, y la disipación de la significativa incertidumbre respecto del futuro de la economía global que se dio en la primera mitad del 2009.

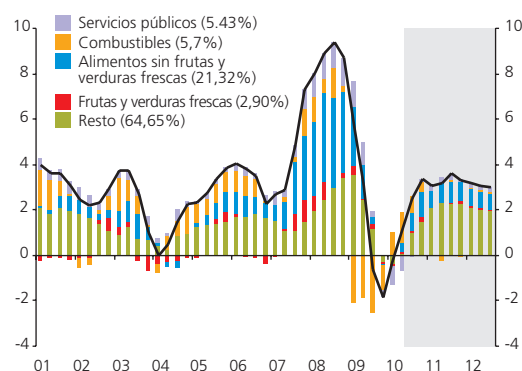
En el escenario base, la inflación superará el 3% en los próximos meses, volviendo a ese valor en el 2011. Aunque la economía mundial presentará una cierta desaceleración en los siguientes trimestres, la economía chilena continuará creciendo a tasas mayores que su tendencia, y por tanto cerrando las holguras de capacidad, hasta mediados del 2011. Este cierre de holguras, más rápido que el previsto con anterioridad, contribuye a que las tendencias subyacentes de la inflación continúen aumentando. Las menores presiones inflacionarias asociadas al fortalecimiento del peso (más allá de aspectos puntuales vinculados a los precios de los alimentos), junto con un nivel del tipo de cambio real menor que el contemplado en el IPoM previo, mitigan las presiones de precios importados y permiten que el escenario inflacionario no sea significativamente distinto al proyectado antes. En este contexto, el proceso de normalización del estímulo monetario ha buscado evitar presiones inflacionarias excesivas a futuro, y seguirá dependiendo tanto de las condiciones macroeconómicas internas como de la evolución del incierto escenario externo. El Consejo reitera que continuará usando sus políticas con flexibilidad para que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.

Escenario externo

En el escenario base, la significativa recuperación de la economía mundial luego de la recesión del 2009 ha tendido a atenuarse. Los problemas fiscales y financieros en el mundo desarrollado pesan sobre las perspectivas de repunte de la demanda final, y las necesidades de consolidación fiscal acotan también la expansión de la demanda agregada en diversas economías industrializadas.

Gráfico V.1

Incidencias en la inflación anual del IPC
(puntos porcentuales)



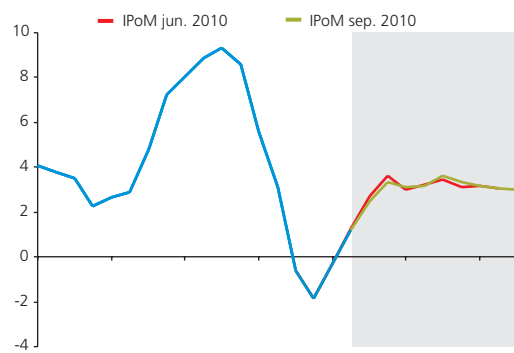
(1) El área gris, a partir del tercer trimestre del 2010, corresponde a la descomposición de la inflación proyectada en el escenario base.

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

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

Gráfico V.2

Inflación del IPC
(variación real anual, porcentaje)



(*) El área gris, a partir del tercer trimestre del 2010, corresponde a la proyección.

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

Tabla V.3

Inflación

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

(f) Proyección.

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

Fuente: Banco Central de Chile.

Aunque el ritmo de expansión económica en los países avanzados siguió siendo relevante durante el primer semestre, se espera una desaceleración en la segunda mitad de este año y el próximo (tabla V.1). Las economías emergentes continuarán exhibiendo un dinamismo mayor, pero también con cierto grado de desaceleración hacia el próximo año. El Consejo estima, al igual que en el IPoM anterior, que las perspectivas del consenso no recogen de manera apropiada este crecimiento global algo más atenuado, por lo que el escenario base contempla perspectivas para la actividad mundial menores que el promedio del consenso de mercado (en -0,3 y -0,4 puntos porcentuales para el 2010 y el 2011, respectivamente). Los mercados financieros han tendido a descontar menores presiones inflacionarias, menor actividad y por tanto, políticas monetarias en las principales economías desarrolladas más laxas y por más tiempo que hace unos meses.

En todo caso, este escenario de crecimiento sigue siendo coherente con precios elevados de productos básicos. Aunque las cifras coyunturales más recientes de producción industrial, confianza empresarial y mercado laboral apuntan a un entorno externo más débil, la cierta mayor tranquilidad financiera y las menores tasas de interés de largo plazo han sostenido los precios de los productos básicos. En el caso del cobre, influye especialmente el dinamismo de las economías asiáticas. Los precios de algunos alimentos han subido con fuerza, en particular en el caso del trigo, pero a diferencia del episodio del 2007 y 2008, las condiciones de inventarios y demanda de estos productos son más holgadas y, en general, se esperan precios más bien decrecientes. El escenario base prevé que el tono menos dinámico de la actividad global también se reflejará en perspectivas algo menores para la inflación en el mundo. Así, la inflación externa relevante para Chile aunque aumentará a 4,6 el 2010 ante la depreciación del dólar en los mercados internacionales, el 2011 descenderá a 2,3%. Los términos de intercambio relevantes para Chile aumentarán 15,0% este año y caerán 4,3% el 2011. El escenario base sigue considerando que los precios de largo plazo de la libra de cobre y el barril de petróleo, medidos en dólares de hoy, son de US\$2 y 75, respectivamente.

Por último, el escenario base considera que no se producirá un rebrote relevante de tensiones financieras en el mundo y que los programas de consolidación fiscal no generarán contratiempos mayores en el desarrollo del entorno externo en los próximos años. Si hubiesen episodios de mayor volatilidad financiera, se espera que los mercados financieros de las economías emergentes, incluido el chileno, sean, como hasta ahora, relativamente resilientes.

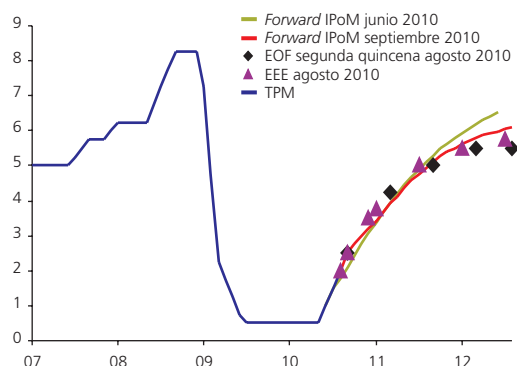
Actividad, demanda interna y cuentas externas

El Consejo prevé que en el 2010 el PIB crecerá a una tasa anual entre 5,0 y 5,5% (tabla V.2). Este rango es superior al proyectado en junio, producto de que el abultamiento de las decisiones de consumo e inversión posteriores al 27-F fue mayor al previsto y la revisión de Cuentas Nacionales para el primer trimestre arrojó un nivel de actividad cerca de 1 punto porcentual superior al estimado con anterioridad. La demanda interna aumentará 16,1% este año (11,3% descontadas las existencias), con un fuerte impulso del consumo privado y la inversión, pero que se tiende a atenuar desde el tercer trimestre.

La moderación del crecimiento mundial hacia el 2011, la disipación de los efectos de una sola vez asociados a la reacción de la demanda con posterioridad al 27-F, así como el gradual retiro del estímulo de la política monetaria, llevarán a que tanto la actividad como la demanda interna moderen sus tasas de expansión

Gráfico V.3

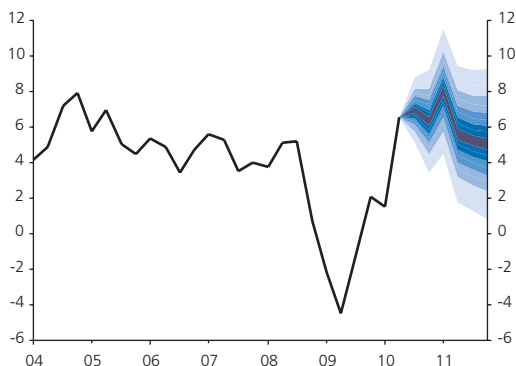
TPM y expectativas
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico V.4

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



(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre el crecimiento que realiza el Consejo. El escenario base de proyección incorpora como supuesto metodológico que el ritmo de normalización de la TPM será similar al que se deduce de las diversas encuestas de expectativas.

Fuente: Banco Central de Chile.

en el 2011. Así, aunque el PIB crecerá a cifras más cercanas a su tendencia para mediados del 2011, para el año como un todo se espera una expansión relevante, de entre 5,5 y 6,5%. Esto se explica porque el crecimiento anual del PIB en el primer trimestre del 2011 alcanzará cifras muy importantes, debido a la reducida base de comparación producto del 27-F. De la misma forma, pasado el proceso de abultamiento de la demanda interna, esta debiese expandirse durante el próximo año en cifras inferiores a la mitad de las que mostrará este año.

En efecto, la demanda interna creció significativamente en el segundo trimestre. Los antecedentes más recientes confirman lo que se esperaba en junio, en cuanto a que el ritmo de expansión comenzó a atenuarse ya en el trimestre en curso, reflejando fenómenos de una sola vez, vinculados al consumo de bienes durables, la formación bruta de capital, especialmente aquella en maquinaria y equipos, y la reposición de existencias.

El esfuerzo de reconstrucción posterior al 27-F ha afectado el gasto interno, pero con una composición distinta a la prevista inmediatamente después de la catástrofe. Mientras en un principio se esperó que los esfuerzos públicos y privados estuvieran mayoritariamente concentrados en infraestructura y construcción, se ha apreciado, por el contrario, un componente mucho más relevante de importaciones de bienes de capital y reposición de existencias. En todo caso, el escenario base considera que de la mano de una moderación, que ya se observa, en la inversión en maquinaria y equipos, la inversión en construcción repunte significativamente hacia fines de este año y el próximo. En el caso del sector público, el escenario base de este IPoM considera los anuncios realizados por la autoridad. Estos no conllevan modificaciones significativas para el impulso fiscal en los próximos años con respecto a lo considerado en junio.

El crecimiento de la actividad y el gasto ha estado también determinado por el significativo impulso de la política monetaria durante los trimestres recientes y la progresiva normalización de las condiciones financieras internas. El escenario de crecimiento prevé a que las holguras de capacidad se cerrarán antes de lo previsto, hacia principios del 2011, lo que requiere proceder gradualmente a normalizar el actual estímulo monetario. Las reducidas presiones inflacionarias importadas, junto con la apreciación del tipo de cambio, han compensado en parte las mayores presiones inflacionarias que se pueden esperar de un cierre más rápido de brechas.

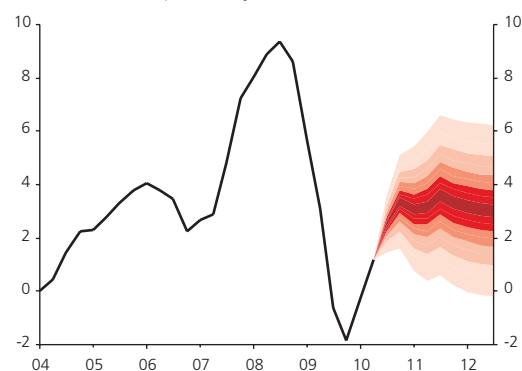
Se prevé que este año la cuenta corriente de la balanza de pagos tenga un déficit de 1,1% del PIB. Medido a precios de tendencia —cálculo que considera correcciones en precios y no volúmenes—, el déficit se ubicará este año y el próximo en torno a 7% del PIB. Esta cifra es elevada en términos históricos, pero se explica porque los niveles de ahorro e inversión público y privado están afectados por las consecuencias directas del 27-F y los esfuerzos de reconstrucción. En los años posteriores, más allá del horizonte de proyección de este IPoM, en la medida que se complete el esfuerzo de reconstrucción, debiese darse una reducción relevante del déficit a precios de tendencia.

Inflación

El Consejo prevé que la inflación anual del IPC seguirá aumentando, ubicándose en la parte alta del rango por algunos meses. Luego, oscilará en torno a 3% hasta fines del horizonte de proyección relevante, el tercer trimestre del 2012. Las medidas de inflación subyacente han tenido un aumento más lento, y también convergerán más gradualmente hacia 3% (gráficos V.1 y V.2, tabla V.3).

Gráfico V.5

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

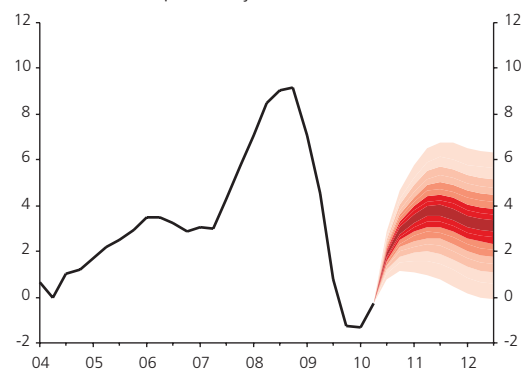


(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Consejo. El escenario base de proyección incorpora como supuesto metodológico que el ritmo de normalización de la TPM será similar al que se deduce de las diversas encuestas de expectativas.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico V.6

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



(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Consejo. El escenario base de proyección incorpora como supuesto metodológico que el ritmo de normalización de la TPM será similar al que se deduce de las diversas encuestas de expectativas.

Fuente: Banco Central de Chile.

Como se detalló, la convergencia de la inflación a la meta en el escenario base de este IPOM está determinada por la combinación de una actividad y gasto interno más dinámicos, pero con menores presiones importadas. Además, en el corto plazo se han dado cambios puntuales en algunos precios, como las tarifas del transporte público en Santiago, el aumento en el precio de los cigarrillos y el aumento en el impuesto de timbres y estampillas. Con relación a las perspectivas previas, estos últimos factores agregarán algo menos de inflación al IPC en los próximos meses.

También se supone que en el largo plazo el TCR será similar a su nivel actual, considerando que, al cierre estadístico de este IPOM, está en valores coherentes con sus fundamentos de largo plazo. Como se señaló, esto induce menores presiones inflacionarias importadas que las consideradas en IPOM previos. Asimismo, se utiliza como supuesto de trabajo que el ritmo de normalización de las TPM será similar al que se deduce de las diversas encuestas de expectativas (gráficos V.3).

Escenarios de riesgo

El escenario base refleja los eventos que se estiman más probables con la información disponible al realizar estas proyecciones. Situaciones diferentes implicarán un escenario macroeconómico —y una trayectoria de política monetaria— también distinto (gráficos V.4, V.5 y V.6).

En efecto, el escenario aquí delineado está sujeto a diversos riesgos. Considerando que a junio la actividad y la demanda interna ya traían una velocidad mayor que la prevista, no puede descartarse que las holguras sigan cerrándose a un ritmo superior al contemplado en el escenario base. Tampoco puede descartarse que una mayor parte de ese dinamismo haya respondido a factores meramente transitorios, como aquellos asociados al 27-F, y que la actividad se desacelere antes que lo previsto.

En el contexto global varios riesgos siguen latentes. El crecimiento de Estados Unidos podría debilitarse más allá de lo previsto, con efectos en los mercados financieros —en particular reversiones en los índices bursátiles— y nuevas postergaciones del retiro de los estímulos monetarios. La situación fiscal en las economías desarrolladas —y en especial en algunos países de Europa— es aún un tema de preocupación, en particular, por sus efectos sobre la percepción de riesgos y el impacto que podría provocar en la recuperación de la actividad mundial. Además, las medidas adoptadas por China para acotar el crecimiento del crédito y evitar un sobrecalentamiento pueden inducir un menor dinamismo mundial y precios de materias primas más bajos. Como es habitual, la persistencia de los desbalances globales induce riesgos tanto sobre los movimientos de los flujos de capital entre distintas áreas económicas como en la evolución de las paridades entre las distintas monedas.

Las alzas observadas en los precios de algunos alimentos a nivel internacional, especialmente el trigo, plantea el riesgo de mayores precios internos, considerando el alto traspaso de estos precios que ha mostrado la economía chilena.

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

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

Este recuadro describe las principales revisiones en el escenario base de proyección entre este IPoM y el de septiembre del 2009.

En el plano externo, los cambios en el panorama han sido menos radicales y contundentes que aquellos observados en el período 2008-2009. Los últimos doce meses han estado caracterizados por las secuelas de la crisis financiera internacional y la renovada incertidumbre respecto de la recuperación global a partir de la situación fiscal de algunas economías europeas y, en lo más reciente, por la debilidad de la economía estadounidense. En general, el impacto de esto en la economía nacional ha sido hasta ahora moderado. En tanto, el factor idiosincrásico que más marcó la evolución del crecimiento e inflación local fue el terremoto y maremoto de fines de febrero (27-F) que afectó a la zona centro sur de Chile.

Aunque la economía chilena se ha visto favorecida por la recuperación de la situación externa hasta mediados del 2010, el escenario no ha estado exento de obstáculos y riesgos. Entre los factores de riesgo, en la última parte del 2009 destacaban el impacto que tendría la normalización monetaria sobre los mercados financieros y cambiarios, además del vigor y la sustentabilidad de la recuperación en el mediano plazo. Hacia el segundo cuarto de este año, el escenario internacional volvía a mostrar tensiones relevantes, aunque menos intensas que las vividas a fines del 2008. La debilitada situación fiscal en algunos países de Europa afectó a otras economías y sistemas bancarios, lo que llevó a un significativo aumento de la volatilidad, en especial durante mayo. En los últimos meses, las dudas respecto de la recuperación de EE.UU. se ha tornado el principal foco de preocupación. Aunque las proyecciones de crecimiento mundial para este año se han ido ajustando al alza, incorporando las mejores cifras efectivas, para el 2011 estas han ido en dirección contraria, a partir del segundo trimestre de este año. Los precios de los activos financieros han reaccionado con mayor fuerza a los acontecimientos. Con movimientos bastante notorios del dólar y el euro, las bolsas y en los últimos meses las tasas de interés de largo plazo. Los precios de las materias primas en general se han mantenido en niveles altos, especialmente el cobre. La inflación se ha mantenido contenida, por debajo de la meta en varias economías y con perspectivas de seguirse atenuando. En este escenario, la normalización de la política monetaria partió a fines del 2009 en algunos países. Sin embargo, los últimos acontecimientos han llevado a las autoridades monetarias a ser más cautelosos con el retiro del estímulo monetario (tabla V.4).

En términos de actividad nacional, a fines del 2009, al igual que en el resto del mundo la economía chilena retomaba un significativo dinamismo. En el escenario base del IPoM de septiembre 2009 se preveía que el PIB crecería entre 4,5 y 5,5% anual el 2010, con un progresivo, aunque parcial, cierre de las holguras de capacidad hacia el 2010 y 2011. Sin embargo, la situación local sufrió un vuelco con el 27-F, el que se estimó redujo en torno a 1 punto porcentual las perspectivas de crecimiento para el año y entre 1,0 y 1,5% el nivel de producto tendencial de la economía debido a la destrucción del stock de capital.

Tabla V.4

Principales supuestos del escenario internacional

	Sep. 09	Dic. 09	Mar. 10	Jun. 10	Sep. 10
PIB mundial a PPC (v. anual, porcentaje)					
2010	3,3	3,8	4,3	4,3	4,3
2011	4,2	4,2	4,4	4,0	3,8
PIB socios comerciales (v. anual, porcentaje)					
2010	3,1	3,6	4,0	4,4	4,4
2011	3,9	3,8	3,8	3,7	3,5
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)					
2010	77	80	82	77	77
2011	80	86	85	80	79
Precio del cobre BML (US\$/cent/libra)					
2010	260	270	310	300	320
2011	250	270	290	270	290
Términos de intercambio (v. anual, porcentaje)					
2010	2,3	4,7	12,5	14,3	15,0
2011	-2,5	-2,3	-5,6	-7,2	-4,3
Precios externos, en US\$ (v. anual, porcentaje)					
2010	8,0	9,6	3,7	3,4	4,6
2011	3,2	1,0	3,0	3,3	2,3

Fuente: Banco Central de Chile.

Los impactos inmediatos del 27-F se evidenciaron en una fuerte caída de la actividad, con paralización de empresas en marzo y parte de abril. Esto fue coherente con la corrección a la baja que se hizo para la actividad, pues se tenía el efecto de la menor capacidad productiva por la destrucción de capital, por un lado, y la disrupción en las decisiones de demanda y la caída en el consumo para acomodar un mayor ahorro por otro. Un aspecto importante era el vinculado a la magnitud, composición, temporalidad, forma de financiamiento y focalización del esfuerzo de reconstrucción pública y privada, claves para delinear el panorama macroeconómico de mediano plazo.

La actividad y la demanda revirtieron con fuerza los efectos inmediatos del 27-F. Esto se reflejó en un crecimiento vigoroso de la demanda interna, impulsada por la formación bruta de capital fijo, pero también por un consumo muy dinámico. Al

segundo trimestre de este año, las holguras se han cerrado más rápido que lo anticipado y se prevé que el PIB se ubique entre 5,0 y 5,5% este año. Este rango es superior al previsto en junio y responde en buena medida a lo que ha acontecido en la primera parte del año (tabla V.5).

Tabla V.5

Crecimiento económico y cuenta corriente para el 2010

	Sep. 09	Dic. 09	Mar. 10	Jun. 10	Sep. 10
(variación anual, porcentaje)					
PIB	4,5-5,5	4,5-5,5	4,25-5,25	4,0-5,0	5,0-5,5
Balance de riesgos actividad	Equilibrado	Equilibrado	Equilibrado pero sesgado a la baja en el muy corto plazo	Equilibrado	Equilibrado
Demanda interna	6,7	8,9	12,4	14,5	16,1
Consumo total	2,5	3,5	5,7	7,8	8,3
Formación bruta de capital fijo	7,4	8,2	14,8	23,0	21,2
(porcentaje del PIB)					
Cuenta corriente	1,2	0,6	-1,1	-1,2	-1,1

Fuente: Banco Central de Chile.

Hace un año, en agosto del 2009, la inflación del IPC cayó a terreno negativo y se mantuvo ahí hasta febrero de este año. Al cierre de este IPoM ya se encontraba en el rango de tolerancia y se anticipa que se acercará y superará prontamente la meta. Entre los factores que han determinado esta evolución se encuentran, inicialmente la base de comparación del 2008, en que la inflación se acercó a 10% anual, y la caída de los precios de las materias primas. A ello se sumó el incremento de las holguras de capacidad durante gran parte del 2009, además de la incidencia de precios puntuales. La trayectoria del tipo de cambio es otro elemento que ha incidido en la inflación. Este ha oscilado entre \$490 y 560 por dólar desde septiembre del 2009 (tabla V.6).

Tabla V.6

Cambios en la proyección de inflación IPC promedio 2010 (puntos porcentuales)

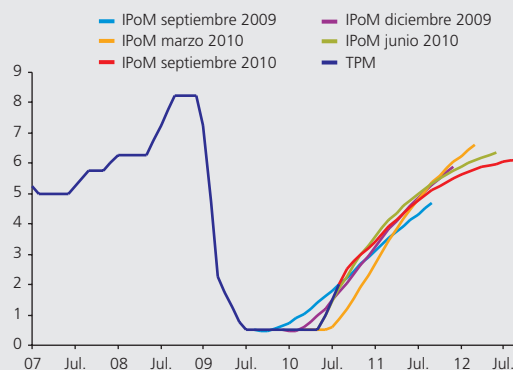
	Dic. 09	Mar. 10	Jun. 10	Sep. 10
Proyección inicial (1)	1,5	1,0	2,4	1,8
Combustibles	0,1	0,2	-0,1	-0,1
Alimentos sin frutas y verduras frescas	0,0	0,1	0,2	0,1
Frutas y verduras frescas	0,0	0,4	-0,1	-0,1
Servicios públicos	-0,2	-0,2	0,1	0,2
Resto de productos	-0,3	0,9	-0,7	-0,2
Proyección final (2)	1,0	2,4	1,8	1,7

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

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

Fuente: Banco Central de Chile.

La política monetaria ha ido desde una situación muy expansiva a un retiro gradual del estímulo. Así, en septiembre del 2009, el Consejo reafirmaba que mantendría la Tasa de Política Monetaria (TPM) en su nivel mínimo, 0,5%, por un tiempo prolongado y continuaba con las medidas complementarias. En noviembre, estimó necesario señalar con mayor claridad cómo se alterarían las medidas complementarias. De este modo, junto con mantener la TPM en 0,5% anual por un periodo prolongado que se extendería al menos hasta el segundo trimestre del 2010, acordó reducir el plazo máximo de la FLAP desde 180 a 150 días a partir del 14 de diciembre de 2009 y continuar disminuyéndolo cada mes en 30 días, de forma de extinguir el acceso a esta facilidad en mayo del 2010. En junio, el Consejo continuó con el proceso de normalización de la política monetaria, aumentando la TPM en 50 puntos base. Ello lo repitió en las reuniones de julio y agosto, llevando la TPM a 2% anual. El escenario base de este IPoM contempla que el ritmo de normalización de la TPM será similar al que se deduce de las diversas encuestas de expectativas. En términos gruesos, las expectativas de mercado han seguido muy de cerca el curso de la política monetaria comunicado por el Consejo, y el proceso de normalización monetaria esperado por el mercado ha tenido fluctuaciones relativamente acotadas (gráfico V.7).

Gráfico V.7TPM y curva *forward* al cierre estadístico del IPoM respectivo (porcentaje)

Fuente: Banco Central de Chile.

Anexo A: Balance del Banco Central de Chile

Este anexo presenta y analiza la situación y las proyecciones de las principales partidas de los estados financieros del Banco Central de Chile (BCCCh). Primero, se realiza una breve revisión de la evolución del balance en el primer semestre del 2010 y luego se presentan las proyecciones de activos y pasivos para fines del 2010 y del 2011.

Los movimientos de cualquier cuenta del balance se pueden explicar por: a) flujos, relacionados con la extinción o nuevas transacciones, b) rentabilidad, que corresponde a los intereses ganados y c) reajustes, utilidades y pérdidas asociadas a aquellas cuentas indexadas a la evolución del tipo de cambio y la inflación. Debido a que alrededor de 70% de los activos corresponde a reservas internacionales y 70% de los pasivos a pagarés e instrumentos de política (deuda), el BCCCh es un 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 (TPM). Los reajustes del balance corresponden, principalmente, a los cambios por indexación a la inflación y variaciones del tipo de cambio. Como las reservas se conforman principalmente por dólares y euros (cerca de 50% dólar y 40% euro) las utilidades/pérdidas dependen de la variación del peso frente a estas monedas. Adicionalmente, integran los reajustes, las utilidades y pérdidas asociadas a aquellas cuentas indexadas a la evolución de la inflación (como los bonos indexados a la variación de la UF).

Evolución del Balance en el primer semestre del 2010

En la primera mitad del 2010, la evolución del Balance ha estado marcada por la reducción del tamaño de los activos y pasivos, junto con una leve mejora del patrimonio. Esto, por utilidades de cambio que han compensado pérdidas por la deuda indexada (debido a las cifras positivas de inflación que se han registrado durante este año).

Entre el 30 de diciembre de 2009 y el 30 de junio de 2010, el tamaño del Balance disminuyó en \$1.666 mil millones (3,9%

del PIB). En los activos, ello se explicó por la disminución de la Facilidad de Liquidez a Plazo (FLAP). El saldo agregado de los repos y la FLAP^{1/} se contrajo en \$1.921 mil millones (gráfico A.1). Con esto, el saldo de instrumentos de política monetaria, que incluye repos y FLAP, medido como proporción del PIB ha vuelto a niveles similares a los observados antes de la crisis (tabla A.1). Los pasivos se ajustaron a la baja debido a la caída en el saldo de la deuda del Banco Central; mientras que el patrimonio no tuvo mayores cambios. De acuerdo con la contabilidad habitual, el patrimonio del BCCCh pasó de -\$1.960 mil millones el 31 de diciembre de 2009 (-2,1% del PIB) a -\$1.936,3 mil millones el 30 de junio del 2010 (-1,9% del PIB). Esta leve mejora se debió principalmente a ganancias de las reservas internacionales.

Las monedas que componen las reservas presentaron resultados mixtos. Por una parte, se obtuvieron utilidades porque el peso se depreció frente al dólar durante la primera mitad del año. Por otra, hubo pérdidas por la importante depreciación del euro frente a casi todas las monedas. En suma, las reservas presentaron utilidades la primera mitad del año a pesar del cambio en la valoración del euro (tabla A.1). La inflación incrementó el costo nominal de la deuda, lo que se tradujo en pérdidas que, como se mencionó, fueron inferiores a las utilidades de cambio.

Proyección de los balances 2010 y 2011

Los principales supuestos que considera la proyección son: a) los depósitos bancarios en el BCCCh (facilidad permanente de depósitos) permanecerán en niveles similares a los de los últimos meses; b) coherente con la extinción de la FLAP y los repos, el saldo de los instrumentos de política monetaria disminuirá a niveles cercanos a cero; c) los depósitos del Fisco se mantendrán en los niveles mínimos actuales; d) la base monetaria evolucionará de forma concordante con fundamentos macroeconómicos y e) no habrá operaciones

^{1/} El Banco Central de Chile terminó la emisión de FLAP en mayo del 2010. Además, se eliminaron las facilidades otorgadas a los repos el 29 de junio.

de cambio durante el período de proyección (tabla A.2). Las operaciones con PDBC se proyectan como la variable de ajuste ante un déficit o un excedente de fondos. Cabe mencionar que las cifras del Balance que se presentan en este IPoM para el 2010 y el 2011 no consideran aportes de capital, de acuerdo con la Ley de Responsabilidad Fiscal.

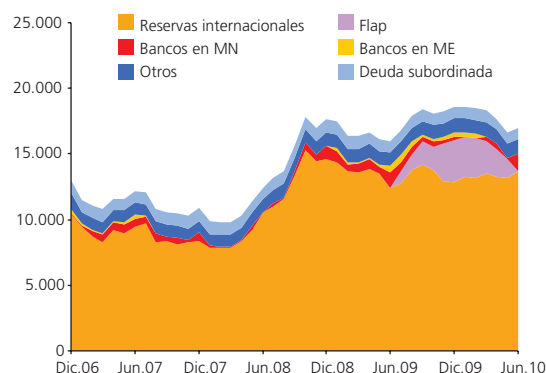
Un punto clave en la proyección es la evolución del diferencial entre las tasas de interés internacional y local (rentabilidad de activos y costo de pasivos). El escenario internacional, con el cual se han realizado las proyecciones de este IPoM, considera que la tasa de interés internacional se mantendrá en niveles bajos durante el 2010 y el 2011. Por su lado, la TPM comenzó su proceso de normalización en junio del presente año, alcanzando al cierre de este IPoM un nivel de 2% anual. Esto implica una ampliación del diferencial entre los costos de la deuda y los intereses devengados por las reservas internacionales. Lo anterior se traduce en pérdidas patrimoniales, de 0,2 y 0,3% del PIB a fines del 2010 y del 2011, respectivamente (tabla A.1). Esta diferencia convergerá 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 segundo punto clave en que se basa esta proyección es la evolución esperada del tipo de cambio y de la inflación. El tipo de cambio, que afecta principalmente a las reservas internacionales, se supone seguirá una trayectoria coherente con la esperada para el tipo de cambio real^{2/}. En lo más reciente, la paridad peso dólar muestra valores inferiores a los 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. Se estima que esta llegaría a 0,5% del PIB (tabla A.1). Con esto, para el 2010 se contempla una reducción del saldo de las reservas como proporción del PIB de alrededor de 1,5 puntos porcentuales (pp). Para ese año, se espera un nivel de reservas similar al del año previo, pero un producto mayor. Ello hace que la razón reservas a PIB disminuya en ese año. En este IPoM se proyecta una inflación positiva para el 2010 y el 2011, con lo cual la deuda indexada, principalmente los bonos, originaría pérdidas patrimoniales equivalentes a 0,1% del PIB durante ambos años.

Así, se prevé que en el 2010 el tamaño de los activos y pasivos (incluyendo el patrimonio) del Balance se reducirá como proporción del PIB en cerca de 6 pp (tabla A.1). En el 2011 los activos y pasivos serían menores a los del año anterior. Por el lado de los activos, este descenso se explica porque tanto los datos efectivos como las proyecciones muestran una caída en el uso de los instrumentos de política monetaria. Además, el saldo de las reservas internacionales se contraerá por las pérdidas cambiarias, anteriormente mencionadas, durante el segundo semestre de este año. Por el lado de los pasivos, la caída del 2010 se explica principalmente por una reducción en el tamaño de la deuda y por pérdidas del patrimonio asociadas al cambio de valoración de las reservas que se espera para el segundo semestre. En el 2011, los principales movimientos de los pasivos provendrán de las pérdidas patrimoniales que arroja la ampliación supuesta entre la brecha que mide el retorno de reservas y el costo de la deuda.

Gráfico A.1

Activos del Banco Central de Chile
(millones de pesos)



Fuente: Banco Central de Chile.

^{2/} Para las proyecciones se utiliza como supuesto de trabajo que el TCR será similar a su nivel actual en el largo plazo, lo que es coherente con sus determinantes fundamentales a ese horizonte.

^{3/} Promedio agosto \$509 por dólar vs \$525 promedio primer semestre.

Tabla A.1

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

	2006	2007	2008	2009	Jun.10	2010 (f)	2011 (f)
Activos	17,8	12,8	20,4	20,3	16,4	14,5	13,6
Reservas internacionales	13,3	9,8	16,3	14,0	13,2	12,5	11,7
Pagarés fiscales y otros créd. a gob.	1,8	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9
Instrumentos de política monetaria	1,2	0,7	1,8	4,1	1,2	0,0	0,0
Otros activos	1,5	1,3	1,4	1,3	1,1	1,1	1,0
Pasivos	20,5	15,3	19,7	22,5	18,3	17,3	16,8
Pagarés con mercado secundario	11,1	9,1	11,9	12,6	10,0	10,0	10,4
Instrumento de política con bancos	2,8	1,4	2,4	3,4	2,2	1,2	0,4
Otros pasivos con bancos	0,7	0,1	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
Otros pasivos excepto base monetaria	1,6	0,5	0,4	1,1	1,3	1,2	1,1
Base monetaria	4,4	4,3	4,7	5,0	4,6	4,7	4,7
Patrimonio (A+B)	-2,8	-2,5	0,7	-2,1	-1,9	-2,8	-3,2
A. Patrimonio inicial revalorizado	-3,2	-2,7	-2,6	0,7	-1,9	-1,9	-2,7
B. Resultado neto	0,0	-0,3	2,9	-2,8	0,0	-0,9	-0,5
No financieros	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1
Intereses netos y variación UF	-0,6	-0,2	-0,5	0,0	-0,1	-0,3	-0,3
Por variación de tipos de cambio	0,6	-0,3	3,2	-2,8	0,2	-0,5	-0,1
Revalorización capital	0,1	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1
C. Aporte de capital	0,4	0,5	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Memorándum							
Resultado nominal (1)	-0,2	-0,3	-0,7	0,0	-0,2	-0,4	-0,5
Posición pagadera en moneda extranjera (2)	9,5	9,3	16,2	13,3	12,0	11,4	10,6
Posición valorada en moneda extranjera (3)	9,0	9,1	16,2	13,3	12,0	11,4	10,6

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

(2) Activos menos pasivos pagaderos en moneda extranjera.

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

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla A.2

Flujos del balance del Banco Central de Chile (1)
(miles de millones de pesos)

	2006	2007	2008	2009	Jun.10	2010 (f)	2011 (f)
1. Reservas internacionales	688	-2.045	2.691	701	530	511	-28
2. Instrumentos de política en moneda nacional	654	333	-2.223	351	-102	250	386
2a. de lo cual: indexado al tipo de cambio	82	230	196	3	0	0	0
3. Pagarés del Banco Central en dólares	1.293	0	0	0	0	0	0
4. Otras operaciones en MN excepto base monetaria (2)	-21	-109	-121	-26	1.807	-33	-5
5. Otras operaciones en moneda extranjera (3)	-2.137	2.051	180	-661	-526	-507	28
Base monetaria (variación = 1+2+3+4+5)	477	230	527	345	163	221	381
Memorándum							
Posición pagadera en ME (operaciones de cambio = 1+3+5)	-156	6	2871	40	4	4	0
Posición valorada en ME (= 1+2a+3+5)	-74	236	3067	42	4	4	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 (BCCCh) para apoyar su política monetaria y cambiaria. Su gestión busca proveer, en forma eficiente, un acceso seguro a la liquidez internacional, cautelando el patrimonio financiero del Banco, y conforme al marco legal definido en el Artículo 38, del Título III, de su Ley Orgánica Constitucional.

En la administración de las reservas internacionales, el BCCCh cuenta con una separación de responsabilidades a distintos niveles jerárquicos, que van en línea con las recomendaciones internacionales sobre la materia y las evaluaciones externas. Asimismo, se realizan en forma periódica ejercicios de auditoría internos y externos a los distintos procesos del ciclo de inversión. De esta manera se garantiza que el proceso de toma de decisiones y de evaluación de la gestión al interior del BCCCh esté bien definido y que los riesgos estén acotados.

El BCCCh monitorea el cumplimiento de las pautas y parámetros de inversión a través de un Departamento de *Middle Office*, que revisa diariamente los lineamientos definidos por el Consejo. Para determinar la elegibilidad de los países, instituciones supranacionales, bancos comerciales y agencias en donde se pueden invertir las reservas internacionales, se utilizan variables tales como la clasificación de riesgo, el patrimonio de las instituciones y ratios de deuda. Además, el área de inversiones ha desarrollado una serie de indicadores complementarios que permiten hacer un mayor seguimiento de las distintas posiciones administradas (informes diarios de posicionamiento, CDS y *ratings*, entre otros). Respecto de los sistemas de información, el BCCCh 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 portafolio de inversiones incluye activos de corto plazo en moneda extranjera, conformados por depósitos bancarios e instrumentos del mercado monetario con vencimiento hasta un año, y activos de largo plazo, que contienen inversiones principalmente en bonos nominales e indexados con vencimiento desde 1 a 10 años. Una porción menor del portafolio de inversiones (5%) es gestionada por administradores externos, y está constituida por dos programas de largo plazo. El primero, administrado por Pimco y Wellington, incluye toda la gama de instrumentos elegibles. El segundo, gestionado por BlackRock, corresponde a un mandato de *mortgage-backed securities*^{1/} (MBS).

^{1/} El comparador referencial de este mandato es 85% MBS y 15% bonos y notas del Tesoro americano.

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

Entre septiembre del 2009 y agosto del 2010, se realizaron revisiones a la política de inversiones, introduciéndose actualizaciones al comparador referencial, al riesgo de crédito y a la composición de monedas. Ello, con el fin de enfrentar de mejor forma la volatilidad de los mercados financieros internacionales y proteger el balance del Banco. Los principales cambios se refirieron a la incorporación del dólar australiano, el dólar canadiense y la libra esterlina al comparador referencial. Así, la composición de monedas del portafolio de inversiones es 50% dólares estadounidenses, 40% euros, 3,5% dólares australianos, 3,5% dólares canadienses y 3,0% libras esterlinas. Asimismo, en julio del 2010, se redujo la participación referencial del riesgo bancario de 20 a 10% del portafolio de inversiones, rebajándose también el monto máximo permitido en dichos emisores de 25 a 15%. Además, se redujo la duración referencial de los depósitos en dólares y euros de 3 a 1,5 meses. La duración del portafolio de inversiones de administración interna se mantuvo en 17 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 actual
Portafolio de corto plazo	Bancario	10%	Índices Merrill Lynch: LIBID a 3 meses (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) FXBIS 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.

El retorno anualizado obtenido por la gestión de reservas internacionales durante el primer semestre fue de 4,16% medido en divisas^{2/}. El retorno diferencial obtenido respecto de la estructura referencial fue de -0,16% (tabla B.3).

^{2/} En función de la canasta referencial del portafolio de inversiones.

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%	3,0	20,0%	4,6	1,8%	3,0	1,8%	3,0	1,5%	3,0		
Subtotal CP		30,0%	2,8	24,0%	4,1	2,1%	2,8	2,1%	2,8	1,8%	2,8	60%	3,3
Portafolio de Largo Plazo	Bonos nominales												
	Tramos de madurez 1-3 años	9,3%	22,8	7,5%	21,1								
	3-5 años	4,0%	45,6	3,2%	44,4								
	5-7 años	1,7%	65,6	1,3%	62,1								
	7-10 años	1,7%	86,3	1,3%	84,6								
1-10 años						1,4%	46,4	1,4%	47,6	1,2%	52,0		
Subtotal		16,7%	38,9	13,3%	37,1	1,4%	45,1	1,4%	44,2	1,2%	55,0	34%	39,3
	Bonos indizados												
	Tramos de madurez 1-10 años	3,3%	29,5	2,7%	27,8								
Subtotal		3,3%	29,5	2,7%	27,8							6%	28,8
Subtotal LP		20,0%	37,4	16,0%	35,6	1,4%	45,1	1,4%	44,2	1,2%	55,0	40%	37,7
Cartera total		50,0%	16,6	40,0%	16,7	3,5%	19,7	3,5%	19,3	3,0%	23,6	100%	17,0

Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla B.3

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

Período	En divisas		En dólares		Diferencial
	RRII	BMK	RRII	BMK	
2010 (*)	4,16	4,33	-9,36	-9,20	-0,16
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 2010, las reservas internacionales disminuyeron en US\$197 millones respecto del cierre del 2009, alcanzando a US\$25.175,5 millones. De ellos, US\$22.445,7 correspondieron al portafolio de inversiones y US\$1.233,4 al portafolio de liquidez. Del total de reservas, 50,5% estaba invertido en dólares; 33,6% en euros y 15,8% en otras divisas (gráfico B.1 y tabla B.4).

A junio del 2010, las inversiones en depósitos bancarios del portafolio de inversiones alcanzaron a US\$4.072 millones, lo

que representó una disminución de US\$834 millones respecto de diciembre del 2009. La mayor parte de los depósitos bancarios del portafolio de inversiones tiene una clasificación de riesgo AA-. Asimismo, el riesgo de crédito bancario, medido como el promedio ponderado de los depósitos vigentes cada día por un índice numeral de clasificación de riesgo^{3/}, ha mejorado en el presente año.

Gráfico B.1

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

(*) Excluye otros activos.

Fuente: Banco Central de Chile.

^{3/} El índice numeral se construye asignando el valor 10 a la clasificación AAA, 9 a la clasificación AA+, 8 a la clasificación AA y así sucesivamente hasta 5 para la clasificación A.

Tabla B.4

Composición de las reservas internacionales
(millones de dólares)

Tipo de Portafolio	Moneda	2009		2010	
		Dic.	%	Jun.	%
Portafolio de inversiones Monedas y depósitos	Dólar	22.695,7	89,4%	22.445,7	89,2%
	Euro	2.846,4	11,2%	1.990,9	7,9%
	Otras divisas	2.183,0	8,6%	1.417,4	5,6%
Valores	Dólar	39,8	0,2%	663,3	2,6%
	Euro	10.896,5	42,9%	9.446,3	37,5%
	Otras divisas	6.539,9	25,8%	7.041,3	28,0%
Totales	Dólar	190,1	0,7%	1.886,5	7,5%
	Euro	13.742,9	54,2%	11.437,2	45,4%
	Otras divisas	8.722,9	34,4%	8.458,7	33,6%
Portafolio de liquidez Monedas y depósitos	Dólar	229,9	0,9%	2.549,8	10,1%
	Euro	1.153,6	4,5%	1.233,4	4,9%
	Otras divisas	1.141,4	4,5%	1.233,4	4,9%
Totales	Euro	12,2	0,0%	0,0	0,0%
	Otras divisas	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Otros Activos	Dólar	1.141,4	4,5%	1.233,4	4,9%
	Euro	12,2	0,0%	0,0	0,0%
	Otras divisas	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Oro monetario	Otras divisas	8,8	0,0%	9,8	0,0%
	Otras divisas	1.143,4	4,5%	1.168,5	4,6%
	Otras divisas	286,1	1,1%	270,9	1,1%
Acuerdos de crédito recíprocos	Dólar	84,9	0,3%	47,2	0,2%
	Dólar	25.372,5	100,0%	25.175,5	100,0%
	Euro	14.969,2	59,0%	12.717,8	50,5%
Total	Euro	8.735,1	34,4%	8.458,7	33,6%
	Otras divisas	1.668,2	6,6%	3.999,0	15,8%

Fuente: Banco Central de Chile.

Las inversiones en valores del portafolio de inversiones aumentaron en US\$774 millones en el periodo, para cerrar el primer semestre en US\$18.374 millones. Finalmente, cabe consignar que el portafolio de liquidez, cerró el periodo en US\$1.233 millones (gráfico B.2).

Gráfico B.2

Índice de *rating* bancario
(numeral)



Anexo C: Principales medidas del Banco Central de Chile durante el 2010

Enero

7 Por Acuerdo N° 1517E-01-100107, el Consejo designó Vicepresidente del Consejo y del Banco Central de Chile (BCCh) al señor Manuel Marfán Lewis hasta el 9 de diciembre de 2011, inclusive.

7 Por Acuerdo N° 1518-01-100107, el Consejo designó al señor Juan Eduardo Chackiel Torres en reemplazo de la señora Gloria Peña Tapia, como representante del BCCh ante la Comisión Nacional encargada de investigar la existencia de distorsiones en el precio de las mercaderías importadas, establecida por el artículo 11 de la Ley N° 18.525.

14 Por Acuerdo de Consejo N° 1519-03-100114, se modificaron los Capítulos IV.E.1 y IV.E.2 del Compendio de Normas Financieras del Banco Central de Chile, estableciendo las condiciones generales aplicables a los bonos que emita el BCCh conforme a esa normativa y que se acojan al régimen tributario dispuesto por el artículo 104 de la Ley de Impuesto a la Renta (LIR), que exime del impuesto a la ganancia de capitales previsto en la LIR respecto del mayor valor en la enajenación de los títulos de deuda de oferta pública conforme a lo previsto en ese artículo.

El artículo 104 N° 6 de la LIR establece que el señalado tratamiento tributario será aplicable a los instrumentos emitidos por el BCCh aun cuando no se cumpla con uno o más de los requisitos señalados en el N° 1 del mismo artículo. En todo caso, se exige que los respectivos títulos se encuentren incluidos en la nómina de instrumentos elegibles que, para estos efectos, se estableció mediante Decreto Supremo N° 1.220 del Ministerio de Hacienda, del 23 de octubre de 2009, publicado en el Diario Oficial el 21 de noviembre del mismo año.

Las modificaciones incorporadas por este Acuerdo regirán respecto de las emisiones de bonos efectuadas a contar del 2010 y, en relación con los bonos emitidos con anterioridad a esa fecha, continuarán aplicándose, en lo pertinente, las normas que se modifican. En especial, se dispone que los bonos que se emitan acogidos al señalado tratamiento tributario incorporen dicha circunstancia en sus condiciones de emisión, para efectos de distinguirlos respecto de los que no se acojan a ese régimen excepcional.

Al efecto, los BCP, BCU o BCD correspondientes al Plan de Deuda 2010 aprobado por el Consejo, se emitirán acogidos

a lo dispuesto por el artículo 104 de la LIR, en los términos previstos en el presente Acuerdo.

Tratándose de los bonos que se emitan conforme al artículo 104 de la LIR, las condiciones generales de emisión establecen que el BCCh deducirá 4% del importe de los intereses devengados por los bonos al momento de proceder al pago del respectivo cupón en cada período semestral que proceda, entendiéndose, para estos efectos, oportuna y cabalmente cumplida la correspondiente obligación de pago que conste de dicho cupón en lo referente al BCCh en su carácter de emisor de los bonos.

La deducción indicada se relaciona con el cumplimiento, por parte del BCCh, de la obligación de retención prevista en el artículo 74 N° 7 de la LIR, cuya declaración y pago anual debe efectuarse por el emisor conforme al artículo 79 de esa misma legislación. Por su parte, se reglamenta el mecanismo por el cual el BCCh enterará la referida retención a los inversionistas que lo soliciten y que no tengan la calidad de contribuyentes para efectos de la LIR, lo que debe determinarse respecto del 4% de los intereses devengados por dichos bonos conforme a la LIR, por el período en que hayan sido de propiedad del respectivo inversionista.

14 Por Acuerdo de Consejo N° 1519-04-100114, el BCCh aceptó la Agencia Fiscal encomendada mediante el Decreto Supremo N° 1.686 del Ministerio de Hacienda, publicado en el Diario Oficial el 12 de enero de 2010, para representar y actuar en nombre y por cuenta del Fisco en la colocación y administración de los bonos a que se refiere dicho decreto para la colocación en el mercado de capitales local durante el primer semestre del 2010 de cinco emisiones nuevas de bonos (BTU-5, BTU-10, BTU-20, BTU-30 y BTP-10) efectuadas por la Tesorería General de la República conforme al Decreto Supremo N° 1.686; y el servicio de los mismos en sus correspondientes fechas de vencimiento.

28 Por Acuerdo de Consejo N° 1521-04-100128, se modificaron los Capítulos IV.D.1, IV.D.1.1 y IV.D.1.2 del Compendio de Normas Financieras del Banco Central de Chile, para incorporar normas especiales aplicables a licitaciones de operaciones de compra y venta *swap* de divisas, respectivamente, que realiza el BCCh con las empresas bancarias, a través de sistemas electrónicos de comunicación y conexión, al cual concurran las instituciones invitadas a participar en la respectiva licitación.

Febrero

19 Mediante Carta Circular N° 527, dirigida a las empresas bancarias, el BCCh precisó las características que presentan los billetes entintados por la acción de dispositivos antirrobo, en relación con los procedimientos establecidos para efectos de su canje por el Instituto Emisor, en su carácter de emisor del circulante legal y luego del análisis efectuado con funcionarios de la Policía de Investigaciones de Chile, con motivo de la orden de investigar decretada por el Ministerio Público.

Por consiguiente, se informó que los billetes que no presenten estas características podrán ser canjeados por el Instituto Emisor a las empresas bancarias conforme al procedimiento establecido para el billete no apto, en caso que así lo estimen pertinente.

Estas instrucciones se impartieron con motivo de diversas consultas planteadas por las propias empresas bancarias y el público en general, de manera de delimitar específicamente el ámbito de comunicaciones anteriores divulgadas por el BCCh sobre el particular, y evitar confusiones respecto del resto de los billetes que presenten algún tipo de mancha o entintado.

22 El BCCh comunicó que, a partir del miércoles 24 de febrero de 2010, publicará quincenalmente los resultados de la Encuesta a Operadores Financieros (EOF). La EOF es una encuesta que se aplica a los principales operadores financieros locales y extranjeros que mantienen relación con Chile, y que complementa la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) ya existente.

25 Por Acuerdo N° 1526-03-100225, el Consejo del BCCh aceptó las modificaciones a las Directrices de Ejecución impartidas por el señor Ministro de Hacienda para la Agencia Fiscal establecida en la Ley sobre Responsabilidad Fiscal, relacionadas con la administración de los recursos del Fondo de Estabilización Económica y Social y del Fondo de Reserva de Pensiones, así como la retribución anual a que tendrá derecho el Banco en dicho carácter.

Marzo

18 Por Acuerdo de Consejo N° 1529-01-100318, y de conformidad con lo dispuesto por los artículos 6°, 7° y 12° del DL N° 211 de 1973, que fijó Normas para la Defensa de la Libre Competencia, el Consejo del BCCh efectuó la Convocatoria y aprobó las Bases de Postulación correspondientes al concurso público de antecedentes que dicha legislación le encomienda, con el objeto de designar al reemplazante en el cargo de Ministro Suplente economista del Tribunal de Defensa de la Libre Competencia, con motivo de la renuncia voluntaria de doña María Soledad Arellano Schmidt, por el tiempo que le restaba para completar el período para el cual fue designada, esto es, hasta el 12 de mayo de 2012.

31 Por Acuerdo N° 1522-01-100204 del 4 febrero de 2010, el Consejo del BCCh determinó las especificaciones técnicas del nuevo billete de \$10.000, que entró en circulación el 31 de marzo, medida que se inserta en el contexto de la puesta en circulación de la nueva familia de billetes chilenos con motivo del Bicentenario de la Independencia de la República de Chile, con el objeto de proveer a la ciudadanía de medios de pago modernos, confiables y seguros.

La puesta en circulación del nuevo billete, originalmente programada para el día 3 de marzo, fue postergada luego del terremoto y maremoto que sacudió a una vasta zona del país.

Mayo

19 El BCCh comunicó al señor Ministro de Economía, Fomento y Reconstrucción, la designación del reemplazante del Ministro Suplente economista del Tribunal de Defensa de la Libre Competencia, recaída en don Teodoro Wigodski Sirebrenik, conforme al concurso público de antecedentes convocado por Acuerdo de Consejo N° 1529-01-100318. La correspondiente designación fue dispuesta mediante Acuerdo de Consejo N° 1539E-01-100519.

20 Por Acuerdo de Consejo N° 1540-01-100520, y de conformidad con lo dispuesto por los artículos 6°, 7° y 12° del DL N° 211 de 1973, que fijó Normas para la Defensa de la Libre Competencia, el Consejo del BCCh efectuó la Convocatoria y aprobó las Bases de Postulación correspondientes al concurso público de antecedentes que dicha legislación le encomienda, con el objeto de designar al reemplazante en el cargo de Ministro Titular abogado del Tribunal de Defensa de la Libre Competencia, con motivo de la renuncia voluntaria de don Tomás Menchaca Olivares, por el tiempo que le restaba para completar el período para el cual fue designado, esto es, hasta el 12 de mayo de 2012.

Junio

3 Por Acuerdo N° 1542-01-100603, el Consejo resolvió renovar la designación del señor Vivian Clarke Levi en carácter de miembro integrante del Comité de Auditoría y Cumplimiento del BCCh por el período de tres años, a contar del 16 de junio de 2010.

Asimismo, el Consejo fijó en carácter de política institucional en materia de renovación de la designación de los miembros del señalado Comité, autorizar hasta una sola prórroga, por un nuevo período de tres años, en la duración de las funciones de los citados integrantes. De esta manera, el plazo máximo de permanencia en el referido cargo será de hasta seis años.

Lo anterior, sin perjuicio de considerar, en su oportunidad, la situación específica aplicable al Presidente de dicho Comité, señor Luis Bates Hidalgo, en razón de haber sido designado inicialmente para desempeñar el cargo por el plazo de un año,

el que luego se renovó por un período de tres años que vence el 16 de junio de 2011.

15 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 1,0% anual.

Julio

1 Por Acuerdo de Consejo N° 1548-01-100701, el BCCh aceptó la Agencia Fiscal encomendada mediante el Decreto Supremo N° 554 del Ministerio de Hacienda, publicado en el Diario Oficial el 25 de junio de 2010, para representar y actuar en nombre y por cuenta del Fisco en la colocación y administración de los bonos a que se refiere dicho decreto, conforme a los términos y condiciones establecidos en el mismo. La emisión contempla la reapertura de tres emisiones realizadas durante el primer semestre del 2010 (BTU-10, BTU-20 y BTU-30), y la emisión de una serie nueva (BTU-07). Estos instrumentos serán colocados durante el segundo semestre del 2010.

15 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 1,5% anual.

27 Por Acuerdo N° 1550-02-100715 del 15 de julio de 2010, el Consejo del BCCh determinó las especificaciones técnicas del nuevo billete de \$20.000, que entró en circulación el 27 de julio, correspondiente al tercero de la nueva familia de billetes chilenos.

Agosto

5 El BCCh comunicó al señor Ministro de Economía, Fomento y Reconstrucción, la designación del reemplazante del Ministro Titular abogado del Tribunal de Defensa de la Libre Competencia, recaída en don Javier Eduardo Vellozo Alcaide, conforme al concurso público de antecedentes convocado por Acuerdo de Consejo N° 1540-01-100520. La correspondiente designación fue dispuesta mediante Acuerdo de Consejo N° 1555-01-100805.

5 Por Acuerdo de Consejo N° 1555-04-100805, se modificaron las condiciones generales dictadas por el Acuerdo de Consejo N° 1103-01-031223, que rigen las cuentas corrientes bancarias abiertas por el BCCh, a fin de establecer el texto de las mismas que se aplicará a los contratos de cuenta corriente bancaria que se celebren con Sociedades Administradoras de sistemas de compensación y liquidación de instrumentos financieros regidas por la Ley N° 20.345 (Sociedades Administradoras), con el exclusivo objeto de permitirles efectuar la liquidación de las sumas de dinero a que se refiere el artículo 3° de dicha ley, correspondientes a los

saldos acreedores y deudores resultantes de la compensación de órdenes cursadas a través de los mencionados sistemas.

En esta circunstancia, las indicadas liquidaciones podrán ser efectuadas por la respectiva Sociedad Administradora, en su carácter de titular de la cuenta corriente abierta en el Instituto Emisor, a través de algún sistema de pagos regulado o autorizado por el BCCh, sujetándose a la normativa dictada por el Instituto Emisor.

5 Por Acuerdo de Consejo N° 1555-05-100805, se modificó el Capítulo III.H.4 del Compendio de Normas Financieras del BCCh, autorizando el acceso al Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real del BCCh (Sistema LBTR) a las Sociedades Administradoras que sean cuentacorrentistas del Banco Central de Chile, de acuerdo con legislación vigente sobre la materia (Ley 20.345), en la medida en que presenten la solicitud de participación y cumplan los requisitos y condiciones establecidos al efecto.

En los Acuerdos N° 1555-04 y N° 1555-05, se deja constancia que la calidad de participante del Sistema LBTR y la apertura de las cuentas corrientes a las Sociedades Administradoras, tiene por único objetivo el cumplimiento de la legislación aplicable, conforme a la cual las medidas analizadas no involucran, bajo ninguna circunstancia, el otorgamiento a dichas Sociedades de facilidades de financiamiento o refinanciamiento, ni la garantía por parte del BCCh respecto de las operaciones a liquidar.

11 El Banco Central comunicó, mediante Circular N° 3013-671, el contrato de condiciones generales aplicables a las cuentas corrientes que se abran a las Sociedades Administradoras, los términos del contrato de adhesión al Sistema LBTR para dichas Sociedades, y las modificaciones al Reglamento Operativo del Sistema LBTR, contenido en el capítulo III.H.4.1 del Compendio de Normas Financieras, pertinentes al Acuerdo N° 1555-05.

12 Por Acuerdo N° 1556-02-100812, el Consejo del BCCh, de conformidad con lo previsto en el artículo 10 de la Ley N° 20.345, otorgó su acuerdo previo favorable a las Normas de Funcionamiento de los sistemas de compensación y liquidación de instrumentos financieros que serán administrados por la "Sociedad CCLV Contraparte Central S.A.", en su condición de Sociedad Administradora. El referido acuerdo favorable constituye un requisito legal previo para la aprobación de dichas normas por la Superintendencia de Valores y Seguros, la cual consta de su Resolución Exenta N° 481, del 13 de agosto de 2010.

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 2,0% anual.

Índice de tablas y gráficos

Tablas

Supuestos del escenario base internacional	8
Crecimiento económico y cuenta corriente	8
Inflación	9
I.1: Crecimiento mundial	14
I.2: Inflación mundial	16
II.1: Expectativas para la TPM	19
II.2: Paridades respecto del dólar estadounidense	22
II.3: Tipo de cambio observado, multilateral y real	22
III.1: Producto interno bruto	23
IV.1: Indicadores de inflación	27
V.1: Supuestos del escenario base internacional	33
V.2: Crecimiento económico y cuenta corriente	33
V.3: Inflación	34
V.4: Principales supuestos del escenario internacional	37
V.5: Crecimiento económico y cuenta corriente para el 2010	38
V.6: Cambios en la proyección de inflación IPC promedio 2010	38
A.1: Balance del Banco Central: resumen de saldos y resultados	41
A.2: Flujos del balance del Banco Central de Chile	41
B.1: Estructura referencial del portafolio de inversiones de administración interna según tipo de riesgo y comparadores	42
B.2: Estructura de moneda, plazos y duración del portafolio referencial de administración interna	43
B.3: Retornos absolutos reservas internacionales, <i>benchmark</i> y retorno diferencial	43

B.4:	Composición de las reservas internacionales	44
B.5:	Portafolio de administración interna: inversiones por país y tipo de riesgo	44
B.6:	Portafolio de administración externa: inversiones por país y tipo de riesgo	44

Gráficos

Proyección de inflación IPC	10
Proyección de inflación IPCX	10
I.1: EE.UU.: mercado laboral y consumo personal	13
I.2: Distribución de las proyecciones de crecimiento del consenso del mercado para el 2011	13
I.3: Crecimiento mundial	14
I.4: Volatilidad en mercados bursátiles	14
I.5: Tasas de interés de largo plazo de economías desarrolladas	14
I.6: Paridades de monedas	15
I.7: Flujos netos de fondos de inversión hacia economías emergentes	15
I.8: Saldo en cuenta corriente en el mundo	15
I.9: Precios de productos básicos en distintas monedas	16
I.10: Tasas de política monetaria en el mundo	16
I.11: Desviación del PIB real con respecto a sus niveles pre crisis	17
I.12: Evolución del empleo	17
I.13: Producción industrial	18
I.14: Tasas de política monetaria en el mundo	18
I.15: Crecimiento mundial	18
II.1: TPM y expectativas	19
II.2: Brecha de tasa de interés real: TPM real menos tasa de interés neutral indicada	19
II.3: Tasa de interés de política monetaria real a partir de expectativas de la EEE	20
II.4: TPM y tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile	20
II.5: Encuesta de crédito bancario	20
II.6: Colocaciones nominales por tipo de crédito	21
II.7: Tasas de interés de colocación	21
II.8: Emisión de bonos corporativos según objetivo	21
II.9: Mercados bursátiles	22
II.10: Tipo de cambio nominal	22
II.11: Tipo de cambio real	22
III.1: Producto interno bruto	23
III.2: Contribución al crecimiento anual del PIB	23
III.3: Ventas de comercio al por menor	24
III.4: Índices de percepción de los consumidores	24

III.5: Mercado laboral	24
III.6: Formación bruta de capital fijo	25
III.7: Importaciones de bienes de capital	25
III.8: Indicadores de la actividad de la construcción	25
III.9: Situación actual de inventarios	26
III.10: Importaciones de bienes	26
IV.1: Inflación IPC, IPCX e IPCX1	27
IV.2: Indicadores de inflación desestacionalizados	27
IV.3: Distribución de la inflación IPCX1	28
IV.4: IPC de vestuario	28
IV.5: Precio de las importaciones de bienes (IVUM)	28
IV.6: Inflación de transables, no transables, bienes y servicios	29
IV.7: Precio de los alimentos	29
IV.8: Incidencias en la inflación anual del IPC	29
IV.9: EEE: Expectativas de inflación	30
IV.10: Salarios nominales	30
IV.11: Mercado del trigo	31
IV.12: Precio internacional del trigo	31
IV.13: IPC de alimentos versus IPC subyacente	32
IV.14: Medidas de márgenes: IPCX1/IPP	32
V.1: Incidencias en la inflación anual del IPC	34
V.2: Inflación del IPC	34
V.3: TPM y expectativas	35
V.4: Escenarios de crecimiento del PIB trimestral	35
V.5: Proyección de inflación IPC	36
V.6: Proyección de inflación IPCX	36
V.7: TPM y curva <i>forward</i> al cierre estadístico del IPoM respectivo	38
A.1: Activos del Banco Central de Chile	40
B.1: Reservas internacionales	43
B.2: Índice de <i>rating</i> bancario	44

Glosario

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

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

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

Crecimiento mundial: Crecimientos regionales ponderados por la participación en el PIB mundial a PPC publicado por el FMI en World Economic Outlook (WEO, abril 2010). Las proyecciones de crecimiento mundial para el período 2009-2012 se calculan a partir de una muestra de países que representa alrededor de 85% del PIB mundial. Para el 15% restante se considera un crecimiento promedio de 3,4% para el período 2009-2012.

Crecimiento mundial a TC de mercado: Crecimiento a tipo de cambio de mercado. Cada país se pondera por su PIB en dólares publicado por el FMI en World Economic Outlook (WEO, abril 2010). Los países considerados en la muestra representan alrededor de 88% del PIB mundial. Para el 12% restante se considera un crecimiento promedio de 1,0% para el período 2009-2012.

Crecimiento socios comerciales: Crecimiento de los principales socios comerciales de Chile ponderados por su participación en las exportaciones totales en dos años móviles. Los países considerados son el destino de 93% del total de las exportaciones.

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

Exportadores de petróleo: Angola, Arabia Saudita, Argelia, Azerbaiyán, Bahréin, Ecuador, Emiratos Árabes Unidos, Gabón, Guinea Ecuatorial, Irán, Kazajistán, Kuwait, Libia, Nigeria, Noruega, Omán, Qatar, Rep. Congo, Rusia, Siria, Sudán, Trinidad y Tobago, Venezuela y Yemen.

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

IPCBX: Índice de precios de bienes que excluye combustibles y frutas y verduras frescas, permaneciendo 48,6% de la canasta total del IPC (en la canasta de diciembre 2008 era 45,6%).

IPCSX: Índice de precios de servicios que excluye servicios básicos y tarifas de metro y micro, permaneciendo 34,4% de la canasta total del IPC (en la canasta de diciembre 2008 era 36,8%).

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

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

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

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

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

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

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

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 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.

Tasa de captación *prime*: Tasa de interés que las instituciones financieras ofrecen a sus mejores clientes para captar depósitos de corto y mediano plazo.

TCM: Tipo de cambio multilateral. Representa una medida del valor nominal del peso respecto de una canasta amplia de monedas, ponderadas igual que en el TCR. Para el 2010: Alemania, Argentina, Bélgica, Brasil, Canadá, China, Colombia, Ecuador, España, Estados Unidos, Francia, Holanda, Italia, Japón, México, Perú, Reino Unido, Suecia, Rep. Corea, Suiza y Venezuela.

TCM-X: TCM que excluye el dólar estadounidense.

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

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

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

Abreviaciones

BCP: Bonos del BCCCh en pesos

EEE: Encuesta de expectativas económicas

EOF: Encuesta de operadores financieros

IPCB: Índice de precios al consumidor de bienes

IPCNT: Índice de precios al consumidor de no transables

IPCS: Índice de precios al consumidor de servicios

IPCT: Índice de precios al consumidor de transables

IVUM: Índice de valor unitario de importaciones

FLAP: Facilidad de liquidez a plazo

TPM: Tasa de política monetaria

Referencias bibliográficas

- Deutsche Bank. 2010a. *Asia Economics Monthly*. Julio.
- Deutsche Bank. 2010b. *Dollar Bloc Weekly*. Agosto.
- Banco Central de Chile. *Informe de Política Monetaria*. Varios números.
- Barclays Capital. 2010. *Global Economics Weekly*. Agosto.
- Consensus Forecasts. 2010. *A Digest of International Forecast*. Varios números.
- Deutsche Bank. 2010a. *Global Economic Perspectives*. Agosto.
- Deutsche Bank. 2010b. *Focus Europe*. Agosto.
- Deutsche Bank. 2010c. *Emerging Markets Monthly*. Julio.
- Fondo Monetario Internacional. 2010a. *World Economic Outlook*. Abril.
- Fondo Monetario Internacional. 2010b. *World Economic Outlook Update*. Julio.
- Fuentes, R. y F. Gredig. 2008. “La Tasa de Interés Neutral: Estimaciones para Chile”. *Economía Chilena*. 11(2): 47-58. Banco Central de Chile. Agosto.
- JP Morgan Chase. 2010. *Global Data Watch*. Agosto.
- Pistelli, A. y V. Riquelme. 2010. “Auge y caída de precios de commodities y su impacto sobre precios domésticos: Comparación internacional”. *Documento de Trabajo N° 567*. Banco Central de Chile. Abril.
- Rigobón, R. 2010. “Traspaso de Precios de Bienes Primarios”. *Documento de Trabajo N° 572*. Banco Central de Chile. Abril.
- WASDE. 2010. “*World Agricultural Supply and Demand Estimates*”. Departamento de Agricultura de Estados Unidos. Agosto.

Juan Esteban Laval Z.
Representante Legal

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

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 2010