

2010  
MARZO

IPoM 2010

# Informe de Política Monetaria



BANCO CENTRAL DE CHILE

# Informe de Política Monetaria

MARZO 2010



BANCO CENTRAL  
DE CHILE

Prefacio	5
Resumen	7
Decisiones de política monetaria en los últimos tres meses	13
I. Escenario internacional	15
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	39
Glosario y abreviaciones	41
Referencias bibliográficas	42
Recuadros	
Cambios en el escenario macroeconómico entre diciembre y febrero	11
Evolución de la inflación en Chile durante el periodo 2007-2009	31
Efecto del terremoto y maremoto en el stock de capital	38

---

<sup>\*/</sup> El cierre estadístico del *Informe de Política Monetaria* fue el 29 de marzo 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 1 de abril de 2010 para presentarse ante la Comisión de Hacienda del Senado el 6 de abril de 2010.

**El Consejo**



# Resumen

El escenario macroeconómico que enfrenta la economía chilena ha sufrido cambios importantes desde el Informe de Política Monetaria (IPoM) de diciembre. El terremoto y maremoto de fines de febrero tienen implicancias sobre el crecimiento y la inflación, tanto en lo inmediato como a mediano plazo. A su vez, el primer cierre anual de las Cuentas Nacionales para el 2009 y los datos del período previo a la catástrofe daban cuenta de una actividad y demanda interna que crecían a un ritmo superior al previsto. La evaluación preliminar de estos antecedentes configura un entorno macroeconómico en que las holguras de capacidad se han estrechado y la convergencia de la inflación a la meta se dará con mayor rapidez que lo antes previsto. Todo ello con un nivel de incertidumbre mayor al que prevalecía previamente.

Los datos acumulados desde el cierre estadístico del IPoM de diciembre apuntaban a que la tendencia de recuperación de la actividad y la demanda interna prevista no solo se materializaba, sino que además lo hacía a una velocidad mayor que la esperada. El PIB cayó 1,5% en el 2009, cifra menor que el descenso de 1,9% estimado en diciembre. En el segundo semestre del año la economía creció a una velocidad anualizada del orden de 6%, lo que implicó una brecha de capacidad menos abierta que lo estimado en diciembre. La información del período previo al terremoto y maremoto señalaba una prolongación del mayor dinamismo de la actividad y la demanda interna.

Junto con lo anterior, el escenario internacional relevante se volvió más benigno y las condiciones financieras internas comenzaron a mostrar una progresiva mayor normalidad, con colocaciones aumentando mes a mes, tasas de interés en niveles bajos y condiciones crediticias que, al cuarto trimestre del 2009, indicaron una mayor expansividad respecto del trimestre anterior. La inflación anual del IPC retornó a valores positivos antes que lo previsto en diciembre. Las medidas subyacentes, en particular el IPCX1, siguieron con variaciones mes a mes reducidas. El tipo de cambio, con vaivenes relevantes, se ubicaba a fines de febrero en niveles superiores a los observados en el IPoM de diciembre. El mercado laboral también mostró una recuperación, con un incremento del empleo y una recomposición por tipo de ocupación. Las presiones de costos, más allá del ajuste metodológico en la medición de los salarios, no mostraron un cambio relevante en sus tendencias.

La sola suma de estos antecedentes daba cuenta de un escenario de mediano plazo en que las presiones inflacionarias y la inflación serían más altas de lo previsto en diciembre (Recuadro: Cambios en el escenario macroeconómico entre diciembre y febrero).

## Supuestos del escenario base internacional

	2008	2009 (e)	2010 (f)	2011 (f)
	(variación anual, porcentaje)			
Términos de intercambio	-16,1	4,1	12,5	-5,6
PIB socios comerciales (*)	3,0	-0,8	4,0	3,8
PIB mundial PPC (*)	3,0	-0,6	4,3	4,4
PIB mundial a TC de mercado (*)	1,9	-1,7	3,5	3,5
Precios externos (en US\$)	12,2	-6,1	3,7	3,0
	(niveles)			
Precio del cobre BML (US\$/cent/lb)	316	234	310	290
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	100	62	82	85
Precio paridad de la gasolina (US\$/m3) (*)	739	471	635	649
Libor US\$ (nominal, 90 días)	2,9	0,7	0,4	2,0

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

(e) Estimación.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

En este contexto se produjo el terremoto y maremoto. Sus efectos en el escenario macroeconómico son relevantes para la evaluación de la conducción de la política monetaria. En primer lugar, provocaron una pérdida del stock de capital que impacta la capacidad productiva de la economía y, por consiguiente, afecta la evaluación de las holguras de capacidad, las presiones inflacionarias y la reacción de la política monetaria. Segundo, están teniendo un impacto en la actividad, la demanda y la inflación en el muy corto plazo, mayormente vinculado a la disrupción de la actividad comercial e industrial. Finalmente, existirá un efecto adicional por los esfuerzos de reconstrucción públicos y privados. El impacto de estos últimos en el crecimiento y la inflación dependerán, entre otros factores, de su magnitud, de la temporalidad con que se implementen, de las fuentes de financiamiento que se utilicen, de la composición y de la focalización del gasto.

Respecto del tamaño de la pérdida del stock de capital productivo, el Consejo estima, como supuesto de trabajo para el escenario base de este IPoM, que el terremoto destruyó el 3% del stock de capital productivo neto de la economía. Esta estimación se basa en el catastro de daños dado a conocer por el Gobierno y la relación histórica entre el valor bruto y el valor neto del stock de capital (Recuadro V.1: Efecto del terremoto y maremoto en el stock de capital). El Consejo estima que esta pérdida del stock de capital implica que durante este año el nivel del producto tendencial de la economía será entre 1,0 y 1,5% menor al que se consideraba previo a la catástrofe.

Respecto del efecto de corto plazo del terremoto y maremoto, su dimensión depende, entre muchos factores, de la participación en el PIB nacional de las regiones más afectadas, de cuál es la composición sectorial de la producción por región y del tiempo de detención de los procesos productivos. En el 2008, la Sexta, Séptima y Octava regiones generaron casi el 16% del PIB nacional, mayormente concentrado en el sector industrial. En cuanto al mercado laboral, entre las tres regiones concentran un quinto del empleo nacional. El Consejo, como supuesto de trabajo para el escenario base de este IPoM, considera que el terremoto tuvo un efecto negativo del orden de 3 puntos porcentuales en el crecimiento del primer trimestre del año. En el segundo trimestre, considerando una gradual normalización de los procesos productivos, el efecto disminuye a un valor en torno a 2 puntos porcentuales. Este supuesto se basa en un escenario en el que el menor nivel de actividad se concentra en las regiones Sexta, Séptima y Octava, y que afecta principalmente al sector industrial. Se debe considerar que las dificultades provocadas por el terremoto para concretar decisiones de gasto pueden acotar la demanda, siendo probable que en el corto plazo se observe algún efecto sobre el nivel de consumo y de existencias. Respecto de la inflación, los problemas en la producción o distribución probablemente provoquen un efecto inmediato al alza en el nivel de precios, el que debería ser en buena parte transitorio.

Las estadísticas económicas habituales de marzo podrán dar alguna mejor aproximación sobre los efectos de más corto plazo del terremoto y maremoto. En todo caso, debe considerarse la complejidad de una lectura estadística precisa de estos datos. Ello, en parte, por las dificultades y demoras en la recolección de la información que nutre las estadísticas oficiales. De hecho, el levantamiento de información de febrero, que se realizó en marzo, ya evidenció problemas.



## Crecimiento económico y cuenta corriente

	2007	2008	2009	2010 (f)
(variación anual, porcentaje)				
PIB	4,6	3,7	-1,5	4,25-5,25
Ingreso nacional	7,4	4,1	-1,2	7,8
Demanda interna	7,6	7,6	-5,9	12,4
(sin variación de existencias)	8,0	7,5	-2,8	7,8
Formación bruta de capital fijo	11,2	18,6	-15,3	14,8
Consumo total	7,0	4,0	1,8	5,7
Exportaciones de bienes y servicios	7,6	3,1	-5,6	3,6
Importaciones de bienes y servicios	14,5	12,2	-14,3	22,1
Cuenta corriente (% del PIB)	4,5	-1,5	2,6	-1,1
(millones de dólares)				
Cuenta corriente	7.458	-2.513	4.217	-2.100
Balanza comercial	23.941	8.848	13.982	13.100
Exportaciones	67.972	66.464	53.735	64.700
Importaciones	-44.031	-57.617	-39.754	-51.600
Servicios	-987	-871	-1.074	-600
Renta	-18.625	-13.423	-10.306	-17.400
Transferencias corrientes	3.129	2.934	1.616	2.800

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

En el mediano plazo, la dinámica de la demanda, la actividad y las holguras de capacidad estará vinculada no solo a las consideraciones habituales asociadas al entorno internacional, sino también a la magnitud, composición, temporalidad, forma de financiamiento y focalización del esfuerzo de reconstrucción. Como supuesto de trabajo, el Consejo considera que la mayor inversión que se generará a partir de la catástrofe equivale a cerca de un punto porcentual del PIB en el 2010. Este efecto se concentra en el segundo semestre del año y se ampliará hacia el 2011. Esto contempla tanto la nueva inversión como la reasignación de recursos desde otros proyectos previamente planificados. La concreción de lo anterior se verá facilitada porque su productividad marginal es elevada y porque una parte de las pérdidas del stock neto de capital está cubierta por seguros. En el caso del sector público, de acuerdo con los anuncios del Ejecutivo, el escenario base considera que el déficit estructural del 2009 llegó a 1,2% del PIB y que el balance estructural se alcanzará a fines de la actual administración. Las reasignaciones presupuestarias llegarán este año a US\$700 millones, mientras que el proceso de reconstrucción de la infraestructura pública destruida se repartirá en cuatro años. Como supuesto de trabajo, el Consejo considera que el financiamiento de los esfuerzos de reconstrucción públicos y privados será equilibrado entre sus distintas fuentes.

De esta forma, considerando tanto los antecedentes coyunturales previos a la catástrofe como los efectos de este fenómeno en el corto y mediano plazo, el Consejo estima que durante este año el PIB tendrá un crecimiento de entre 4,25 y 5,25%. Este rango es algo menor que el previsto en diciembre. La revisión a la baja del escenario de crecimiento para este año se fundamenta en que los efectos inmediatos del terremoto y maremoto sobre la actividad predominarán sobre el incremento que provocarán los esfuerzos de reconstrucción. De hecho, se estima que, de no haber ocurrido este evento, el ritmo de expansión que venían mostrando la actividad económica y la demanda, junto con el benigno escenario internacional, habrían llevado a revisar al alza el rango previsto para el crecimiento de este año en un punto porcentual.

En el escenario base de este IPoM, la suma de los efectos de la catástrofe, los cambios en los datos coyunturales y otros elementos puntuales llevan a un escenario en que la inflación convergerá a 3% más rápido que lo previsto en diciembre. El cambio en el escenario de inflación de mediano plazo está determinado por el efecto del terremoto y maremoto sobre la capacidad productiva y por la persistencia y magnitud de una eventual contracción del consumo privado. En el escenario base, la variación anual del IPC superará el 3% en el segundo semestre de este año, ubicándose en torno a 4% por algunos meses. Luego, volverá a oscilar alrededor de 3% durante todo el 2011 y hasta fines del horizonte de proyección relevante, en esta ocasión el primer trimestre del 2012. La inflación anual del IPCX1 tendrá una convergencia más gradual hacia 3%.

## Inflación

(variación anual, porcentaje)

	2008	2009	2010 (f)	2011 (f)	2012 (f)
Inflación IPC promedio	8,7	1,6	2,4	3,0	
Inflación IPC diciembre	7,1	-1,4	3,7	2,9	
Inflación IPC en torno a 2 años (*)					3,0
Inflación IPCX promedio	8,4	2,8	1,2	3,0	
Inflación IPCX diciembre	8,6	-1,8	3,0	3,2	
Inflación IPCX en torno a 2 años (*)					3,2
Inflación IPCX1 promedio	7,8	2,8	0,8	2,9	
Inflación IPCX1 diciembre	7,7	-1,1	2,5	3,1	
Inflación IPCX1 en torno a 2 años (*)					3,1

(f) Proyección.

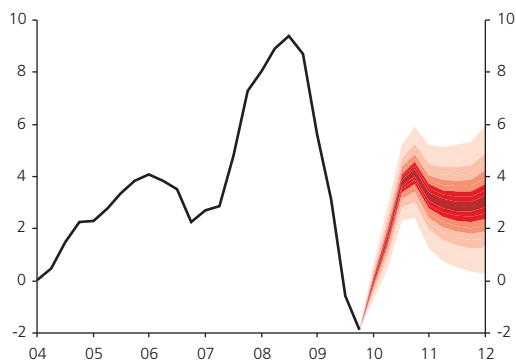
(\*) Correspondiente a la inflación proyectada para el primer trimestre del 2012.

Fuente: Banco Central de Chile.

Este escenario descansa también en otros supuestos de trabajo. Por un lado, en que en el largo plazo el TCR será similar a su nivel actual. Esto considerando que, con el nivel del tipo de cambio nominal y las paridades de monedas vigentes al cierre estadístico de este IPoM, el TCR está en valores coherentes con sus fundamentos de largo plazo. También se utiliza como supuesto de trabajo que las presiones inflacionarias provenientes del mercado laboral no tendrán, en general, cambios relevantes respecto de lo que hoy

## Proyección de inflación IPC (\*)

(variación anual, porcentaje)

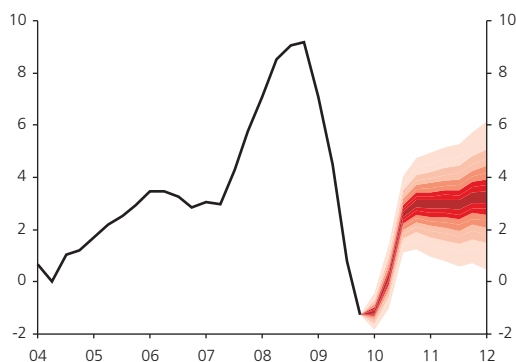


(\*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. Estas proyecciones incorporan el supuesto de que la política monetaria continuará siendo muy estimulativa en los próximos trimestres. Hacia fines del horizonte de proyección, la TPM convergerá a un nivel similar al que arroja la Encuesta de Expectativas Económicas de marzo. No obstante, su ritmo de normalización será algo superior al considerado en esa encuesta.

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 que realiza el Consejo. Estas proyecciones incorporan el supuesto de que la política monetaria continuará siendo muy estimulativa en los próximos trimestres. Hacia fines del horizonte de proyección, la TPM convergerá a un nivel similar al que arroja la Encuesta de Expectativas Económicas de marzo. No obstante, su ritmo de normalización será algo superior al considerado en esa encuesta.

Fuente: Banco Central de Chile

se observa. Por último, el escenario externo continuará agregando impulso a la economía y las presiones inflacionarias importadas se mantendrán contenidas.

Estas proyecciones incorporan el supuesto de que la política monetaria continuará siendo muy estimulativa en los próximos trimestres. Hacia fines del horizonte de proyección, la TPM convergerá a un nivel similar al que arroja la Encuesta de Expectativas Económicas de marzo. No obstante, su ritmo de normalización será algo superior al considerado en esa encuesta.

Como es habitual, el escenario aquí delineado está sujeto a diversos riesgos. Respecto de lo previsto en diciembre, el proceso de recuperación y las perspectivas de desarrollo de la economía chilena no se han visto mermadas por el terremoto y maremoto; no obstante, en el corto plazo los escenarios de riesgo están dominados por la catástrofe. Particularmente relevante es el impacto en el escenario de mediano plazo del impulso de demanda agregada que provoquen los esfuerzos de reconstrucción que se implementen. La magnitud, composición, celeridad, forma de financiamiento y focalización de estos gastos de reconstrucción pueden tener efectos relevantes sobre el escenario base, en términos de la actividad, la inflación y el comportamiento de los mercados financieros. También existen riesgos por el tiempo que tarde en reestablecerse la normalidad de las actividades productivas y la concreción del gasto de los agentes. Esto tiene incidencia directa en la evaluación sobre el efecto inmediato de la catástrofe en el primer y segundo trimestres. En todo caso, este riesgo se mitiga en parte si se tiene en cuenta que previo al terremoto y maremoto la actividad y la demanda interna ya traían una velocidad mayor que la prevista.

En lo demás, el escenario externo se percibe mejor, aunque persisten algunos riesgos. La situación fiscal en las economías desarrolladas —y en especial en algunos países de Europa— es un tema de preocupación por sus efectos sobre la percepción de riesgos y el sistema financiero, y lo que ello implicaría sobre la trayectoria de recuperación del crecimiento mundial. También persisten los riesgos sobre el manejo de los estímulos monetarios, tanto porque su retiro sea más pronto que lo necesario —considerando que los sistemas financieros de algunos países aún se encuentran en una situación frágil— como porque se dé más tarde que lo prudente. Como es habitual, la persistencia de los desbalances globales induce riesgos tanto por la ocurrencia de fuertes movimientos de flujos de capital hacia economías emergentes como por cambios relevantes en la evolución de las paridades de monedas.

La concreción de alguno de estos riesgos tendrá resultados directos para el escenario de crecimiento e inflación nacional previstos. Considerados los elementos descritos, el Consejo estima que el balance de riesgos de mediano plazo para la inflación y el crecimiento está equilibrado. No obstante, en esta ocasión, el terremoto y maremoto hacen que la incertidumbre sea mayor que la habitual, en especial respecto de los registros de actividad de marzo y abril. Por ello, el Consejo considera que el balance de riesgos para la actividad en el muy corto plazo está sesgado a la baja.

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

## Recuadro: Cambios en el escenario macroeconómico entre diciembre y febrero

Los cambios en el escenario macroeconómico desde el Informe de Política Monetaria (IPoM) de diciembre están teñidos por el terremoto y maremoto de fines de febrero y sus consecuencias para la actividad y la inflación. Para efectos de evaluar la conducción futura de la política monetaria, es útil poder contar con un escenario macroeconómico contrafactual, es decir, que intente aislar los efectos de esta catástrofe.

En el IPoM de diciembre, el Consejo estimó que el PIB caería 1,9% durante el 2009. Además, indicó que durante el 2010 la actividad crecería a una tasa entre 4,5 y 5,5%. Sobre la inflación anual del IPC, que se ubicó en cifras negativas durante gran parte del segundo semestre del 2009, el Consejo proyectó que retornaría a cifras positivas en el primer semestre del 2010. Este escenario consideraba que la recuperación de la actividad y la demanda que se observaba desde mediados del 2009 proseguiría este año. No obstante, las holguras de capacidad presentes no se cerrarían completamente en el horizonte de proyección relevante. Asimismo, el Consejo reiteró que mantendría la TPM en su nivel mínimo al menos hasta el segundo trimestre de este año.

La información acumulada desde el cierre estadístico del IPoM de diciembre apunta, en general, a que la tendencia de recuperación de la actividad y la demanda interna entonces prevista no solo se materializó, sino que además lo hizo a una velocidad mayor que la esperada. De acuerdo con el primer cierre anual de las Cuentas Nacionales, publicado el 18 de marzo, el PIB del 2009 cayó menos que lo previsto: 1,5% anual (tabla 1). En el cuarto trimestre, de hecho, aumentó 2,1% anual. Estas cifras mostraron una recuperación más rápida de los sectores mayormente ligados a la demanda interna, en particular la industria y el comercio. La demanda interna se redujo 5,9% en el año, cifra que se compara con el descenso de 7,4% proyectado en diciembre. Los datos del último trimestre del 2009 destacaron por la evolución del consumo y de la inversión en maquinaria y equipos. A su vez, las existencias, en el año en su conjunto, tuvieron una desacumulación menor que la estimada previamente. Con esto, más la corrección de las cifras de los períodos anteriores, el segundo semestre del año cerró con un

crecimiento anualizado del orden de 6%, llevando a holguras de capacidad cerca de un punto porcentual más reducidas que lo previamente estimado (gráfico 1). Este último es un antecedente que, por sí solo, provoca una reevaluación al alza de las presiones inflacionarias internas y determina que la convergencia de la inflación a la meta sea más rápida que lo previsto en diciembre.

**Tabla 1**

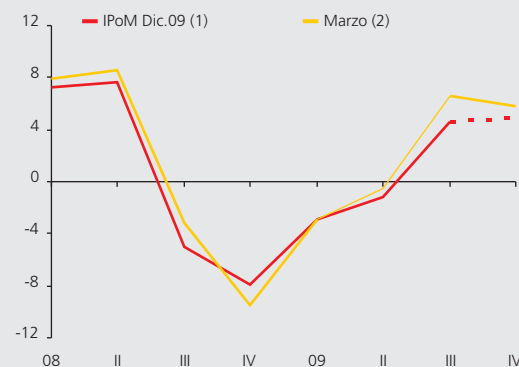
PIB y componentes de demanda  
(variación anual, porcentaje)

	2007		2008		2009	
	IPoM Dic. 09	CC.NN. Mar.10	IPoM Dic. 09	CC.NN. Mar.10	IPoM Dic. 09	CC.NN. Mar.10
PIB	4,7	4,6	3,2	3,7	-1,9	-1,5
Demanda interna	7,8	7,6	7,4	7,6	-7,4	-5,9
Demanda interna (sin variación de existencias)	8,2	8,0	7,9	7,5	-3,3	-2,8
Formación bruta de capital fijo	12,0	11,2	19,5	18,6	-16,1	-15,3
Consumo total	7,1	7,0	4,2	4,0	1,5	1,8
Exportaciones de bienes y servicios	7,6	7,6	3,1	3,1	-4,1	-5,6
Importaciones de bienes y servicios	14,9	14,5	12,9	12,2	-15,7	-14,3

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico 1**

Producto interno bruto  
(variación trimestral anualizada, porcentaje)



(1) El cuarto trimestre del 2009 corresponde a la proyección incluida en el escenario base.  
(2) Corresponde al cierre de las cuentas nacionales publicado el 18 de marzo de 2010.

Fuente: Banco Central de Chile.

Los datos previos al terremoto sugerían que el mayor dinamismo de la actividad y de la demanda interna se estaba prolongando. Los indicadores de ventas mostraban una tendencia al alza, a lo que se sumaban expectativas empresariales y de consumidores en niveles optimistas. El mercado laboral también mostraba una recuperación, con un incremento del empleo y una recomposición por tipo de ocupación. La suma de estos antecedentes, resultado en parte muy importante del fuerte impulso provisto por la política monetaria, afianzaban una senda para la actividad y la inflación superior a la estimada a fines del 2009. De hecho, los resultados de la Encuesta de Expectativas Económicas corrigieron el crecimiento del PIB para el 2010 desde 4,5% que estimaban en diciembre, a 4,9% en febrero del 2010.

Con esta expansión más rápida de la actividad, de la demanda y la reducción de las holguras de capacidad, se tendrían sin duda mayores perspectivas de inflación. En lo inmediato, la inflación también había mostrado un aumento superior al previsto en diciembre, volviendo a cifras anuales positivas antes que lo proyectado. Parte de esta diferencia provino del efecto de los cambios metodológicos introducidos en la medición del IPC, al pasar este de una base medida en la Región Metropolitana a una base nacional. Las medidas subyacentes, en particular el IPCX1, siguieron con variaciones mes a mes reducidas.

Por su parte, el escenario internacional, como se detalla en el análisis del escenario base contenido en este IPoM, ha tendido a mejorar, proveyendo un impulso externo superior al previsto en diciembre.

Un ejercicio contrafactual de proyecciones que considere solo los desarrollos hasta el 26 de febrero arroja entonces como resultado un escenario en que el crecimiento de la actividad habría sido mayor que el previsto en diciembre, lo mismo que la velocidad de retorno de la inflación a la meta. Se puede estimar que la corrección en el rango de crecimiento de la actividad para este año habría sido del orden de un punto porcentual al alza. Las holguras de capacidad, más allá de que ya partían de un nivel menor que el antes previsto, habrían tenido un cierre más rápido, con sus consecuentes efectos en la inflación.

En el mediano plazo, la suma de todos estos cambios dibujaría un escenario en que la inflación se aceleraría hacia 3% o más en el curso de este año, y probablemente se aproximaría desde arriba a la meta de 3% en un horizonte de dos años.

La respuesta de política monetaria en este hipotético escenario es inequívoca. El ritmo de normalización de la política monetaria habría sido más acelerado que el contemplado en el IPoM de diciembre. Es probable que la convergencia de la inflación a la meta hubiese sido coherente con un nivel de TPM más alto a partir de mediados de año y a lo largo de todo el horizonte de proyección.

# Decisiones de política monetaria en los últimos tres meses

## Antecedentes: IPoM diciembre 2009

En diciembre, la recuperación global y local proseguía según lo anticipado en el IPoM de septiembre, de la mano del repunte de la confianza de hogares y empresas y condiciones fiscales y monetarias altamente expansivas. En Chile la actividad venía aumentando desde el tercer trimestre, el deterioro del mercado laboral se había detenido y las condiciones financieras se habían vuelto algo menos restrictivas. La inflación seguía en niveles negativos e incluso algo por debajo de las proyecciones previas. Frente a un panorama de persistencia de las holguras de capacidad y reducidas presiones inflacionarias, el Consejo había reiterado que mantendría la Tasa de Política Monetaria (TPM) en su nivel mínimo al menos hasta el segundo trimestre del 2010. Además, estimaba que su ritmo de normalización sería comparable al de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de diciembre y más gradual que el implícito en los precios de los activos financieros en las dos semanas previas al cierre estadístico de ese IPoM.

En el escenario base se preveía que la economía crecería entre 4,5 y 5,5% el 2010, luego de caer el 2009, mientras el IPC cerraría el 2009 con una variación anual de -1,4%, la que se volvería positiva en el curso del primer semestre del 2010 y convergería gradualmente a 3,0% en el horizonte de política monetaria. El progresivo, pero no completo, cierre de la brecha de capacidad que se esperaba en el horizonte de proyección, junto con los mayores precios de los productos básicos, determinaban que la inflación total aumentara a una velocidad mayor que la inflación subyacente.

## Reuniones entre diciembre y febrero

En diciembre, en general, las perspectivas macroeconómicas eran similares a las consideradas en el IPoM de septiembre. La trayectoria implícita para la TPM seguía considerando un escenario de incrementos a partir de mediados del 2010, comparable al de la EEE de diciembre. Las cifras confirmaban una velocidad de recuperación de la actividad similar a la proyectada. En la medida en que la confianza de los agentes avanzara hacia su pleno restablecimiento, la fuerza de la recuperación mostraría una creciente intensidad. La inflación de noviembre había sido menor que la esperada, confirmando que esta se mantendría bajo cero por algunos meses, aunque las perspectivas hacia mediano plazo seguían reflejando un aumento gradual. En el ámbito externo, se observaba una senda de recuperación, pero con bastantes riesgos. Existía la

percepción de que la situación del sistema financiero externo era frágil y que seguían presentes riesgos y amenazas relacionados con problemas estructurales no resueltos. La reciente rebaja en la clasificación de la deuda pública de algunos países atestiguaba que la situación fiscal en muchas economías era vulnerable y que los costos de la expansión fiscal en economías que habían partido de una situación frágil no eran menores. Llamaba la atención la apreciación del peso, que se producía en un contexto de debilidad del dólar y de búsqueda de retornos por parte de los inversionistas. En todo caso, punta a punta, no difería de lo ocurrido con monedas comparables. Internamente, la curva de expectativas para la TPM se había moderado en el último mes, pero mantenía un grado de empinamiento más allá del corto plazo. Los analistas habían asumido las señales entregadas por el Banco y suponían que, en promedio, el ajuste de la TPM se iniciaría en el segundo trimestre del 2010. Las presiones de mediano plazo para la inflación continuaban en rangos acotados, en parte por la falta de dinamismo del crédito y de la actividad, y también por la caída del tipo de cambio. Por el momento, no se avizoraban cambios ni en la tendencia de la actividad ni en la preferencia por riesgo que produjeran variaciones en las decisiones de consumo, inversión o portafolio que justificaran cambiar el curso de la política monetaria. Esto explicaba la necesidad de mantener la TPM en su nivel del momento y continuar con el calendario preestablecido para eliminar la FLAP. La política monetaria había apoyado decididamente la recuperación y debía seguir cumpliendo ese rol. El principal riesgo que se enfrentaba era el retiro prematuro del estímulo monetario, antes de que la recuperación se encontrara suficientemente asentada. En este contexto, el Consejo acordó mantener la TPM en 0,5% anual.

En enero, la actividad había sido algo más dinámica, pero liderada fundamentalmente por sectores de recursos naturales. La demanda también mostraba un mayor crecimiento, aunque en una magnitud que no alcanzaba a sugerir un escenario de más expansión que la prevista. Desde el punto de vista de las holguras, no era evidente un cierre de brechas distinto del previsto. La tendencia de la inflación subyacente había sorprendido a la baja. Esto podía estar vinculado a un efecto mayor que el previsto de la apreciación cambiaria ocurrida, pero los antecedentes disponibles no eran concluyentes. Con todo, las expectativas de inflación estaban muy en línea con las proyecciones del Banco, confirmando que el mercado y los analistas no preveían una caída persistente de los precios. La trayectoria de las tasas de interés de mercado, que en diciembre sugería un camino para la TPM más empinado que el del IPoM, se había ajustado



significativamente a la baja. En general, la trayectoria de los agregados crediticios, las tasas de interés de colocación y los resultados preliminares de la Encuesta de Crédito Bancario, sugerían que las condiciones financieras seguían volviéndose gradualmente menos restrictivas. De esta forma, la opción más plausible parecía ser la de mantener la TPM en el nivel mínimo de 0,50% al menos hasta el segundo trimestre de este año. Aunque en el ámbito interno se habían observado presiones inflacionarias algo más reducidas que las estimadas en el IPoM y las estimaciones de crecimiento para el 2009 y comienzos del 2010 eran algo mayores, ambas novedades estaban dentro de los rangos de variación usuales. La cifra del Imacec de noviembre había infundido cierto grado de optimismo en el mercado, llevando a los analistas privados a corregir levemente al alza sus proyecciones para el 2010. No obstante, esto no permitía despejar completamente ciertas dudas sobre el vigor que tendría la recuperación en el curso de este año. En diciembre la inflación subyacente había sido inferior a lo previsto, pudiendo haber algún grado de relación entre este resultado y la apreciación del peso. A las menores presiones inflacionarias se había sumado cierta persistencia en la apreciación del tipo de cambio. En todo caso, su evolución no era una situación excepcional, sino que se explicaba por la debilidad del dólar, que se repetía en un gran número de economías emergentes y también en la mayoría de las economías exportadoras de materias primas. Las perspectivas de mediano plazo para la inflación seguían apuntando a una gradual convergencia a la meta, conducida principalmente por la recuperación de la actividad. Aunque el escenario base del IPoM de diciembre seguía siendo el más probable, los riesgos para la inflación parecían haber transitado del equilibrio hacia un sesgo a la baja. Las cifras externas habían sido positivas y, aunque confirmaban una recuperación de la actividad y la demanda, todavía subsistía la inquietud sobre la velocidad de mediano plazo, en particular por el desafío que implicaba para las autoridades el retiro de las políticas de apoyo y estímulo. Las principales economías habían evitado una recesión profunda sobre la base de combinaciones de política inéditamente expansivas, las que eran sostenibles en el corto pero no en el largo plazo. Por ello, a medida que avanzaba el tiempo, se acortaba el plazo para retirar las políticas expansivas, en una situación en que no parecía que esas economías y sus sistemas financieros pudieran todavía sostenerse sobre la base de fundamentos de mercado. Existía una gran incertidumbre sobre la dirección de los flujos de capitales, resultado de muchos países con cuentas corrientes superavitarias, y la consecuente evolución de los tipos de cambio. Bajo este escenario, el Consejo decidió mantener la TPM en 0,5% anual.

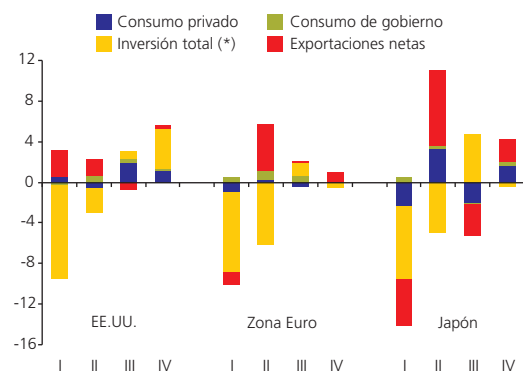
En febrero, las perspectivas de crecimiento de corto plazo excedían las del IPoM de diciembre, pero la diferencia se concentraba principalmente en el dinamismo del cuarto trimestre del 2009, vinculado a sectores distintos de recursos naturales. La demanda interna también mostraba un mayor crecimiento en todos sus componentes. Aunque las proyecciones para el IPC se habían corregido al alza, ello reflejaba el impacto de fenómenos

que se estimaban serían de una sola vez. Se consideraba que las noticias de actividad e inflación permitían reducir de forma relevante los riesgos que se contemplaban en reuniones pasadas, en términos de que las presiones inflacionarias podrían ser indeseablemente bajas por un tiempo más prolongado. Por otro lado, no parecía haber suficiente información en la coyuntura para validar un entorno que requiriera de un retiro del estímulo monetario más acelerado que el previsto, sobre todo en presencia de mayor volatilidad global. La opción más plausible parecía ser la de mantener la TPM en el nivel mínimo de 0,50% al menos hasta el segundo trimestre de este año. La inflación de enero había sorprendido con un registro superior al esperado, lo que se explicaba fundamentalmente por factores puntuales y cambios en la metodología de cálculo. Las medidas de inflación subyacente aún mostraban presiones inflacionarias muy contenidas. Las cifras de actividad de diciembre confirmaban que la economía se encontraba en una clara fase de recuperación. El ciclo de inventarios ya mostraba señales de empezar a contribuir al crecimiento de la demanda. Externamente, se verificaba el aumento en la volatilidad de los mercados externos originado en los problemas en algunas economías de Europa. Aún no se observaban cambios en las perspectivas de crecimiento mundial; sin embargo, lo sucedido en el último mes había puesto de relieve la todavía frágil posición en que se encontraba la economía mundial y el arduo camino que aún quedaba por recorrer para dejar la crisis definitivamente atrás. Aunque el contagio directo de estos problemas sobre la economía chilena era muy limitado, sus repercusiones en la economía global podrían no ser menores. Destacaba el incremento de la paridad peso/dólar en las últimas semanas. Resaltando que el principal factor que lo explicaba, más allá de la apreciación mundial del dólar, era el comportamiento de los Fondos de Pensiones respecto de su cobertura cambiaria. Por ello, se trataba de un factor cuyo impacto debiera tender a desaparecer en el tiempo. En todo caso, las holguras en materia inflacionaria podían acomodar la depreciación sin mayores riesgos. También destacaba el cambio en las condiciones financieras, con algún mayor dinamismo del crédito. Simultáneamente, las tasas de interés experimentaban alzas importantes en prácticamente todos los segmentos. Ello podría estar indicando una recuperación de la demanda por crédito, especialmente por parte de clientes con un perfil de riesgo más alto. No existían elementos que llevaran a alterar la trayectoria prevista para la TPM. También se debía considerar que el mercado conservaba su estimación de que la TPM se mantendría por algunos meses más y que la política fiscal sería menos expansiva este año. Las expectativas de inflación de corto plazo se habían ajustado levemente al alza y las de mediano plazo apuntaban con claridad a una convergencia a la meta, conducida principalmente por la recuperación de la actividad y de la demanda interna. En este contexto, el Consejo acordó mantener la TPM en 0,5% anual.

# I. Escenario internacional

**Gráfico I.1**

Contribución al crecimiento del PIB del 2009  
(variación trimestral anualizada, porcentaje)

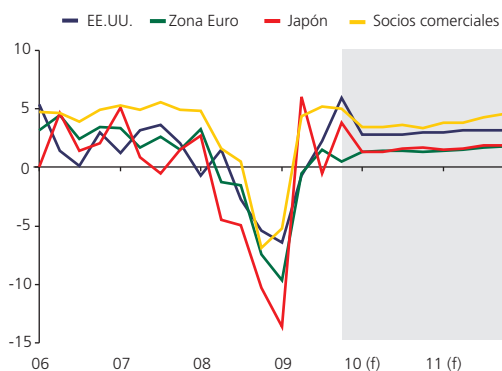


(\*) Incluye variación de inventarios.

Fuentes: Bureau of Economic Analysis, Cabinet Office y Eurostat.

**Gráfico I.2**

Crecimiento mundial  
(variación trimestral anualizada, porcentaje)



(f) Proyección.

Fuentes: Banco Central de Chile en base a institutos de estadística de cada país, Consensus Forecasts y Fondo Monetario Internacional.

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 lo que va de este año, la evaluación del escenario internacional relevante para la economía chilena se ha tornado más favorable respecto de lo considerado en diciembre. La actividad ha continuado recuperándose a nivel global, consolidándose las perspectivas de crecimiento de los socios comerciales de Chile. Las proyecciones de crecimiento para el 2010 y el 2011 se revisaron al alza y los precios de los productos básicos volvieron a aumentar. La percepción de riesgo ha seguido disminuyendo en los mercados financieros, aunque se dieron episodios de tensiones importantes en el curso de enero y febrero.

Las cifras de crecimiento mundial del cuarto trimestre del 2009 fueron mejores que las previstas de manera bastante generalizada. Destacó la mayor velocidad del incremento de la actividad en Asia emergente y EE.UU. En particular, China continuó expandiéndose fuertemente y como resultado de ello, otras economías de Asia se vieron favorecidas. Así, tanto el sector externo como la producción industrial dieron muestras de una recuperación más evidente que en otras regiones. Este mayor dinamismo se traspasó a los mercados laborales, donde las tasas de desempleo han empezado a caer. En EE.UU., el PIB del cuarto trimestre fue mejor que lo esperado, principalmente por una menor desacumulación de inventarios y una mayor inversión (gráfico I.1). No obstante, en esta economía el consumo personal se ajustó a la baja en el 2009. La destrucción de puestos de trabajo continúa, aunque a un ritmo decreciente y, si bien el mercado inmobiliario ha mostrado algunos signos de recuperación, persiste su debilidad. Todo ello pone una cuota de cautela respecto del dinamismo del consumo, puesto que los programas fiscales que lo impulsaron el año pasado están llegando a su fin. En Europa se observan diferencias importantes en el ritmo de recuperación de los distintos países. Mientras para Alemania y algunas economías escandinavas se mantienen perspectivas optimistas respecto del dinamismo de la actividad, hay otras en donde la situación fiscal es la principal preocupación. Por ejemplo, en España, Grecia, Irlanda, Italia y Portugal se vaticina un ritmo de crecimiento más lento. La deuda pública de algunos de estos países supera el 100% del PIB, mientras el déficit fiscal estimado para el 2010 alcanza hasta dos dígitos. En América Latina destaca la favorable evolución de la economía brasileña.

**Gráfico I.3**

Premios por riesgo (\*)

(puntos base)



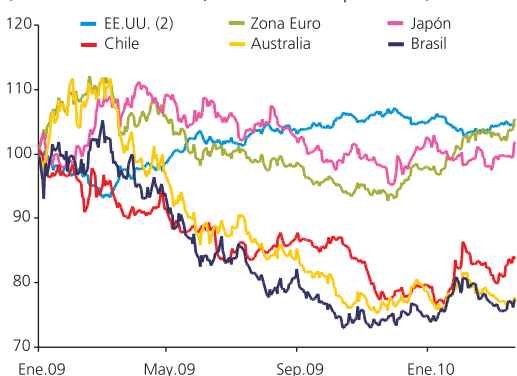
(\*) Diferencia de rendimientos entre bonos del gobierno de cada país y bonos del gobierno alemán, ambos a diez años plazo.

Fuente: Bloomberg.

**Gráfico I.4**

Paridades de monedas (1)

(índice 01/01/09=100, moneda local por dólar)



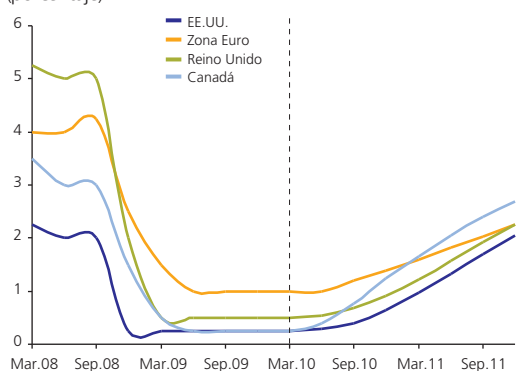
(1) Paridad respecto del dólar. Aumento indica depreciación de la moneda.  
 (2) Considera dólar respecto de una canasta de monedas de los principales socios comerciales de EE.UU. Un aumento indica depreciación del dólar.

Fuente: Bloomberg.

**Gráfico I.5**

TPM y curvas forward (\*)

(porcentaje)



(\*) Línea punteada separa cifras de TPM efectiva de la curva forward.

Fuente: Bloomberg.

Al igual que en los dos últimos IPoM, la generalidad de las proyecciones de crecimiento para el periodo 2010-2011 se han corregido al alza, aunque su magnitud es marginalmente menor (tabla I.1). En el caso de las economías desarrolladas, los perfiles de crecimiento trimestral son similares a los del IPoM previo (gráfico I.2). En cuanto a las tasas de crecimiento anual, estas muestran una gran dispersión entre economías, siendo las de Asia emergente las mayores. Con todo, el promedio del bienio 2010-2011 se encuentra más o menos en línea con el crecimiento del 2000-2007 para la mayoría de las regiones. Solo Estados Unidos crecerá por sobre dicho promedio, mientras en la Zona Euro el crecimiento estará bastante por debajo.

**Tabla I.1**

Crecimiento mundial (\*)

(variación anual, porcentaje)

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

(e) Estimación.

(f) Proyección.

(\*) Para su definición, ver Glosario.

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

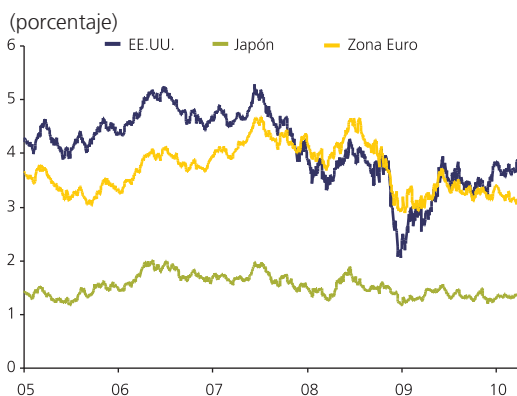
**Mercados financieros**

En comparación con diciembre, la percepción de riesgo ha disminuido en los mercados financieros internacionales. Ello se ha reflejado en un aumento de los índices bursátiles bastante extendido, los que, en todo caso, aún están por debajo de los niveles máximos previos a la crisis. En los últimos meses, la principal fuente de tensión en estos mercados ha sido la preocupación por la situación fiscal de las economías europeas. Como resultado, los *spreads* de deuda soberana en dichos países se incrementaron significativamente en febrero. Posteriormente, mostraron importantes vaivenes ante la incertidumbre respecto de la fuente de los recursos requeridos para financiar los déficits. Esto, pese al compromiso de un importante ajuste, es especialmente visible en el caso del abultado déficit griego. En lo más reciente, las autoridades de la Zona Euro junto con el Fondo Monetario Internacional acordaron un mecanismo de apoyo financiero a este país, en caso de ser necesario, con lo que las tensiones en los mercados financieros se redujeron (gráfico I.3). Bajo este contexto, y contrario a lo anticipado en el último IPoM, el dólar volvió a ser utilizado como refugio de valor, alcanzando una apreciación máxima de 3% entre diciembre y febrero frente a la canasta de sus principales socios comerciales (gráfico I.4). La contrapartida se verificó especialmente en el euro que, en igual periodo, se depreció cerca de 6% frente al dólar.



**Gráfico I.6**

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



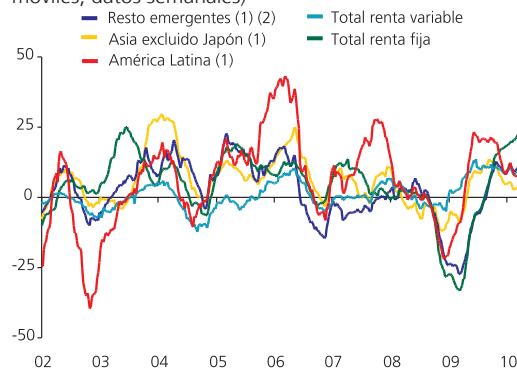
(\*) Corresponde a tasas de interés de bonos de gobierno a 10 años.

Fuente: Bloomberg.

**Gráfico I.7**

Flujos netos de fondos de inversión hacia economías emergentes

(miles de millones de dólares, acumulado en seis meses móviles, datos semanales)



(1) Corresponde a los flujos de renta variable.

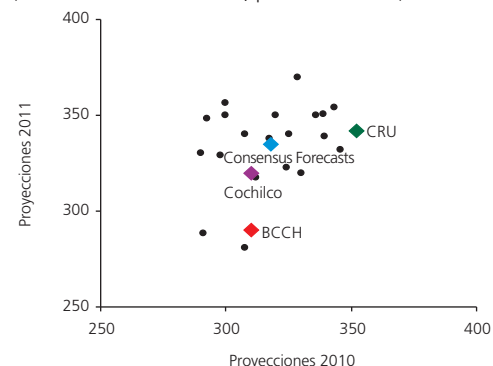
(2) Medio Oriente, Europa emergente y África.

Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.

**Gráfico I.8**

Proyecciones para el precio del cobre (\*)

(centavos de dólar la libra, promedio anual)



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

Fuentes: Banco Central de Chile, Cochilco, Consensus Forecasts y Commodity Research Unit.

Alrededor del mundo, los bancos centrales han continuado con el retiro gradual de las medidas no convencionales de política monetaria. No obstante, las autoridades monetarias mantienen el énfasis sobre un gradual proceso de normalización de tasas, en un contexto en que las medidas de inflación subyacente se mantienen contenidas. Ello ha contribuido a que las expectativas de mercado respecto de futuros aumentos en las tasas de política monetaria se posterguen (gráfico I.5). Al proceso de alza de tasas de referencia que están llevando a cabo Australia e Israel, en lo más reciente se sumaron Malasia e India. Noruega que también había iniciado la normalización de su tasa de interés de política, anunció en su último Informe de Política Monetaria que si bien continuará con aumentos graduales, estos se concretarán más tarde que lo anticipado en su anterior Informe.

En este contexto, las tasas de interés de largo plazo de las economías desarrolladas se han mantenido relativamente estables desde comienzos de año. La excepción son las de Estados Unidos, que más bien muestran una tendencia al alza, en concordancia con los mayores registros de actividad (gráfico I.6).

Con todo, las condiciones de crédito todavía son restrictivas en las economías desarrolladas, especialmente en EE.UU. y Reino Unido. A su vez, las condiciones financieras para las economías emergentes siguen mejorando, con menores costos de financiamiento para el sector corporativo y los gobiernos. En comparación con diciembre, los flujos acumulados de inversión de cartera hacia economías emergentes continúan registrando entradas netas de capital, particularmente hacia América Latina. Respecto de tipos de instrumento, se observan mayores entradas en activos de renta fija que contrasta con entradas más acotadas en activos de renta variable (gráfico I.7). Esto ha estado en línea con un escenario favorable para las emisiones de bonos emergentes, aprovechando las bajas tasas de interés y la mayor tranquilidad en los mercados.

## Precios de materias primas

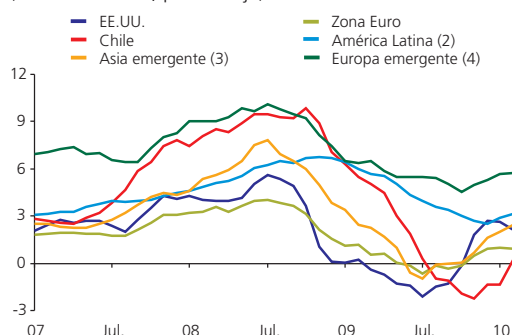
Los precios internacionales de los productos básicos aumentaron desde diciembre, especialmente los metales y los productos ligados al sector energético. Esto en un contexto de revisión al alza de la demanda global por materias primas y algunos conflictos geopolíticos que representan riesgos especialmente para la producción de combustibles.

El cobre aumentó 7% respecto de los niveles del cierre estadístico previo, ubicándose en US\$3,4 la libra en promedio en las últimas dos semanas. Esto se dio en un escenario de apreciación del dólar, la que fue compensada por expectativas de un menor exceso de oferta esperado para el 2010 respecto de lo estimado hace unos meses, y un repunte más vigoroso de la demanda en el 2011. Ello, en concordancia con las mejores expectativas de crecimiento de los principales consumidores del metal. Estos supuestos dan sustento a la corrección al alza en las proyecciones de precio a US\$3,10 y 2,90 la libra, para el 2010 y el 2011, respectivamente (gráfico I.8). La estimación respecto del precio de largo plazo se mantiene en US\$2 la libra. El mayor valor del cobre se repite en sus derivados, así el precio del molibdeno aumentó cerca de 60% con respecto a diciembre.

**Gráfico I.9**

Inflación del IPC (1)

(variación anual, porcentaje)



(1) Promedio geométrico de la inflación del IPC de los países de cada región.

(2) Incluye a Brasil, Colombia, México y Perú.

(3) Incluye a China, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia, Rep. de Corea y Taiwán.

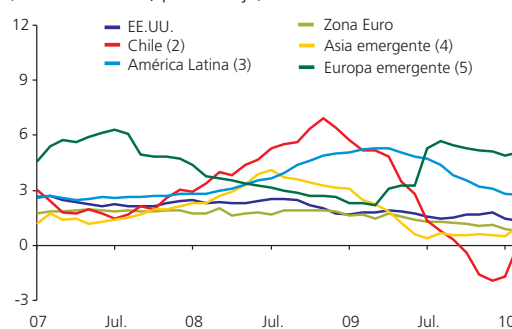
(4) Incluye a Hungría, República Checa, Rusia y Turquía.

Fuente: Bloomberg.

**Gráfico I.10**

Inflación del IPC subyacente (1)

(variación anual, porcentaje)



(1) Promedio geométrico de la inflación del IPC subyacente de los países de cada región.

(2) Corresponde a IPC sin alimentos y energía.

(3) Incluye a México y Perú.

(4) Incluye a República de Corea, Tailandia y Taiwán.

(5) Incluye solo a Hungría.

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

**Tabla I.2**

Inflación mundial

(variación anual promedio en moneda local, porcentaje)

	Prom. 90-99	Prom. 00-08	2009	2010 (f)	2011 (f)
Estados Unidos	3,0	2,9	-0,3	2,2	2,0
Zona Euro	2,3	2,3	0,3	1,1	1,4
Japón	1,2	-0,1	-1,3	-1,1	-0,4
China	7,8	2,2	-0,7	2,9	3,3
Australia	2,5	3,3	1,8	2,5	2,7
Nueva Zelanda	2,1	2,7	2,1	2,0	2,6
Argentina	253,7	8,9	6,2	9,7	10,1
Brasil	854,8	7,1	4,9	4,8	4,7
México	20,4	5,2	5,3	5,2	3,9
IPE (*)	1,8	5,4	-6,1	3,7	3,0
IPL (*)	27,2	5,6	-1,5	3,0	3,6

(\*) Para definición, ver Glosario.

(f) Proyección.

Fuentes: Banco Central de Chile en base a Consensus Forecasts y Fondo Monetario Internacional.

En el caso del petróleo WTI, de acuerdo con la trayectoria de la curva de contratos futuros en los diez días hábiles previos al cierre estadístico de este IPoM, las proyecciones de precio se corrigen también al alza a US\$82 y 85 el barril, para el 2010 y el 2011, respectivamente. Lo anterior está en línea con un precio *spot* sobre US\$80 el barril, nivel 12% superior respecto al cierre estadístico del IPoM de diciembre. El repunte se sustenta en un ajuste al alza de las expectativas de la demanda mundial por combustibles y en problemas geopolíticos en algunos países productores.

Los precios de la harina de pescado y la celulosa también exhiben alzas en torno a 10% con respecto a diciembre. En cambio, en el mismo lapso, los precios de los productos agrícolas cayeron 10% en su índice agregado.

## Inflación mundial

Con respecto a diciembre, los registros de inflación del IPC exhiben un repunte generalizado, en parte como respuesta a los mayores precios de los combustibles (gráfico I.9). Coherentemente con estos mayores registros *spot*, las perspectivas de inflación para este año son superiores en todas las regiones, siendo Asia y Europa emergente las que lideran los aumentos. En términos de inflación subyacente, tanto en Estados Unidos como en la Zona Euro esta presenta una tendencia a la baja, y las expectativas de mercado apuntan a que dicha tendencia continuará. En contraste, en algunas economías emergentes la inflación subyacente parece haber alcanzado un mínimo e incluso ya muestra aumentos en varios de ellos (gráfico I.10).

El escenario base contempla que la inflación externa relevante para Chile (IPE) revertirá la caída del 2009, y será positiva en el bienio 2010-2011. El IPE esperado para este año es inferior al previsto en el IPoM de diciembre, debido principalmente a la menor depreciación esperada del dólar. En contraste, para el 2011 se esperan ajustes al alza, por mayores registros de inflación local que compensarán los efectos cambiarios (tabla I.2).

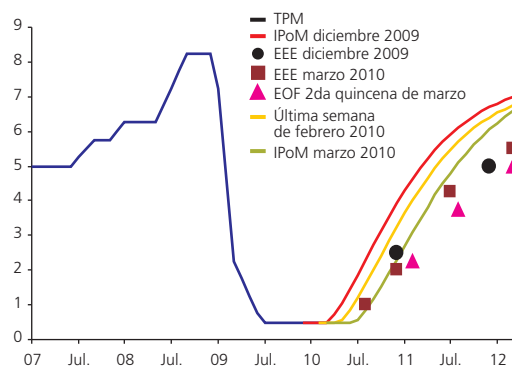
## Escenarios de riesgo

Pese a que el panorama económico global ha mejorado, a mediano plazo persisten algunos riesgos. Sigue representando una preocupación la sostenibilidad del crecimiento en las economías desarrolladas, que debe darse junto con una demanda interna robusta y sostenida. Por otro lado, la situación fiscal, especialmente de algunas economías europeas, las hace vulnerables a un proceso de recuperación más lento, además de los efectos que ello puede acarrear sobre su percepción de riesgo y sus sistemas financieros. Asimismo, permanece la discusión sobre el adecuado retiro de los estímulos monetarios, tanto porque se realice antes que lo necesario como porque sea más tarde que lo prudente. Como es habitual, los desbalances globales continúan siendo un riesgo para los flujos internacionales de capitales y la evolución de las monedas.

## II. Mercados financieros

**Gráfico II.1**

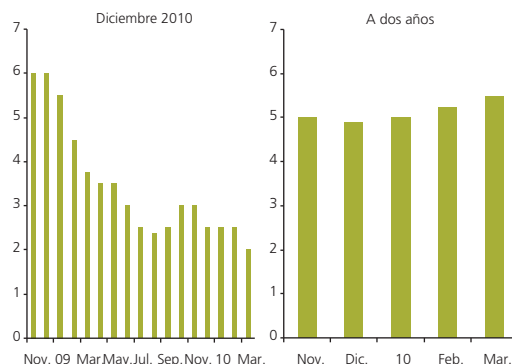
TPM y curva *forward*  
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico II.2**

TPM esperada a diciembre del 2010 y a dos años en la  
EEE  
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

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

### Política monetaria

El escenario macroeconómico que enfrenta la economía chilena ha sufrido cambios importantes desde el Informe de Política Monetaria (IPoM) de diciembre. La evaluación preliminar de los efectos del terremoto y maremoto, así como de los antecedentes coyunturales previos a este fenómeno, configuran un escenario macroeconómico en que las holguras de capacidad se han estrechado y la convergencia de la inflación a la meta se dará con mayor rapidez que lo antes previsto. El escenario base utiliza como supuesto de trabajo que la política monetaria continuará siendo muy estimulativa en los próximos trimestres. Hacia fines del horizonte de proyección, la TPM convergerá a un nivel similar al que arroja la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de marzo. No obstante, su ritmo de normalización será algo superior al considerado en esa encuesta.

Hasta la última semana de febrero, las expectativas para la TPM que se deducían de los precios de los activos financieros anticipaban que el ciclo de alza, en el corto plazo, se daría a una velocidad similar a la considerada en las Reuniones de Política Monetaria de enero y febrero. Este ritmo era también comparable al que se anticipaba en la EEE de diciembre del 2009. Esto era, una TPM que comenzaría a aumentar en el curso del segundo trimestre del 2010 y llegaría a niveles en torno a 2,5% en diciembre del mismo año (gráfico II.1).

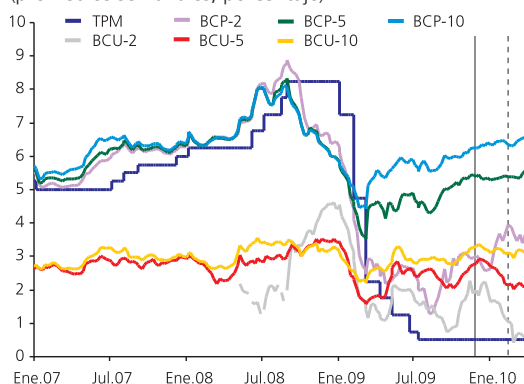
Luego del terremoto y maremoto, las expectativas sobre el nivel y la velocidad del incremento de la TPM contenidos en diversas encuestas se redujeron, en especial para el corto plazo, mientras que aumentaron hacia el final del horizonte de proyección. Así, se observó una postergación del inicio del ciclo de alza hacia el tercer trimestre de este año y una TPM a diciembre del 2010 entre 25 y 50 puntos base menor respecto de las encuestas de diciembre del 2009. La EEE de marzo indicó que la TPM se ubicaría en 2% a fines del 2010 (2,5% en diciembre) (gráfico II.2). La Encuesta de Operadores Financieros (EOF) del 24 de marzo arrojó que la TPM estará en 2,25% a febrero del 2011 (2,5% a doce meses en la EOF de la segunda quincena de diciembre). Las expectativas que se deducen de los precios de los activos financieros, curva *forward*, en los diez días previos al cierre estadístico de este IPoM sitúan la TPM en 2,3% a diciembre del 2010 (3,25% en la semana anterior a la catástrofe).

Las tasas de interés de los instrumentos del Banco Central presentaron movimientos mixtos desde el último IPoM (gráfico II.3). En efecto, las tasas reajustables cayeron mientras que las de los documentos nominales

**Gráfico II.3**

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

(promedios semanales, porcentaje)



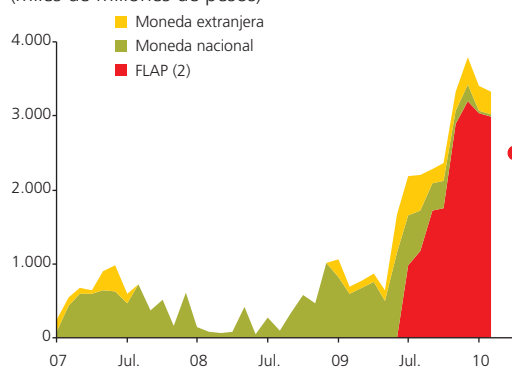
(\*) Línea vertical continua indica cierre estadístico del IPoM de diciembre 2009. Línea vertical punteada indica primera semana después del terremoto y maremoto.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico II.4**

Activos líquidos del Banco Central de Chile con contrapartes bancarias (1)

(miles de millones de pesos)



(1) Activos totales excluyendo reservas internacionales, deuda subordinada y otros activos.

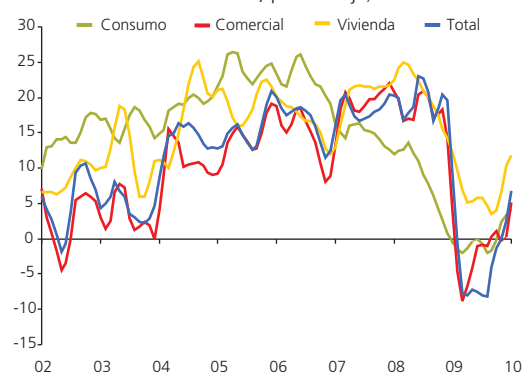
(2) Punto indica monto al 29 de marzo de 2010.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico II.5**

Colocaciones a empresas y personas

(variación anualizada del trimestre móvil de la serie nominal desestacionalizada, porcentaje)



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

aumentaron, con movimientos más marcados en los tramos de corto plazo. Hasta fines de febrero, esta divergencia entre las tasas en UF y en pesos podría haber respondido a una conjugación de varios elementos. Las menores emisiones privadas de bonos en UF y las mayores expectativas de inflación, al parecer habrían más que compensado la emisión que realizó el Gobierno, que en el primer trimestre ascendió a US\$1,5 mil millones. Inmediatamente después del terremoto y maremoto se produjo una baja de todas las tasas de interés, que fue revertida en las siguientes semanas. El movimiento de las tasas de interés de mayor plazo ha estado afectado por las estimaciones de mercado respecto de las fuentes que el Gobierno usará para financiar los esfuerzos de reconstrucción post catástrofe y cómo ello afectará la emisión de deuda de la Tesorería.

Tal como se señaló en noviembre del 2009, el Banco ha retirado gradualmente las medidas complementarias de liquidez. El saldo acumulado de la Facilidad de Liquidez a Plazo (FLAP) descendió a partir de enero. Luego de que el Consejo anunciara su calendario de término en noviembre, en diciembre alcanzó su máximo uso, con un monto acumulado de casi \$3.200 mil millones. Tras ello, el monto de los vencimientos ha sido superior al de las renovaciones. Al cierre de este IPoM, el monto acumulado total es del orden de \$2.500 mil millones. Las necesidades de liquidez han sido sustituidas por otras facilidades como las REPO y las Facilidades Permanentes de Liquidez (FPL) (gráfico II.4).

**Condiciones financieras**

Según la Encuesta de Crédito Bancario del cuarto trimestre del 2009, la mayoría de las instituciones financieras encuestadas señaló que los estándares de aprobación de crédito se volvieron menos restrictivos que en el trimestre anterior. Al mismo tiempo, percibieron un fortalecimiento de la demanda. La mayor flexibilización se reflejó, según los encuestados, en un aumento de los montos y plazos a prestar. La mayor demanda por créditos de las empresas respondería a un aumento de la inversión en activos fijos y mayores necesidades de capital de trabajo y, en el caso de las personas, a mejores condiciones de ingreso y/o empleo.

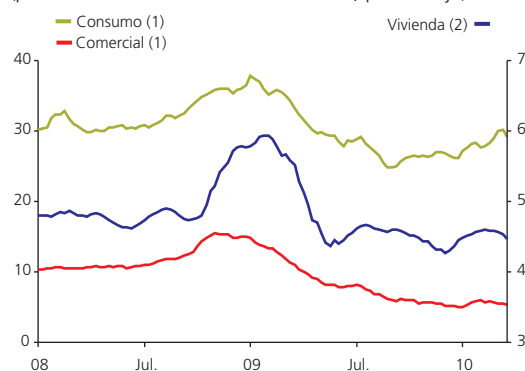
La información conocida en lo que va del año, en su mayoría previa al terremoto y maremoto, indicaba que las condiciones financieras que enfrentaban hogares y empresas continuaban normalizándose. El stock de colocaciones totales aumentó mes a mes a partir de diciembre, lo que no se observaba desde enero del 2009. Por componentes, se vio particularmente impulsado por los créditos comerciales (gráfico II.5).

Las tasas de interés aplicadas por los bancos permanecieron relativamente estables en el primer trimestre, a excepción de algunos segmentos de créditos de consumo en que aumentaron. En las semanas siguientes al cierre del IPoM de diciembre, las tasas de interés, corregidas por estacionalidad, continuaron reduciéndose. Así, en la última semana de diciembre, llegaron a mínimos comparables a los del 2004. A partir de allí, comenzaron a aumentar gradualmente. Luego del terremoto, las tasas de los créditos comerciales y para la vivienda se redujeron nuevamente, mientras las tasas de consumo en algunos plazos relevantes continuaron aumentando (tabla II.1 y gráfico II.6).

**Gráfico II.6**

Tasas de interés de colocación

(promedio de cuatro semanas móviles, porcentaje)



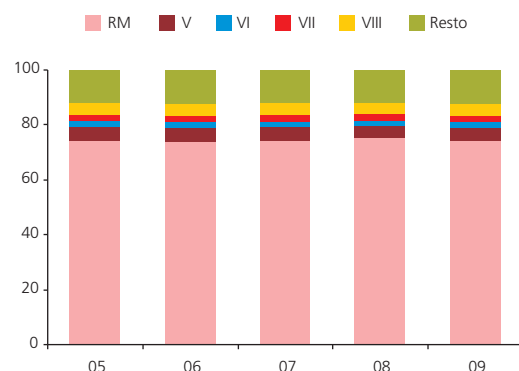
(1) Corresponde a la tasa promedio ponderada de todas las operaciones en pesos de este tipo de crédito.  
 (2) Corresponde a operaciones en UF a más de tres años.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico II.7**

Participación regional en las colocaciones totales

(porcentaje)



Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

**Gráfico II.8**

Tipo de cambio nominal (\*)

(índice 02/01/2006=100)



(\*) Línea vertical indica fecha del cierre estadístico del IPoM de diciembre 2009.

Fuente: Banco Central de Chile.

Los efectos del terremoto y maremoto sobre las condiciones financieras no son evidentes. Por ahora, la información disponible indica que la industria bancaria ha otorgado beneficios de no pago de créditos durante marzo, reducción de los costos fijos en tarjetas de crédito y fijación de pago cero en las mismas, al menos para marzo. También se aprecia una reducción en las tasas de colocación de los créditos para la vivienda, en parte explicada por la presumiblemente menor demanda por este tipo de operaciones que se estaría observando. La mantención y alcance de estos beneficios es incierta. En cuanto al otorgamiento de nuevos créditos, es posible que, especialmente en las zonas más afectadas, se dé un proceso más exhaustivo de evaluación del valor de los activos de los clientes y una mayor provisión de cartera por parte de los bancos. En todo caso, también se debe considerar que la pérdida de riqueza originada por la catástrofe provocaría cambios importantes en las decisiones de gasto y endeudamiento de los agentes. Para contextualizar, durante el 2009 las colocaciones del sistema financiero en las regiones Sexta, Séptima y Octava representaron casi 9% del total del país. En el mismo periodo, la Región Metropolitana y la Quinta representaron 74 y 5%, respectivamente (gráfico II.7).

Durante la semana siguiente al terremoto, la bolsa local cayó 3% en pesos y 1,5% en dólares. Al cierre estadístico de este IPoM, dicha caída se recuperó por completo. En todo caso, comparado con el cierre estadístico del IPoM de diciembre, el IPSA subió 11%. Medida en dólares, dicha variación fue de 3,8%. En el mismo lapso, las bolsas latinoamericanas cayeron 1,6% y el agregado de las bolsas mundiales aumentó 3,1%, en dólares.

En el primer bimestre del año, el M1 continuó con la tendencia creciente que mostró el 2009, en coherencia con el impulso monetario. En febrero, su tasa de crecimiento anual alcanzó a casi 34%. Sin embargo, el aumento se ha dado a una velocidad cada vez menor. Los agregados más amplios muestran crecimientos algo mayores que los de diciembre. Así, el M2 y M3 crecieron 1,8 y 4% anual en febrero, respectivamente.

**Tabla II.1**

Movimientos de tasas de interés desde fines del 2008 (1)

	Promedio oct-dic. 2008 (a)	Dic.2009 (b)	Antes del terremoto y maremoto (c) (2)	Después del terremoto y maremoto (d) (2)	Diferencia (c) - (a) (puntos base)	Diferencia (c) - (b) (puntos base)	Diferencia (d) - (c) (puntos base)
TPM	8,25	0,50	0,50	0,50	-775	0	0
Tasas de captación							
30-89 días	8,4	0,7	0,6	0,6	-788	-16	6
90 días a 1 año	9,2	1,4	1,6	1,3	-762	14	-26
Tasas de colocación							
Consumo (3)	36,2	26,6	28,9	29,2	-729	238	23
Consumo entre 181 días y un año	40,4	34,0	35,9	35,5	-449	188	-42
Consumo más de 3 años	35,9	25,1	27,2	27,3	-871	207	6
Comercial (3)	15,1	4,7	5,6	5,3	-943	89	-30
Comerciales 30 a 89 días	16,7	3,5	3,9	3,9	-1274	48	-7
Comerciales entre 181 días y un año	14,5	7,1	9,4	8,4	-512	226	-98
Vivienda	5,6	4,5	4,6	4,5	-102	4	-11

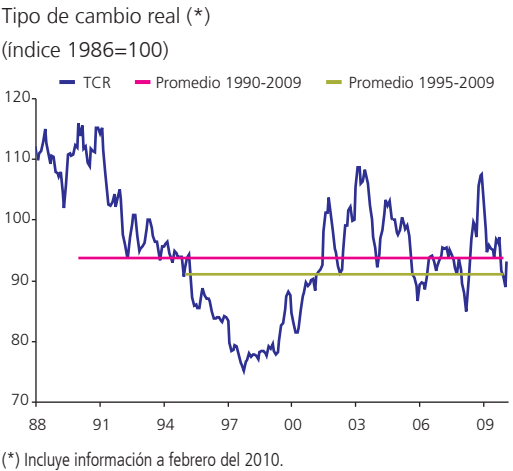
(1) Tasas de interés en pesos, con excepción de los créditos de vivienda, que son reajustables en UF.

(2) Promedio móvil de las últimas cuatro semanas. Después del terremoto y maremoto incluye hasta la tercera semana de marzo del 2010.

(3) Promedio ponderadas.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.9



Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla II.2

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-X	TCR
Ene.09	623,01	120,86	115,36	103,02
Feb.09	606,00	115,28	109,49	98,36
Mar.09	592,93	112,16	106,38	94,70
Abr.09	583,18	112,21	106,89	95,83
May.09	565,72	111,25	106,55	95,30
Jun.09	553,08	110,01	105,68	95,11
Jul.09	540,42	107,74	103,55	93,76
Ago.09	546,88	110,22	106,23	96,78
Sep.09	549,07	111,45	107,61	96,33
Oct.09	545,83	112,26	108,74	97,30
Nov.09	507,78	104,73	101,52	91,73
Dic.09	501,45	102,97	99,71	90,78
Ene.10	500,66	101,34	97,92	88,97
Feb.10	532,56	106,20	102,23	93,12
Mar.10 (2)	522,58	104,64	100,15	

(1) Para su definición, ver Glosario.

(2) Promedio al 29 de marzo.

Fuente: Banco Central de Chile.

Tipo de cambio

El peso, con vaivenes importantes, se ubica en un nivel 5,9% superior al del IPoM de diciembre. Esto, considerando el promedio de los diez días hábiles previos al cierre estadístico de cada uno. El tipo de cambio nominal ha tenido fluctuaciones bastante relevantes en este lapso, parte de las cuales se explican por fenómenos globales, pero con un parte significativa que se asocia a factores locales (gráfico II.8).

Luego del cierre estadístico del IPoM de diciembre, el peso siguió apreciándose llegando en la primera quincena de enero a cerca de \$490 por dólar. Ello fue la continuación de un proceso que se inició a principios de octubre y que se debió en buena parte a un fenómeno global de depreciación de la moneda estadounidense. Desde fines de enero y hasta los primeros días de febrero el peso se depreció con fuerza, alcanzando un máximo de \$550 por dólar (5 de febrero). Esto respondió, por una parte, a factores comunes a todas las economías, en particular, al aumento de las tensiones en los mercados financieros por la incertidumbre sobre la resolución de los déficits fiscales en ciertas economías europeas, que llevaron a una búsqueda por activos más seguros. Por otra parte, se verificaron factores locales, como el cambio en las decisiones de cobertura de las AFP.

La relativa menor incertidumbre en los mercados financieros internacionales explicó gran parte de la tendencia apreciativa que se observó en la segunda quincena de febrero. Además, en el mercado local las AFP habían reducido su posición cubierta en moneda extranjera. Después del terremoto y maremoto, el peso sufrió nuevos vaivenes ante expectativas privadas sobre la forma que tomará el financiamiento de la reconstrucción, los flujos de pago de los seguros comprometidos, los efectos de la catástrofe en la cuenta corriente y la recuperación del valor del dólar a nivel internacional.

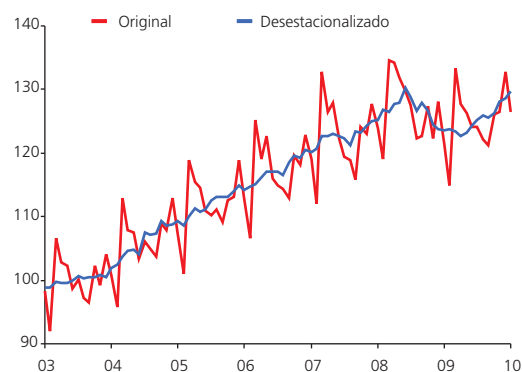
La relevancia de algunos factores idiosincrásicos se refleja en que indicadores multilaterales como el TCM y el TCM-5 muestran variaciones menores a las del tipo de cambio peso/dólar: 2,6 y 1,9%, respectivamente. Considerando el nivel del tipo de cambio nominal y las paridades de monedas vigentes en los diez días previos al cierre estadístico de este IPoM, el tipo de cambio real (TCR) se ubica en torno a 92 (en su medida 1986=100). Este valor es 1,2% superior al que se verificó al cierre estadístico del IPoM de diciembre (tabla II.2 y gráfico II.9). Como supuesto metodológico, se considera que el TCR en el largo plazo no diferirá mayormente de los niveles observados en las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM.



### III. Demanda y actividad

**Gráfico III.1**

Indicador mensual de actividad económica  
(índice 2003=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

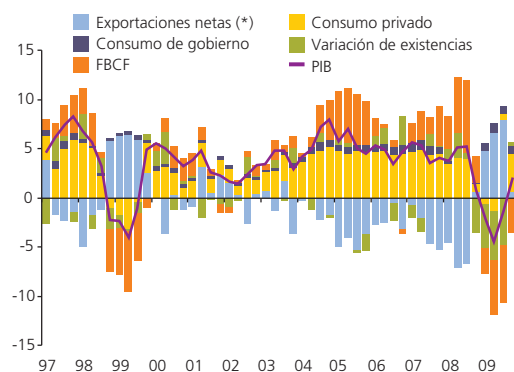
Este capítulo revisa, a partir de su evolución reciente, las perspectivas de corto plazo para la actividad y la demanda, con el fin de examinar las posibles presiones inflacionarias que de ellas se deriven.

#### Demanda agregada

El terremoto y el maremoto tienen consecuencias macroeconómicas importantes. Es esperable que los efectos disruptivos inmediatos de la catástrofe se traduzcan en menores niveles de actividad y mayor inflación en el muy corto plazo. Su dimensión depende, entre muchos factores, de la participación en el PIB nacional de las regiones más afectadas, de cuál es la composición sectorial de la producción por región y del tiempo de detención de los procesos productivos. A mediano plazo, el escenario macroeconómico estará determinado por la evolución de la capacidad productiva y la magnitud, la composición, la temporalidad, las fuentes de financiamiento y la focalización de los esfuerzos de reconstrucción. El momento y la velocidad a la que estos se implementen serán factores importantes para determinar la forma de la recuperación. Además, es probable que el capital destruido sea reemplazado por uno más eficiente y, por tanto, de mayor productividad. Asimismo, es posible que el proceso de reconstitución de la riqueza perdida puede tener efectos sobre el consumo.

**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.

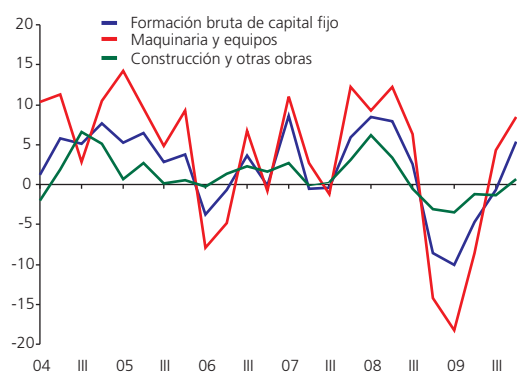
El escenario base de este IPoM prevé que la economía chilena crecerá entre 4,25 y 5,25% el 2010. Este rango es algo menor que el previsto en diciembre. La revisión a la baja del escenario de crecimiento para este año se fundamenta en que los efectos inmediatos de la catástrofe sobre la actividad predominarán sobre el incremento que provocarán los esfuerzos de reconstrucción.

El entendimiento de los cambios en el escenario macroeconómico considera varios aspectos. Por un lado, las cifras del periodo previo al terremoto y maremoto mostraban que la actividad y la demanda crecían a una velocidad más rápida que la prevista en el IPoM de diciembre. En el 2009 el PIB se contrajo 1,5%. No obstante, en el cuarto trimestre de ese año creció 2,1% anual, con una velocidad de expansión de 5,9%, que se sumaba a una de 6,6% en el tercer trimestre<sup>1/</sup>. Además, el Imacec de enero (4,2% anual y 1,0% mensual desestacionalizado) había sorprendido al alza (gráfico III.1). Así, tanto el cierre del 2009 como la evaluación de los datos coyunturales, daban cuenta de un cierre de las holguras de capacidad más rápido que el previsto en diciembre.

<sup>1/</sup> De acuerdo con el calendario de divulgación de Cuentas Nacionales Trimestrales, el 18 de marzo se publicó el cierre del PIB del 2009 y revisiones a las cifras del 2007 y el 2008.

**Gráfico III.3**

Formación bruta de capital fijo (\*)  
(variación trimestral, porcentaje)

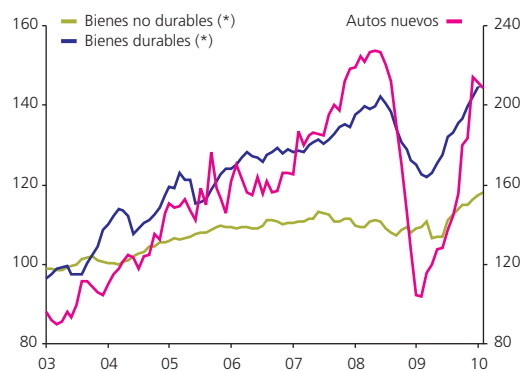


(\*) Series desestacionalizadas.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico III.4**

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

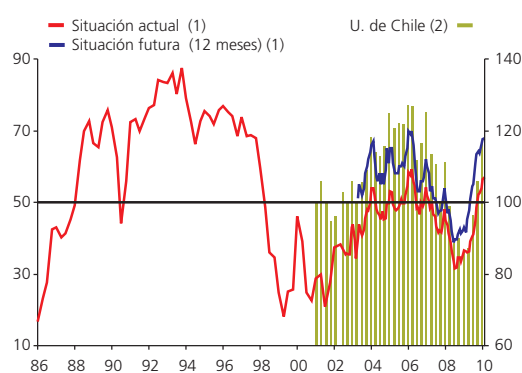


(\*) Ventas en el trimestre móvil.

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

**Gráfico III.5**

Índices de percepción de los consumidores



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

(2) Índice marzo 2001 = 100.

Fuentes: Adimark y Universidad de Chile.

En el cuarto trimestre del 2009, la demanda interna creció 1,4% anual. Descontando la variación de existencias, creció 1% anual, con una velocidad de expansión cercana a 14% (gráfico III.2). En ella incidieron el incremento del consumo privado y la recuperación de la formación bruta de capital fijo. El consumo se expandió a una velocidad cercana a 10% en el tercer y cuarto trimestres del 2009. La formación bruta de capital fijo se contrajo de manera importante durante la crisis. Sin embargo, en el cuarto trimestre del 2009 ya creció respecto del tercero, dando término a cuatro trimestres consecutivos de contracción. Destacó que, en el último cuarto del 2009, maquinaria y equipos, el componente más afectado durante la crisis, ya crecía sobre 8% respecto del trimestre anterior (gráfico III.3). Hasta el IPoM pasado resultaba difícil de explicar la diferencia en la magnitud del proceso de desacumulación de existencias que se observaba en Chile respecto de otras economías de características similares. El cierre de Cuentas Nacionales indica que la caída de las existencias equivalió a 2,4 puntos del PIB en el 2009, contracción inferior a la de 4,3 puntos del PIB estimada en diciembre. Con ello, se redujo en buena parte la mencionada anomalía.

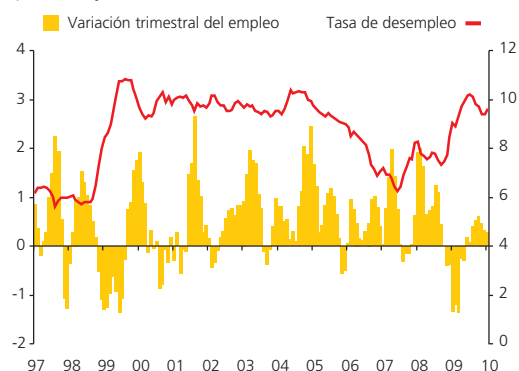
La cuenta corriente de la balanza de pagos resultó más superavitaria que lo considerado en diciembre, alcanzando US\$4.217 millones, lo que equivale a 2,6% del PIB del 2009. Ello como reflejo de mayores exportaciones y menores rentas al exterior respecto de lo considerado en esa ocasión lo que fue parcialmente compensado por menores transferencias.

Diversos antecedentes del 2010 dan cuenta de que la tendencia del consumo siguió afianzándose en el periodo previo al terremoto. Este componente de la demanda siguió dando señales de un desempeño más dinámico que el previsto en el IPoM de diciembre. Las ventas del comercio minorista, tanto de bienes durables como de no durables, ya superaban con creces los niveles previos a la crisis, mientras las ventas de automóviles nuevos, aunque todavía no alcanzaban los niveles de la primera mitad del 2008, estaban próximas a hacerlo (gráfico III.4). Otros indicadores apuntaban a que esta trayectoria del consumo se extendería. Las perspectivas de los consumidores medidas por el Índice de Percepción de la Economía (IPEC) se encontraban bastante por sobre su nivel neutral y se aproximaban a sus niveles del 2006, cuando se alcanzó el máximo de la década. Entre sus componentes, destacaba la positiva percepción a 12 meses del país y la percepción de que se estaba en un buen momento para comprar artículos para el hogar. En la misma línea, la encuesta de la Universidad de Chile seguía mostrando mejoras (gráfico III.5). Un segundo antecedente era lo que acontecía con el mercado laboral. Aunque la tasa de desempleo desestacionalizada alcanzó a 9,6% en el trimestre finalizado en enero, el mercado laboral llevaba ocho meses consecutivos mostrando aumentos en el empleo (gráfico III.6). También destacaba una recomposición por categorías: mientras el empleo asalariado aumentaba sus niveles desestacionalizados, el empleo por cuenta propia se reducía paulatinamente. En febrero, las perspectivas para el empleo que se extraen del Indicador Mensual de Confianza Empresarial (IMCE) también se encontraban muy por sobre su nivel neutral en el agregado. Otro factor relevante era el crecimiento del ingreso real de los hogares. Finalmente, las condiciones financieras estaban en vías de normalizarse, lo que se reflejaba en un aumento de las colocaciones de consumo y comerciales. Esto también se recogía de la Encuesta de Crédito Bancario del cuarto trimestre del 2009, en que la mayoría de las instituciones encuestadas señalaba una flexibilización de las condiciones crediticias y un fortalecimiento de la demanda por créditos.



### Gráfico III.6

Indicadores del mercado laboral (\*)  
(porcentaje)



(\*) Series desestacionalizadas.

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

### Gráfico III.7

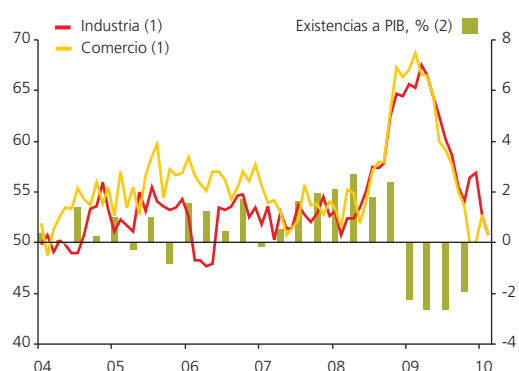
Importaciones de bienes de capital  
(millones de dólares acumulados por trimestre, serie desestacionalizada)



Fuente: Banco Central de Chile.

### Gráfico III.8

Situación actual de inventarios



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

(2) Serie trimestral desestacionalizada.

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

El panorama favorable para la inversión se seguía ratificando con la información disponible a inicios del 2010. Las importaciones de bienes de capital continuaban recuperándose en niveles (gráfico III.7). Aunque el catastro de la Corporación de Bienes de Capital (CBC) corregía a la baja la inversión para los años 2009-2010 (principalmente por la recalendarización de proyectos en el sector energético), daba cuenta de mayores proyectos para el bienio siguiente. En cuanto a la construcción de viviendas, previo al terremoto y maremoto no se observaba todavía una tendencia clara de mayor actividad, aun cuando las ventas ya mostraban un dinamismo algo mayor. Indicadores como los despachos de cemento y de materiales y el Imacon se mostraban relativamente planos en sus últimos registros de niveles desestacionalizados. El componente de construcción del IMCE, aunque iba al alza, seguía bajo el nivel neutral. Respecto de los inventarios, la evidencia más coyuntural, como la información referente a existencias del IMCE y la brecha entre producción y ventas de la industria, evidenciaban que el proceso de desacumulación de existencias ya había finalizado (gráfico III.8).

En cuanto al valor de las exportaciones, a febrero las cifras desestacionalizadas mostraron niveles similares a los de mediados del 2008, principalmente por el desempeño de las exportaciones mineras. Estas últimas se siguen beneficiando del alto precio del cobre y la recuperación de la producción cuprífera. Las exportaciones industriales también exhibían mayor dinamismo, lo que se condice con la recuperación de la actividad que mostraba el sector, particularmente las ramas ligadas a la inversión.

Así, hasta fines de febrero el contexto local apuntaba a un escenario con menores holguras de capacidad y mayor dinamismo de la demanda y la actividad respecto de lo considerado en el IPoM de diciembre (Recuadro: Cambios en el escenario macroeconómico entre diciembre y febrero). En este contexto, se produjo la catástrofe de fines de febrero, cuyos efectos en el escenario macroeconómico son relevantes para la conducción de la política monetaria.

En el corto plazo, el escenario base de este IPoM considera una disrupción productiva en las regiones más afectadas: Sexta, Séptima y Octava. El mayor impacto se produce en marzo, para luego diluirse paulatinamente. Para junio ya se supone una normalización. Acorde con su relevancia relativa en las regiones señaladas, la Industria es el área productiva más afectada. Como un todo, el efecto del terremoto y maremoto en el crecimiento anual del PIB es del orden de 3 y 2 puntos porcentuales menos en el primer y segundo trimestres de este año, respectivamente.

Las estadísticas económicas habituales de marzo podrán dar alguna mejor aproximación sobre los efectos de más corto plazo del terremoto y maremoto. En todo caso, debe considerarse la complejidad de una lectura estadística precisa de estos datos. Ello, en parte, por las dificultades y demoras en la recolección de la información que nutre las estadísticas oficiales. De hecho, el levantamiento de información de febrero, que se realizó en marzo, ya evidenció problemas.

En cuanto al impacto de corto plazo sobre las exportaciones, la Octava Región concentró algo más de 9% de los envíos durante el 2009. La mayor parte de ella corresponde a exportaciones industriales, en particular de productos como celulosa, madera y sus derivados y harina de pescado. El cómo se conjuguen

factores como la destrucción de la capacidad instalada y de los canales de distribución de los productos a exportar determinan el efecto inmediato en el volumen exportado. Los precios de algunos de estos productos están en niveles elevados y algunas compañías han informado de seguros que comprometen el pago de indemnizaciones por lucro cesante, lo que atenúa los costos económicos de la paralización. También se debe considerar la posibilidad de que la reconstrucción provoque un aumento en la demanda interna por productos de madera y acero. Pesca, en particular la relacionada con la producción de harina de pescado, también podría ver mermas en su actividad por las dificultades para retomar las labores de extracción y procesamiento del recurso pelágico. La información semanal de las exportaciones, descontada estacionalidad, muestra que los primeros días de marzo se produjo una caída significativa en los niveles de envíos industriales. Sin embargo, a la segunda semana ya se observaba una recuperación importante.

Es probable que el consumo se afecte negativamente ante la reposición de la riqueza que deberá ocurrir. Además, podría darse una recomposición del consumo a favor del componente durable, la que también dependerá del acceso de los agentes a los mercados financieros. El cambio que tengan las expectativas de los consumidores dará alguna luz sobre la cuantía de este fenómeno. En cuanto al mercado laboral, la evidencia de otros episodios sugiere que en lo inmediato el empleo podría caer como respuesta a la caída inicial de PIB. Diversos antecedentes señalan la pérdida de puestos de trabajo en empresas que debieron paralizar sus operaciones ante la destrucción de sus instalaciones. No obstante, es de esperar que la reconstrucción impulse el empleo, especialmente en la construcción.

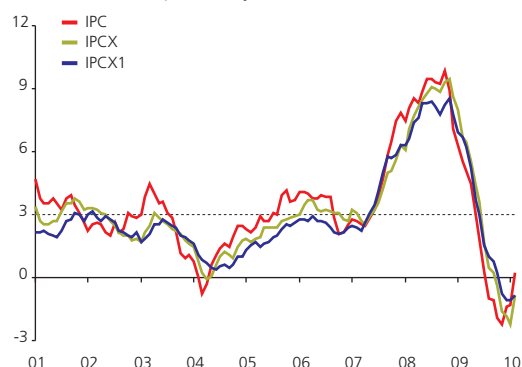
El efecto del terremoto y maremoto sobre las condiciones financieras, otro determinante del consumo, no es evidente. En principio, la información disponible indica que los bancos han otorgado diversos beneficios a los deudores, al menos para marzo. Su mantención y su alcance son inciertos.

Respecto de la reposición del stock de capital destruido, este se facilitará porque la productividad marginal del nuevo capital es superior. También se verá favorecido porque una parte de las pérdidas del stock de capital estaba cubierta por seguros. En el caso del sector público, de acuerdo con los anuncios del ejecutivo, el escenario base considera que el déficit estructural del 2009 llegó a 1,2% del PIB y que el balance estructural se alcanzará a fines de la actual administración. Las reasignaciones presupuestarias llegarán este año a US\$700 millones, mientras que el proceso de reconstrucción de la infraestructura pública destruida se repartirá en cuatro años. Como supuesto de trabajo, el Consejo considera que el financiamiento de los esfuerzos de reconstrucción públicos y privados será equilibrado entre sus distintas fuentes.

## 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

Durante el primer bimestre del 2010, la inflación anual del IPC superó lo previsto en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de diciembre. En dicha ocasión se proyectó que retornaría a cifras positivas en el curso del primer semestre, lo que se adelantó a febrero. Así, al segundo mes del 2010, la inflación anual del IPC se ubicó en 0,3% (tabla IV.1 y gráfico IV.1).

**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	-2,7	0,2
2010 Ene.	-1,3	-2,2	-1,1	-1,3	-1,7	-2,5	0,3	-1,8	-0,8
Feb.	0,3	-0,8	-0,9	-1,2	0,1	-2,5	4,2	-1,5	2,6

(\*) Para su definición, ver Glosario.

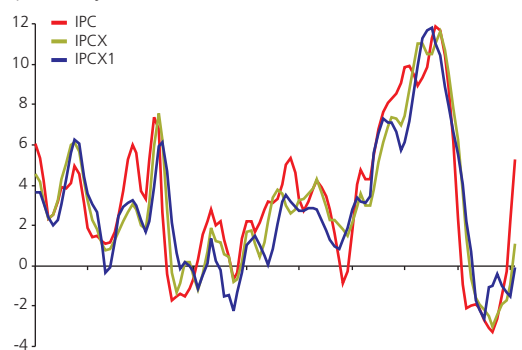
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

A partir de enero de este año, el INE modificó la medición del IPC. Este cambio metodológico tuvo sus efectos principales en dos ámbitos. Por un lado, se cambió el año base, pasando de diciembre del 2008=100 al promedio del 2009=100. Por otro lado, se modificó la cobertura geográfica, pasando de una que consideraba Santiago, Puente Alto y San Bernardo a una de nivel nacional. El nuevo IPC también incorpora varios cambios marginales en los productos que constituyen la canasta y en sus ponderaciones, e introduce un rediseño en los procedimientos de recolección de precios<sup>1/</sup>.

1/ Para más detalle, ver Instituto Nacional de Estadísticas (2010a).

**Gráfico IV.2**

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

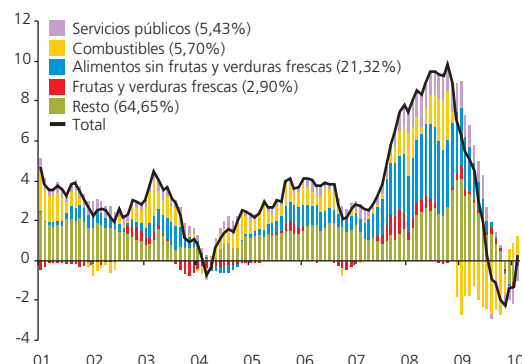


(\*) Para su definición, ver Glosario.

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

**Gráfico IV.3**

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

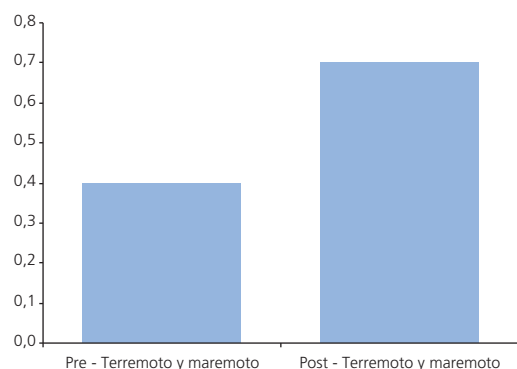


(\*) Entre paréntesis participaciones en la canasta IPC base anual 2009. Para el período 2001-2008 considera las ponderaciones de la canasta diciembre 1998. Para el 2009, considera la canasta diciembre 2008.

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

**Gráfico IV.4**

Expectativas de inflación para marzo 2010  
(variación mensual, porcentaje)



Fuente: Informes de analistas de mercado.

De los datos hasta ahora conocidos —enero y febrero—, la inflación del primer mes del año presentó la mayor diferencia respecto de las expectativas previas. En enero, la variación mensual del IPC fue de 0,5%, mientras que el promedio de las estimaciones de mercado apuntaba a una variación de -0,1%. El inesperado aumento del IPC se explicó en gran medida por el incremento del gasto financiero (+0,8 puntos porcentuales en el IPC de dicho mes). En esto incidió el incremento del impuesto de timbres y estampillas. Aunque esto ya era conocido, factores metodológicos asociados al cambio de canasta amplificaron la incidencia de este componente en el IPC<sup>2/</sup>. El incremento mensual y anual del IPCX también se vio afectado por el cambio en el impuesto, entre otros elementos, llegando a -0,8% en febrero (-1,6% en noviembre).

Los restantes componentes del IPC no han mostrado, hasta ahora, cambios relevantes en sus niveles o tendencias atribuibles a efectos de la nueva medición. De hecho, una primera evaluación del impacto del cambio metodológico sobre el IPC no da cuenta de un cambio en la tendencia inflacionaria. La variación anual del IPCX1 —donde el gasto financiero no es considerado— sigue en niveles negativos: -0,9% a febrero. Con todo, no puede descartarse que el cambio en la medición del IPC tenga nuevos efectos relevantes en la inflación. Sin embargo, su signo y magnitud no son posibles de anticipar.

En términos de velocidad de expansión, el IPC y el IPCX tuvieron un incremento relevante a comienzos de año, llegando el primero a cifras del orden de 5% anualizado. El IPCX1 continúa con una velocidad de expansión negativa (gráfico IV.2). En cuanto a la variación anual del IPC, el precio de los combustibles ha vuelto a contribuir positivamente, en gran parte por la baja base de comparación de igual lapso del 2009 (gráfico IV.3).

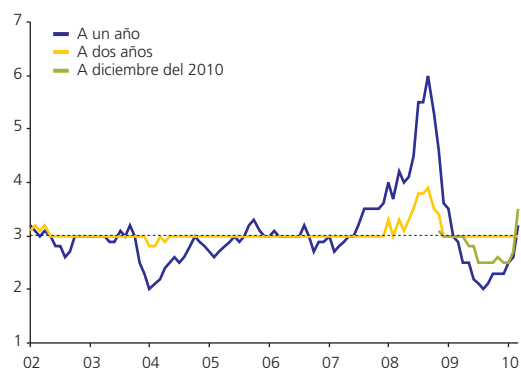
Al cierre estadístico de este IPoM, no era conocida la inflación de marzo. Esta cifra será la primera aproximación de los efectos de más corto plazo de la catástrofe. En principio, cabe esperar que haya reducido la disponibilidad de algunos bienes, por problemas en los procesos de producción o en la distribución, provocando incrementos que deberían ser en buena parte transitorios sobre el nivel de precios. La dimensión final del efecto es altamente incierta. Los problemas ocasionados por el desastre natural dificultan la obtención de información. El INE anunció que, desde marzo y hasta que la situación se normalice, no levantará precios en las regiones del Maule y del Biobío, por lo cual imputará las variaciones de precios recogidas en la macrozona central. Las expectativas de inflación para marzo que se recogían de las opiniones de mercado los días posteriores a la catástrofe suponen un incremento de los precios (gráfico IV.4).

El escenario base de este IPoM considera que los efectos inmediatos de la catástrofe se concentran en una revisión al alza del precio de los alimentos. Este efecto, por considerar tanto alimentos perecibles como no perecibles, afecta a todos los indicadores del IPC, aunque ciertamente el impacto sobre el IPCX e IPCX1 es de menor cuantía. Asimismo, se utiliza como supuesto de trabajo que el impacto al alza en el nivel de precios se concentra mayoritariamente en marzo y, con bastante menor fuerza, en abril. Mayo y

<sup>2/</sup> Por un lado, este producto aumentó su participación en la canasta (de 1,6% en la anterior a 1,9%). Por otra parte, el cambio en el año base desde uno mensual a uno anual significó que la incidencia del incremento fuera mayor.

**Gráfico IV.5**

EEE: Expectativas de inflación  
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

junio son meses en que este efecto se estima se revertiría al menos en parte. Así, el efecto inmediato del terremoto y maremoto en la inflación no sería perceptible más allá de fines del segundo trimestre del año. En todo caso, los grados de incertidumbre respecto de este escenario son bastante amplios.

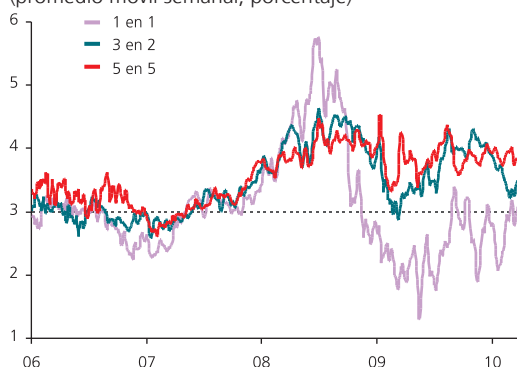
Con esto, en el escenario base se prevé que la inflación anual del IPC retornará a cifras del orden de 3% para mediados de año. A los mencionados efectos de los eventos de fines de febrero y la dinámica propia de la inflación, se suman los efectos al alza que tendrán la reposición del impuesto a los combustibles que se dio a fines de marzo y un nuevo incremento en el impuesto de timbres y estampillas a mediados de año. El aumento decretado de la tarifa del Transantiago tendrá efectos marginales en el IPC. Esto, porque será compensado por descensos en las tarifas de otras capitales regionales. Con todo, por la temporalidad de los cambios, se observarán vaivenes en las inflaciones de marzo, abril y mayo.

## Expectativas de inflación

**Gráfico IV.6**

Compensación inflacionaria *forward* promedio a partir de tasas *swap*

(promedio móvil semanal, porcentaje)



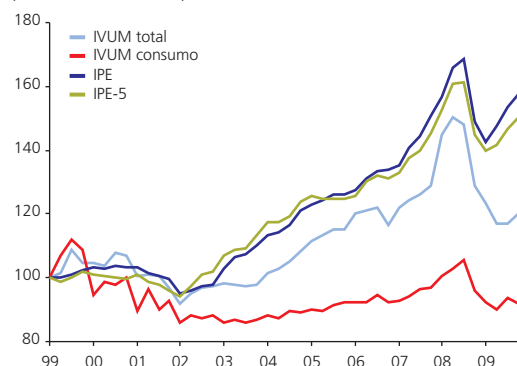
Fuente: Banco Central de Chile.

Las expectativas de inflación de mediano plazo se han mantenido en línea con la meta de inflación de 3%. Los resultados de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) siguen indicando que a dos años la inflación se ubicará en 3% (gráfico IV.5). En plazos más cortos las expectativas de inflación han aumentado, en especial tras la catástrofe. La inflación prevista para diciembre de este año pasó de un rango entre 2,5 y 2,7% entre julio del 2009 y febrero del 2010, a una estimación de 3,5% en marzo. A un año plazo, la corrección en las expectativas privadas es similar. Las compensaciones inflacionarias a distintos plazos, que se deducen de los precios de los activos financieros, continuaron con una alta volatilidad en el primer bimestre del año. No obstante, en marzo también dieron cuenta de un aumento en el corto plazo. A mediano plazo estos cambios fueron de mucha menor cuantía (gráfico IV.6).

## Presiones de costos

**Gráfico IV.7**

Inflación externa (\*)  
(índice 1999.I=100)



(\*) Para su definición, ver Glosario.

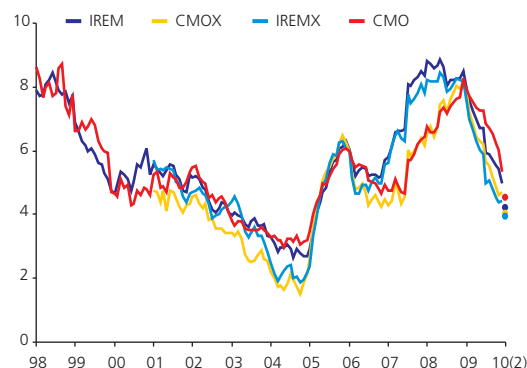
Fuente: Banco Central de Chile.

En cuanto a las presiones de costos importados, los precios de los productos básicos han continuado aumentando en los mercados mundiales. En los diez días hábiles previos al cierre estadístico de este IPoM, el precio del petróleo WTI se situó sobre US\$80 el barril. Este valor es 12% superior al de igual lapso del IPoM de diciembre. En el escenario base, el petróleo promediará precios de US\$82 y 85 el 2010 y el 2011, ambos algo superiores a los considerados en diciembre. Por el contrario, los precios de los alimentos registraron un descenso en el período, especialmente notorio en el caso del arroz. Los precios de las importaciones totales subieron en el último trimestre del 2009, principalmente por el precio de las internaciones de petróleo. Los precios de las importaciones de consumo deshicieron parte del alza registrada durante el tercer trimestre. Asimismo, la inflación externa relevante para Chile siguió aumentando su tasa de variación anual, y se volvió positiva en el último cuarto del 2009 (gráfico IV.7).

El peso, con vaivenes importantes, se ubica en un nivel 5,9% superior al del IPoM de diciembre. Esto, considerando el promedio de los diez días hábiles previos al cierre estadístico de cada uno. El tipo de cambio nominal ha tenido fluctuaciones bastante relevantes en este lapso, parte de las cuales se explican por fenómenos globales, pero con un parte significativa que se

**Gráfico IV.8**

Salarios nominales (1)  
(variación anual, porcentaje)



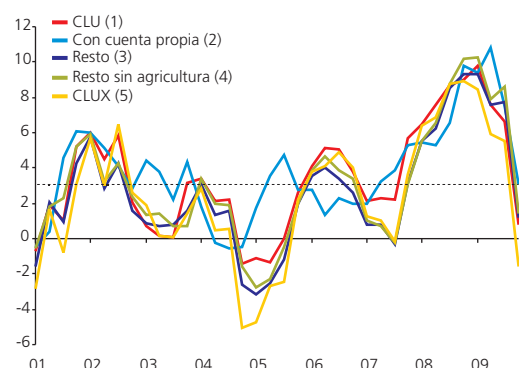
(1) Para su definición, ver Glosario.

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

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

**Gráfico IV.9**

Costo laboral unitario  
(variación anual, porcentaje)



(1) Considera CMO total nominal, horas de trabajo asalariadas efectivas, empleo asalariado y PIB total.

(2) Análogo a Total, reemplaza empleo asalariado por nacional.

(3) Considera CMO resto, empleo asalariado resto, PIB resto (sin EGA, minería y pesca) y horas de trabajo asalariadas efectivas.

(4) Análogo a Resto, excluyendo el sector agrícola en el empleo asalariado resto y en el PIB resto.

(5) Para su definición, ver Glosario.

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

asocia a factores locales. La relevancia de algunos factores idiosincrásicos se refleja en que indicadores multilaterales como el TCM y el TCM-5 muestran variaciones menores que las del tipo de cambio peso/dólar: 2,6 y 1,9%, respectivamente. En todo caso, considerando el nivel del tipo de cambio nominal y las paridades de monedas vigentes al cierre estadístico de este IPoM, el TCR está en valores coherentes con sus fundamentos de largo plazo. El escenario base supone que el TCR en el largo plazo no diferirá mayormente de los niveles observados en las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM.

La variación anual del índice de precios al productor (IPP) —que solo incluye precios de bienes y servicios nacionales— continuó aumentando, retornando a cifras positivas a comienzos de año. A febrero, su incremento anual se ubicó en 10,4% (-7,4% en noviembre). El comportamiento de la variación en doce meses del IPP se explica en gran medida por lo sucedido con la categoría de bienes intermedios, donde el incremento anual del precio de los combustibles juega un rol importante. En los precios mayoristas, la variación anual del IPM —que considera los precios de los bienes nacionales e importados— pasó de un descenso de 15,7% a caer 8,1% entre noviembre y febrero. Las perspectivas de costo a tres meses que se extraen del IMCE presentaron un alza en febrero, alcanzando a 68 puntos. Esto, luego de haberse mantenido en 62 desde noviembre pasado. Una trayectoria similar se observa en las perspectivas de inflación a doce meses, las que cambian de 2,5 a 2,8% en igual periodo.

**Salarios**

Las presiones de costos provenientes del mercado laboral no muestran grandes cambios en los últimos meses. Destaca, no obstante, el cambio en la metodología de medición de los salarios que realizó el INE a partir de enero del 2010. Este considera el cambio de la estructura de ponderaciones del índice, del modelo de cálculo y de la base desde una mensual a una anual. Además, se aumentaron los tamaños muestrales por actividad, asegurando una mejor representatividad de la estructura productiva del país<sup>3/</sup>. Con la nueva información disponible, la tasa de crecimiento anual de los salarios nominales se situó en un nivel del orden de 0,8 puntos porcentuales por debajo del conocido previamente (gráfico IV.8). En el escenario base se prevé que los costos laborales no agregarán presiones inflacionarias adicionales a la economía y que la tasa de crecimiento anual de los salarios nominales seguirá reduciéndose, acorde con la evolución reciente y esperada de la inflación y con las condiciones cíclicas que enfrenta el mercado laboral.

Los costos laborales unitarios (CLU) mantienen tasas de variación de entre -1,3 y 3,0% a diciembre del 2009. Respecto de los trimestres anteriores, en el último cuarto del año los CLU siguieron reduciendo sus tasas de crecimiento, e incluso decreciendo en el caso de los CLUX (gráfico IV.9).

<sup>3/</sup> Para más detalle, ver Instituto Nacional de Estadísticas (2010b).



## Recuadro IV.1: Evolución de la inflación en Chile durante el período 2007-2009

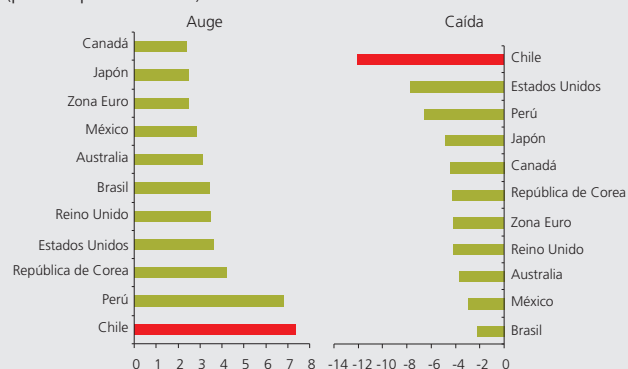
En el trienio 2007-2009, la inflación tuvo bruscos cambios en el mundo. El fuerte incremento del precio de los productos básicos, en especial los alimentos y el petróleo, provocó una marcada aceleración de la inflación en un conjunto amplio de economías, instalando en el curso del 2008 una preocupación relevante por el problema inflacionario. Luego, la detonación de la crisis financiera en los mercados desarrollados y la crisis de confianza posterior generaron una significativa caída de los precios de los productos básicos y una ampliación de las holguras de capacidad que redujo con inusitada rapidez la inflación en el mundo.

En Chile, estos fenómenos se vivieron con particular intensidad. Comparando con una amplia muestra de economías, tanto el auge como la caída de la inflación total en Chile se encuentran entre los más pronunciados (gráfico IV.10). Este recuadro da algunas luces sobre los factores que explican la diferencia en el comportamiento de la inflación en Chile y el resto del mundo. El aumento de la inflación chilena durante el 2007 y el 2008

### Gráfico IV.10

Comparación internacional de la inflación total durante los períodos de auge y caída (\*)

(puntos porcentuales)



(\*) Auge es la diferencia entre la inflación anual mínima en el 2007 y la máxima en el 2008. Caída es la diferencia entre la inflación de diciembre del 2009 y la máxima en el 2008.

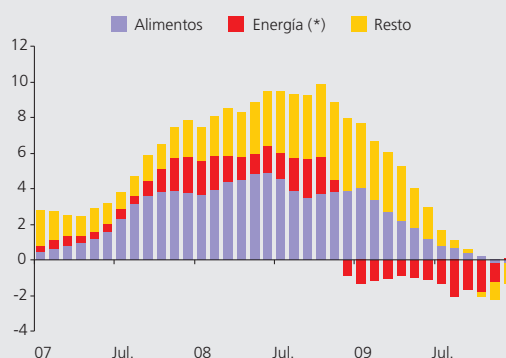
Fuente: Banco Central de Chile.

tuvo un importante componente global<sup>1/</sup>. La incidencia de los precios de los alimentos y los combustibles en la inflación creció sustantivamente en dichos años, con una incidencia promedio de 4 puntos porcentuales (gráfico IV.11). El incremento de la relevancia de estos precios en la inflación se observó en varias economías. No obstante, Chile tuvo además un *shock* idiosincrásico relevante. La sequía y los problemas de abastecimiento de gas natural argentino obligaron a recurrir a fuentes de energía alternativas menos eficientes y más caras, en momentos en que el precio del petróleo y sus

derivados crecían con fuerza. Ello provocó un incremento significativo en el costo de la energía. Como muestra, entre enero del 2007 y diciembre del 2008 el valor de la tarifa eléctrica representativa —considerada en el IPC— aumentó más de 50%. Los efectos del mayor costo de la energía no se circunscribieron a un impacto inmediato en el IPC, sino que también afectaron la capacidad productiva de la economía y la dinámica inflacionaria de mediano plazo<sup>2/</sup>.

### Gráfico IV.11

Descomposición de la inflación total en Chile  
(incidencia sobre la inflación total, porcentaje)



(\*) Incluye combustibles y electricidad.

Fuente: Banco Central de Chile.

Contados estos factores internos y externos, uno de los hechos que diferencian el comportamiento de la dinámica inflacionaria chilena del resto del mundo es que la fuerte alza y caída de la inflación total se replicó en la inflación subyacente, lo que fue bastante único a Chile (gráfico IV.12).

La pregunta natural que surge entonces es qué hechos pueden explicar que en Chile tanto la inflación total como la subyacente hayan aumentado y caído con tanta fuerza. Es posible que factores como el tamaño del *shock*, su grado de traspaso a la economía local —en caso de ser de origen externo— o su persistencia puedan afectar al resto de los precios de la economía.

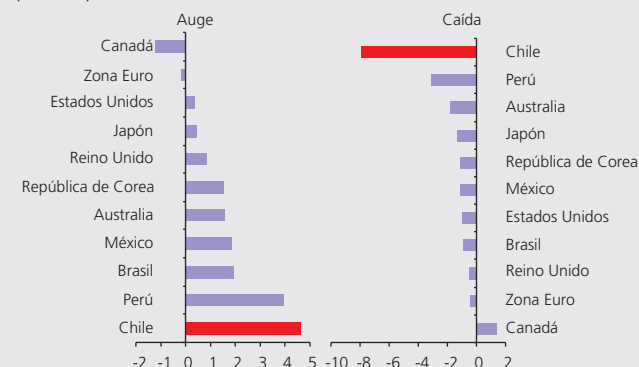
<sup>1/</sup> Para detalles, ver Recuadro I.2: “Respuesta de la inflación en el ciclo actual”, IPoM mayo 2009, página 22.

<sup>2/</sup> Para detalles del efecto del costo de la energía en el PIB efectivo y tendencial ver Recuadro V.1: “Costo de la energía y productividad”, IPoM diciembre 2009, página 34; Recuadro VI.1: “PIB tendencial y mayor costo de la energía”, IPoM mayo 2008, página 51; Recuadro V.2: “Costo de la energía”, IPoM septiembre 2008, páginas 39 y 40 y Recuadro IV.1: “Cuantificación del impacto del mayor costo de la energía sobre la actividad”, IPoM enero 2007, páginas 39 y 40.

En particular, si el proceso de formación de precios de los agentes comienza a considerar que, fruto de estos *shocks*, se han producido cambios permanentes en el nivel de precios.

#### Gráfico IV.12

Comparación internacional de la inflación subyacente durante los períodos de auge y de caída (\*)  
(puntos porcentuales)



(\*) Auge es la diferencia entre la inflación subyacente anual mínima en el 2007 y la máxima en el 2008. Caída es la diferencia entre la inflación de diciembre del 2009 y la máxima en el 2008.

Fuente: Banco Central de Chile.

Como se indicó, un factor común al aumento de la inflación en el mundo fue el alza de los alimentos y combustibles. Un primer elemento es determinar cuál fue el grado de traspaso de estos *shocks* a los precios internos. Factores como la ponderación de los bienes afectados en la canasta de consumo, los controles de precios a los que están sujetos o la misma dinámica cambiaria pueden ser determinantes de su impacto en la inflación local. Pistelli y Riquelme (2010), basados en el análisis de la inflación de alimentos, energía y subyacente de una muestra de países, encuentran que factores estructurales —como las diferencias en los niveles de precios y las regulaciones a precios locales— son significativos a la hora de explicar la divergencia entre Chile y el resto del mundo del comportamiento de la inflación de alimentos y combustibles. Según los autores, entre el 2007 y el 2008, aproximadamente la mitad de la diferencia entre el incremento de la inflación de alimentos en Chile y la muestra de países elegida se explica por estos factores. Rigobón (2009) revisa el efecto sobre la inflación interna de *shocks* permanentes en los precios de los productos básicos en los mercados externos, medidos en moneda local. Incluyendo a Chile, los resultados indican que, para el caso del petróleo y los combustibles, el traspaso es menor en países desarrollados que en las economías en desarrollo. También concluye que el traspaso de este *shock* al precio de la electricidad y los alimentos es bastante heterogéneo. En cuanto al precio de los alimentos —caracterizado por un *shock* permanente al precio del trigo— su traspaso es algo mayor en las economías en desarrollo. Para Chile, se encuentra que el traspaso es rápido y significativo, pero poco persistente en el tiempo<sup>3/</sup>. El grado de traspaso para la economía chilena se incrementa cuando solo se consideran

productos en particular más que la inflación total, como los precios del pan, cereales y harina.

Un segundo factor que puede explicar la dinámica inflacionaria local es el grado de propagación de los *shocks* inflacionarios. Para el tercer trimestre del 2008, el Consejo consideraba que el incremento que había registrado la inflación, especialmente en el curso de ese año, había provocado cambios en la propagación de los *shocks* al resto de los precios. Factores como las mayores presiones de costos internos y externos, una economía que en ese momento mostraba escasas holguras de capacidad y una demanda interna creciendo con fuerza podían ser determinantes de ese resultado<sup>4/</sup>. Esta evaluación se complementa con lo obtenido por Pincheira (2009) para la persistencia, quien muestra que, en los últimos años, la duración promedio de un *shock* inflacionario aumentó. Así, mientras en el 2006 y el 2007 la vida media de estos *shocks* era de 50 meses, en el 2008 prácticamente se duplicó y en el 2009 disminuyó, pero a cerca de 70 meses.

Una evaluación de la relevancia de los *shocks* de alimentos y energía en la inflación se encuentra en Céspedes et al. (2009). Los autores estiman que, durante el período de aumento de la inflación, el incremento de la inflación subyacente obedeció principalmente al componente de alimentos y energía. Sin embargo, según los autores, en el período de caída de la inflación la brecha del producto y el tipo de cambio real habrían jugado un papel importante en la dinámica inflacionaria subyacente. Esto último no constituiría un determinante de la inflación muy distinto del esperado, dados los cambios en el escenario macroeconómico post detonación de la crisis financiera en las economías desarrolladas. Como complemento, Pedersen (2010) muestra que, en Chile, la duración y el traspaso de un *shock* al precio de los alimentos y la energía hacia el resto de los precios es mayor que en otras economías.

En suma, la evidencia apunta a que en el período de significativa alza de la inflación total y subyacente en Chile se produjo un fuerte incremento en la persistencia y propagación de la inflación. Es posible que las diferencias estructurales en los mercados de bienes locales expliquen parte relevante del traspaso del *shock* de alimentos y combustibles en los mercados externos al mercado local. En todo caso, los resultados también indican que, en el descenso de la inflación durante el 2009, primó inicialmente la caída del precio de la energía y crecientemente la evolución de fundamentales tales como el tamaño de las holguras y el tipo de cambio real. No se puede descartar que el fuerte aumento y la posterior caída de la inflación esperada haya cooperado con estos vaivenes inflacionarios.

<sup>3/</sup> Para más detalles ver Recuadro I.3: "Precios de alimentos e impacto en la inflación: una comparación internacional", IPoM enero 2008, páginas 27 y 28.

<sup>4/</sup> Recuadro V.3: "Propagación de la inflación", IPoM septiembre 2008, páginas 41 y 42.



# V. Escenarios para la inflación

**Tabla V.1**

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

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

(e) Estimación.

(f) Proyección.

(\*) Para su definición, ver Glosario.

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

Este capítulo presenta la evaluación del Consejo de las perspectivas de la economía chilena en los próximos dos años, incluyendo el análisis y la decisión de la Reunión de Política Monetaria del 18 de marzo de 2010. Se entregan proyecciones de las trayectorias más probables de la inflación y el crecimiento. Estas son condicionales a los supuestos del escenario base, por lo que además se presenta la evaluación del Consejo sobre el balance de riesgos para la actividad y la inflación.

## Escenario base de proyección

La coyuntura de los meses recientes está marcada por el mejor escenario internacional, el mayor dinamismo que mostraba la actividad y la demanda y los efectos del terremoto y maremoto de fines de febrero. Dada la magnitud de estos antecedentes coyunturales, se incluye en este IPoM un recuadro que presenta un ejercicio de proyección que solo incorpora las novedades del escenario internacional y la evaluación coyuntural de la economía previo al 27 de febrero.

## Escenario externo

El escenario externo continuó mejorando en los últimos meses. En el último trimestre del 2009 se observaron crecimientos mayores a los previstos en gran parte de las economías y las proyecciones para el 2010 y 2011 se han vuelto a corregir a alza. Se prevé que este año el mundo crecerá 4,3%, cifra que aumentará marginalmente en el 2011. Los socios comerciales de Chile tendrán crecimientos anuales algo menores. China continuará con incrementos anuales de entre 9 y 10% y el PIB de Estados Unidos aumentará del orden de 3% anual. La Zona Euro, aunque con una elevada dispersión entre sus economías, se expandirá 1,3% promedio el 2010 y 2011 (tabla V.1).

**Tabla V.2**

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

	Prom. 90-99	Prom. 00-08	2009	2010 (f)	2011 (f)
Estados Unidos	3,0	2,9	-0,3	2,2	2,0
Zona Euro	2,3	2,3	0,3	1,1	1,4
Japón	1,2	-0,1	-1,3	-1,1	-0,4
China	7,8	2,2	-0,7	2,9	3,3
Australia	2,5	3,3	1,8	2,5	2,7
Nueva Zelanda	2,1	2,7	2,1	2,0	2,6
Argentina	253,7	8,9	6,2	9,7	10,1
Brasil	854,8	7,1	4,9	4,8	4,7
México	20,4	5,2	5,3	5,2	3,9
IPE (*)	1,8	5,4	-6,1	3,7	3,0
IPL (*)	27,2	5,6	-1,5	3,0	3,6

(\*) Para definición, ver Glosario.

(f) Proyección.

Fuentes: Banco Central de Chile en base a Consensus Forecasts y Fondo Monetario Internacional.

Las mejores perspectivas para la economía mundial han apoyado el aumento de una buena parte de los precios de los productos básicos. Al cierre estadístico de este IPoM, el precio del cobre está cerca de US\$3,5 la libra BML, nivel superior al del cierre del IPoM de diciembre. El precio del petróleo WTI está algo por sobre US\$80 el barril, también superior al IPoM anterior. En el escenario base, considerando una normalización hacia valores de largo plazo, el precio del cobre promediará US\$3,10 y 2,90 la libra este año y el próximo. El precio del petróleo, de acuerdo con los contratos futuros de los diez días previos al cierre estadístico, promediará US\$82 y 85 el barril en iguales años. Con ello, los términos del intercambio aumentarán 12,5% este año y caerán 5,6% el próximo, mientras que excluyendo el precio del cobre descenderán en promedio 1,3% el 2010 y 2011.

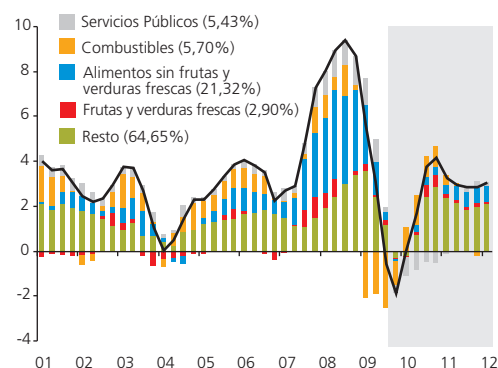
**Tabla V.3**

## Crecimiento económico y cuenta corriente

	2007	2008	2009	2010 (f)
(variación anual, porcentaje)				
PIB	4,6	3,7	-1,5	4,25-5,25
Ingreso nacional	7,4	4,1	-1,2	7,8
Demanda interna	7,6	7,6	-5,9	12,4
Demanda interna (sin variación de existencias)	8,0	7,5	-2,8	7,8
Formación bruta de capital fijo	11,2	18,6	-15,3	14,8
Consumo total	7,0	4,0	1,8	5,7
Exportaciones de bienes y servicios	7,6	3,1	-5,6	3,6
Importaciones de bienes y servicios	14,5	12,2	-14,3	22,1
Cuenta corriente (% del PIB)	4,5	-1,5	2,6	-1,1
(millones de dólares)				
Cuenta corriente	7.458	-2.513	4.217	-2.100
Balanza comercial	23.941	8.848	13.982	13.100
Exportaciones	67.972	66.464	53.735	64.700
Importaciones	-44.031	-57.617	-39.754	-51.600
Servicios	-987	-871	-1.074	-600
Renta	-18.625	-13.423	-10.306	-17.400
Transferencias corrientes	3.129	2.934	1.616	2.800

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

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

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

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

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

En los principales países industrializados, la inflación total sigue en niveles bajos, aunque en aumento, y los registros subyacentes están contenidos. Esto, y las incertidumbres sobre el desenvolvimiento de los mercados financieros y el crecimiento aún presentes, ha llevado a que los mercados esperen un retiro más gradual del estímulo monetario. En varios países emergentes las perspectivas de mayor inflación se han asentado y también se han materializado medidas de normalización de la política monetaria. El dólar, a diferencia de la tendencia que mostraba hasta diciembre y de lo previsto entonces, se ha fortalecido. Ello ha incidido en que la proyección de la inflación externa relevante para Chile —medida por el IPE— sea menor para este año y el próximo respecto del IPoM de diciembre (tabla V.2).

**Demanda agregada, actividad y cuentas externas**

De no ser por el terremoto y maremoto, el rango de crecimiento proyectado para este año se habría revisado al alza en torno a un punto porcentual (Recuadro: Cambios en el escenario macroeconómico entre diciembre y febrero). Esto por el mejor tono del escenario externo y por el ritmo más dinámico que mostraba la actividad y la demanda. Los efectos de la catástrofe llevan a proyectar un rango de crecimiento para este año de entre 4,25 y 5,25%. Este rango es algo menor que el previsto en diciembre. La revisión a la baja del escenario de crecimiento para este año se fundamenta en que los efectos inmediatos de la catástrofe sobre la actividad predominarán sobre el incremento que provocarán los esfuerzos de reconstrucción (tabla V.3).

La proyección de crecimiento contempla supuestos de trabajo sobre el efecto del terremoto y maremoto en la actividad en tres dimensiones. Primero, a partir del catastro de daños dado a conocer por el Gobierno el 23 de marzo (que considera el costo de reposición del capital), y la relación histórica entre el valor depreciado y de reposición, se considera una caída del stock neto de capital de 3% (Recuadro V.1: Efecto del terremoto y maremoto en el stock de capital). El Consejo estima que esta pérdida del stock de capital implica que durante este año el producto tendencial de la economía será entre 1,0 y 1,5% menor al que se consideraba previo a la catástrofe.

Segundo, se supone que el crecimiento del PIB del primer trimestre será menor en una magnitud del orden de 3 puntos porcentuales por la catástrofe. En el segundo trimestre, el efecto cae a una cifra en torno a 2 puntos porcentuales, bajo el supuesto de una gradual normalización de las actividades productivas. Esto considera que el mayor impacto se concentra en las regiones Sexta, Séptima y Octava, y afecta principalmente a la Industria.

Por último, se supone que la mayor inversión que se generará a partir de la catástrofe equivale a cerca de un punto porcentual del PIB en el 2010. Este efecto se concentra en el segundo semestre del año y se ampliará hacia el 2011. Esto contempla tanto la nueva inversión como la reasignación de recursos desde otros proyectos previamente planificados. La concreción de lo anterior se facilita por la alta rentabilidad de los proyectos de reconstrucción. De acuerdo con los anuncios del Ejecutivo, el escenario base considera que el déficit estructural del 2009 llegó a 1,2% del PIB y que el balance estructural se alcanzará a fines de la actual administración. Las reasignaciones presupuestarias llegarán este año a US\$700 millones, mientras que el proceso de reconstrucción de la infraestructura pública destruida se repartirá en cuatro

**Tabla V.4****Inflación**

(variación anual, porcentaje)

	2008	2009	2010 (f)	2011 (f)	2012 (f)
Inflación IPC promedio	8,7	1,6	2,4	3,0	
Inflación IPC diciembre	7,1	-1,4	3,7	2,9	
Inflación IPC en torno a 2 años (*)					3,0
Inflación IPCX promedio	8,4	2,8	1,2	3,0	
Inflación IPCX diciembre	8,6	-1,8	3,0	3,2	
Inflación IPCX en torno a 2 años (*)					3,2
Inflación IPCX1 promedio	7,8	2,8	0,8	2,9	
Inflación IPCX1 diciembre	7,7	-1,1	2,5	3,1	
Inflación IPCX1 en torno a 2 años (*)					3,1

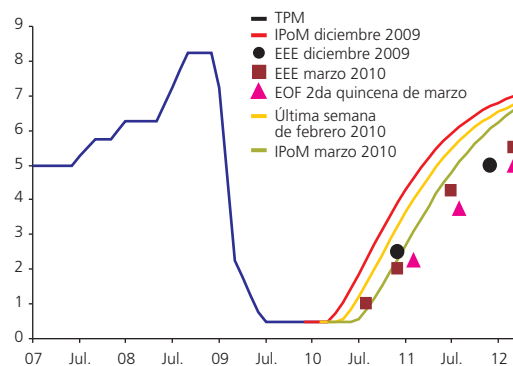
(f) Proyección.

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

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico V.2****TPM y curva forward**

(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

años. Como supuesto de trabajo, el Consejo considera que el financiamiento de los esfuerzos de reconstrucción públicos y privados será equilibrado entre sus distintas fuentes.

Respecto de la demanda interna, en el escenario base se prevé que crecerá 12,4% anual este año, 3,5 puntos porcentuales superior a lo proyectado en diciembre. El cierre del 2009 y la información del período previo a la catástrofe explican una parte importante en la corrección, en particular para el consumo y la inversión. En el escenario base, el consumo crecerá 5,7% anual este año (3,5% en diciembre). Este cambio considera que la recomposición de la riqueza perdida en el terremoto y maremoto y las dificultades para concretar las decisiones de gasto, tendrán efectos mayormente de corto plazo. La formación bruta de capital fijo aumentará 14,8% anual, con una composición en que maquinaria y equipos crecerá más que construcción y otras obras. El impulso de los esfuerzos de reconstrucción afectará principalmente a este último ítem. A precios del 2003, la tasa de inversión a PIB aumentará a cerca de 27,5% este año (alrededor de 25% en el 2009). A precios corrientes, se mantendrá entre 21,5 y 22% del PIB. Se seguirá observando un proceso de reposición de existencias, después de su fuerte caída durante el 2009.

Aunque el escenario externo es más favorable que en diciembre y la economía mundial agregará impulso al crecimiento este año, los efectos del terremoto y maremoto en la capacidad productiva tendrán un impacto negativo en las exportaciones. Este efecto se concentra en el primer semestre, sin poder ser compensado totalmente en la segunda parte del año. Con esto, se prevé que el aumento en el volumen de las exportaciones totales será de 4,5% este año (5,1% en diciembre).

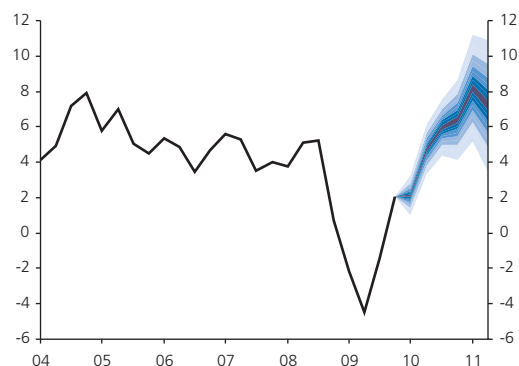
El favorable escenario externo y los mayores precios de productos como el cobre, la celulosa y la harina de pescado compensan en términos de valor el menor aumento de las exportaciones. Entre diciembre y marzo, el valor proyectado de las exportaciones totales en el 2010 pasa de algo menos de US\$61 mil millones a casi US\$65 mil millones. Las importaciones también aumentarán más, por el incremento de la inversión en maquinaria y equipos, el mayor precio del petróleo y la necesidad de sustituir transitoriamente producción interna por productos importados, en particular en algunas líneas industriales.

La cuenta corriente tendrá un déficit de 1,1% del PIB en el 2010. El mayor precio del cobre aumenta las transferencias al exterior. A esto se suma que las importaciones serán mayores, tanto por la sustitución de productos nacionales no disponibles en el corto plazo como por la reposición del capital perdido en el mediano plazo<sup>1/</sup>. La tasa de ahorro privado seguirá siendo elevada.

<sup>1/</sup> Una parte relevante de los esfuerzos de reconstrucción serán financiados con reaseguros desde el exterior. El tratamiento habitual de la Balanza de Pagos indica que estos flujos deben contabilizarse en la línea de transferencias de la cuenta corriente. Sin embargo, el Sexto Manual de Balanza de Pagos del FMI indica que cuando estos flujos corresponden a indemnizaciones originadas por catástrofes —por ejemplo, un terremoto— se contabilizan como transferencias de capital, para ser coherentes con las estimaciones de cuentas nacionales. Estos flujos extraordinarios se registrarán en la cuenta capital y no en la cuenta corriente.

**Gráfico V.3**

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

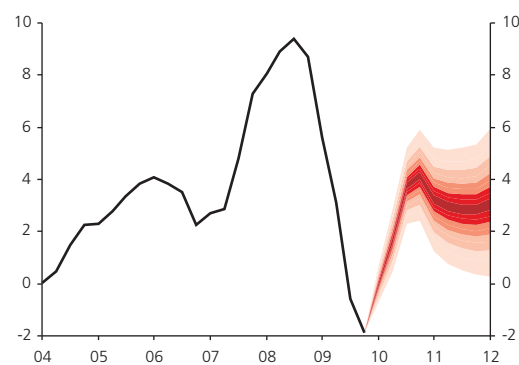


(\*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre el crecimiento que realiza el Consejo. Estas proyecciones incorporan el supuesto de que la política monetaria continuará siendo muy estimulativa en los próximos trimestres. Hacia fines del horizonte de proyección, la TPM convergerá a un nivel similar al que arroja la Encuesta de Expectativas Económicas de marzo. No obstante, su ritmo de normalización será algo superior al considerado en esa encuesta.

Fuente: Banco Central de Chile

**Gráfico V.4**

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 que realiza el Consejo. Estas proyecciones incorporan el supuesto de que la política monetaria continuará siendo muy estimulativa en los próximos trimestres. Hacia fines del horizonte de proyección, la TPM convergerá a un nivel similar al que arroja la Encuesta de Expectativas Económicas de marzo. No obstante, su ritmo de normalización será algo superior al considerado en esa encuesta.

Fuente: Banco Central de Chile

Medido a precios de tendencia —que solo considera correcciones en precios y no en volúmenes— el saldo de la cuenta corriente para el 2010 estaría entre -6,0 y -5,5% del PIB. Este mayor saldo negativo se explica porque los volúmenes de importaciones y exportaciones en el 2010 están particularmente afectados por el terremoto y maremoto. Se conjugan, por un lado, el mayor crecimiento de la inversión, dados por los esfuerzos de reconstrucción. Por otro lado, el aumento del consumo tanto de bienes importados, por la sustitución de líneas productivas afectadas por la catástrofe, como de bienes que habitualmente se exportan, por su uso en la reconstrucción. Por último, las disrupciones productivas también reducirán las exportaciones. Los precios de largo plazo para el cobre y el petróleo, al igual que en diciembre, son US\$2 la libra y US\$75 el barril, respectivamente.

**Inflación**

El Consejo estima que la inflación convergerá a 3% más rápido que lo previsto en diciembre. Más allá de los vaivenes de corto plazo por las disrupciones de la catástrofe en la distribución y actividad comercial e industrial, el escenario macroeconómico local es de menos holguras de capacidad. Hacia el segundo semestre del año, la variación anual del IPC superará el 3%, ubicándose en torno a 4% por algunos meses<sup>2/</sup>. Luego, volverá a oscilar en torno a 3% durante todo el 2011 y hasta fines del horizonte de proyección relevante, esta vez el primer trimestre del 2012. La inflación anual del IPCX1 se acercará a 3% de forma más gradual, en gran parte porque los efectos de más corto plazo del terremoto y maremoto sobre la inflación se concentran en los precios de los productos perecibles (gráfico V.1 y tabla V.4).

Diversos supuestos dan forma a este escenario. Se supone que en el largo plazo el TCR será similar a su nivel actual, considerando que al cierre estadístico de este IPoM, el TCR está en valores coherentes con sus fundamentos de largo plazo. Se supone que las presiones inflacionarias del mercado laboral no tendrán cambios relevantes. También, que el escenario externo seguirá agregando impulso a la economía y las presiones inflacionarias importadas se mantendrán contenidas. Por último, estas proyecciones incorporan el supuesto de que la política monetaria continuará siendo muy estimulativa en los próximos trimestres. Hacia fines del horizonte de proyección, la TPM convergerá a un nivel similar al que arroja la Encuesta de Expectativas Económicas de marzo. No obstante, su ritmo de normalización será algo superior (gráfico V.2).

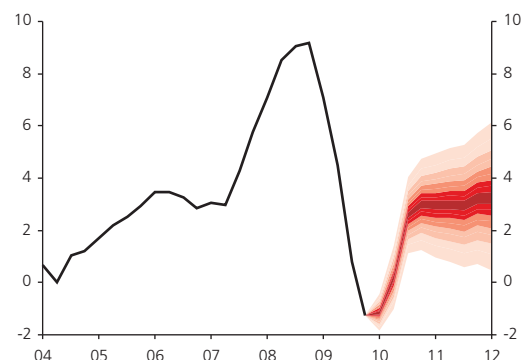
**Escenarios de riesgo**

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

<sup>2/</sup> En el escenario base se considera que los cambios en las tarifas del transporte público en la Región Metropolitana, Iquique, el Gran Valparaíso, Rancagua y el Gran Concepción tendrán efectos marginales sobre el IPC. Esto, por cuanto el efecto en el IPC del aumento decretado para el Transantiago será compensado por descensos en las tarifas de las otras ciudades mencionadas. En todo caso, la temporalidad de los cambios provocará vaivenes en la inflación mensual de marzo, abril y mayo.

**Gráfico V.5**

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 que realiza el Consejo. Estas proyecciones incorporan el supuesto de que la política monetaria continuará siendo muy estimulativa en los próximos trimestres. Hacia fines del horizonte de proyección, la TPM convergerá a un nivel similar al que arroja la Encuesta de Expectativas Económicas de marzo. No obstante, su ritmo de normalización será algo superior al considerado en esa encuesta.

Fuente: Banco Central de Chile

balance de riesgos de mediano plazo para la inflación y el crecimiento está equilibrado (gráficos V.3, V.4 y V.5). No obstante, en esta ocasión, el terremoto y maremoto hacen que la incertidumbre sea mayor que la habitual, en especial respecto de los registros de actividad de marzo y abril. Por ello, el Consejo considera que el balance de riesgos para la actividad en el muy corto plazo está sesgado a la baja.

Los escenarios de riesgo de corto plazo están dominados por la catástrofe. El impacto en el escenario de mediano plazo del impulso de demanda agregada de los esfuerzos de reconstrucción es uno de los riesgos más relevantes. La magnitud, composición, celeridad, forma de financiamiento y focalización de estos gastos de reconstrucción pueden tener efectos relevantes sobre el escenario base, en términos de la actividad, la inflación y el comportamiento de los mercados financieros. El tiempo que demore en reestablecerse la normalidad de las actividades productivas y la concreción del gasto de los agentes también es un riesgo. Esto tiene incidencia directa en la evaluación del efecto inmediato del terremoto y maremoto. Con todo, este se mitiga parcialmente al considerar que previo a la catástrofe la actividad y la demanda interna ya traían una velocidad mayor que la prevista.

En lo externo, los riesgos, aunque menores, siguen presentes. La situación fiscal en las economías desarrolladas —en especial en algunos países de Europa— es un tema de preocupación por sus posibles efectos en la percepción de riesgos y el sistema financiero, y lo que ello implicaría sobre la trayectoria de recuperación del crecimiento mundial. Se mantienen los riesgos sobre el manejo de los estímulos monetarios, tanto porque su retiro sea más pronto que lo necesario como porque se dé más tarde que lo prudente. Los persistentes desbalances globales siguen resultando riesgosos, por la ocurrencia de fuertes flujos de capital hacia economías emergentes como por cambios relevantes en la evolución de las paridades de monedas.

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

## Recuadro V.1: Efecto del terremoto y maremoto en el stock de capital

Los efectos de un desastre natural como el que sufrió el país a fines de febrero son relevantes para la evaluación de la conducción de la política monetaria. En lo principal, porque provocan una pérdida del stock de capital productivo, lo que reduce el producto de tendencia y afecta el tamaño de las holguras de capacidad, y también por el efecto macroeconómico de los posteriores esfuerzos de reconstrucción. Estos factores afectan la magnitud de las presiones inflacionarias que enfrentará la economía y, por lo tanto, son determinantes a la hora de evaluar la trayectoria de política monetaria coherente con el cumplimiento de la meta de inflación en el horizonte de proyección.

Un aspecto central del escenario base de proyecciones que se presenta en este Informe de Política Monetaria (IPoM) es determinar qué supuesto de trabajo utilizará el Consejo como medida de la pérdida del stock de capital que provocó el terremoto y maremoto. Este recuadro da cuenta de cómo se determina dicho supuesto.

Es importante comenzar por algunas definiciones sobre la medición del stock de capital. Primero, el stock de capital bruto es el valor de los activos utilizados en el proceso productivo, valorándolos “como si fueran nuevos”. Es decir, el valor bruto nominal del stock de capital puede aproximarse al valor de reposición. Segundo, el valor neto del stock de capital es el valor bruto del stock de capital descontada la depreciación de los activos. Esta última es la reducción del valor de los activos fijos empleados en la producción como consecuencia del deterioro físico, de la obsolescencia normal o de daños por accidente normales. En la medida que pasa el tiempo y el activo no es renovado totalmente, se amplía la diferencia entre el valor bruto y neto del capital.

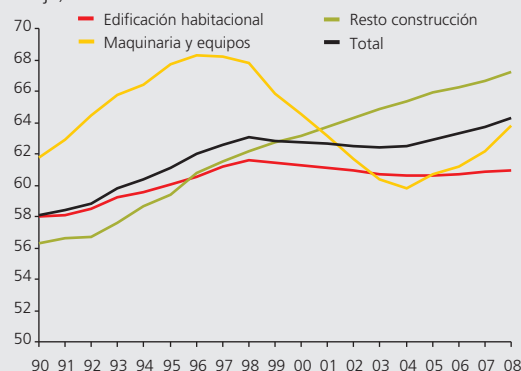
La distinción entre el valor bruto y el valor neto del capital es relevante, pues este último es lo que se considera al momento de medir la capacidad productiva de la economía y, por ende, el crecimiento tendencial, la brecha de capacidad y las presiones inflacionarias.

Según estimaciones del Departamento de Cuentas Nacionales, en el 2009 el valor bruto del stock capital de la economía chilena fue de US\$675 mil millones. El valor neto de este capital fue de US\$435 mil millones<sup>1/</sup>. La composición, tanto en términos brutos como netos, muestra que cerca de 35% correspondió a

edificación habitacional, 17% a maquinaria y equipos y 48% a otro tipo de construcción. La revisión histórica de la relación entre el valor bruto y neto del capital indica que, entre el 2000 y el 2008, este último equivalió a una fracción entre 62 y 64% del valor del stock bruto. Por tipo de bien, dicha relación se movió en rangos de magnitud similar (gráfico V.6).

**Gráfico V.6**

Relación entre el valor bruto y neto del stock de capital (porcentaje)



Fuente: Actualización de cifras incluidas en Henríquez (2008).

Conforme con el catastro de daños del terremoto y maremoto entregado por el Gobierno el 23 de marzo, el valor de reposición del stock de capital destruido por los acontecimientos del 27 de febrero alcanza a US\$20.939 millones. Siguiendo el razonamiento previamente descrito, esta cifra sería equivalente al valor bruto del stock de capital destruido. Como se indicó, en la última década el stock de capital neto, en promedio, equivalió a 63% del stock bruto, con lo que es posible suponer que el valor neto del stock de capital destruido corresponde a cerca de US\$13.200 millones. Esta cifra equivale a cerca de 3% del stock de capital neto en el 2009.

Así, basado en el catastro de daños informado por el Gobierno y considerando la relación entre el stock de capital bruto y neto en la última década, en el escenario base de este IPoM, el Consejo estima que el terremoto provocó una pérdida del stock de capital neto de 3%. El Consejo estima que esta pérdida del stock de capital implica que durante este año el producto tendencial de la economía será entre 1,0 y 1,5% menor al que se consideraba previo a la catástrofe. Esta caída del stock de capital neto, y su efecto en las holguras de capacidad, es uno de los antecedentes que determinan que la convergencia de la inflación a la meta sea más rápida que lo previsto en diciembre.

<sup>1/</sup> Este valor se basa en la actualización preliminar de la cifras incluidas en Henríquez (2008), disponibles en <http://www.bcentral.cl/estudios/estudios-economicos-estadisticos/xls/CuadrosStock1985-2008.xls>.

## Índice de tablas y gráficos

### Tablas

Supuestos del escenario base internacional	8
Crecimiento económico y cuenta corriente	9
Inflación	9
PIB y componentes de demanda	11
I.1: Crecimiento mundial	16
I.2: Inflación mundial	18
II.1: Movimientos de tasas de interés desde fines del 2008	21
II.2: Tipo de cambio observado, multilateral y real	22
IV.1: Indicadores de inflación	27
V.1: Crecimiento mundial	33
V.2: Inflación mundial	33
V.3: Crecimiento económico y cuenta corriente	34
V.4: Inflación	35

### Gráficos

Proyección de inflación IPC	10
Proyección de inflación IPCX	10
Producto interno bruto	11
I.1: Contribución al crecimiento del PIB del 2009	15
I.2: Crecimiento mundial	15
I.3: Premios por riesgo	16
I.4: Paridades de monedas	16
I.5: TPM y curvas <i>forward</i>	16
I.6: Tasas de interés de largo plazo de economías desarrolladas	17
I.7: Flujos netos de fondos de inversión hacia economías emergentes	17
I.8: Proyecciones para el precio del cobre	17



I.9: Inflación del IPC	18
I.10: Inflación del IPC subyacente	18
II.1: TPM y curva <i>forward</i>	19
II.2: TPM esperada a diciembre del 2010 y en dos años en la EEE	19
II.3: TPM y tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile	20
II.4: Activos líquidos del Banco Central de Chile con contrapartes bancarias	20
II.5: Colocaciones a empresas y personas	20
II.6: Tasas de interés de colocación	21
II.7: Participación regional en las colocaciones totales	21
II.8: Tipo de cambio nominal	21
II.9: Tipo de cambio real	22
III.1: Indicador mensual de actividad económica	23
III.2: Contribución al crecimiento anual del PIB	23
III.3: Formación bruta de capital fijo	24
III.4: Ventas minoristas del comercio y de autos nuevos	24
III.5: Índices de percepción de los consumidores	24
III.6: Indicadores del mercado laboral	25
III.7: Importaciones de bienes de capital	25
III.8: Situación actual de inventarios	25
IV.1: Inflación IPC, IPCX e IPCX1	27
IV.2: Velocidad de expansión de la inflación mensual	28
IV.3: Incidencias en la inflación anual del IPC	28
IV.4: Expectativas de inflación para marzo 2010	28
IV.5: EEE: Expectativas de inflación	29
IV.6: Compensación inflacionaria <i>forward</i> promedio a partir de tasas <i>swap</i>	29
IV.7: Inflación externa	29
IV.8: Salarios nominales	30
IV.9: Costo laboral unitario	30
IV.10: Comparación internacional de la inflación total durante los períodos de auge y caída	31
IV.11: Descomposición de la inflación total en Chile	31
IV.12: Comparación internacional de la inflación subyacente durante los períodos de auge y de caída	32
V.1: Incidencias en inflación anual del IPC	34
V.2: TPM y curva <i>forward</i>	35
V.4: Escenario de crecimiento del PIB trimestral	36
V.4: Proyección inflación IPC	36
V.5: Proyección inflación IPCX	37
V.6: Relación entre el valor bruto y neto del stock de capital	38



## Glosario

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

**CLUX:** CLU considerando solo empleo asalariado, y salarios y producto excluidos sectores asociados a recursos naturales.

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

**Crecimiento mundial:** Crecimientos regionales ponderados por la participación en el PIB mundial a PPC publicado por el FMI en World Economic Outlook (WEO, octubre 2009 y actualización enero 2010). Las proyecciones de crecimiento mundial para el periodo 2009-2011 se calculan a partir de una muestra de países que representa alrededor de 85% del PIB mundial. Para el 15% restante se considera un crecimiento promedio de 3,4% para el trienio 2009-2011.

**Crecimiento mundial a TC de mercado:** Crecimiento a tipo de cambio de mercado. Cada país se pondera por su PIB en dólares publicado por el FMI en World Economic Outlook.

**Crecimiento socios comerciales:** Crecimiento de los principales socios comerciales de Chile ponderados por su participación en las exportaciones totales en dos años móviles. Los países considerados son el destino de 94% del total de las exportaciones.

**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%).

**IPCXS:** 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 indizados y servicios financieros, permaneciendo 73% de la canasta total (en la canasta de diciembre 2008 era 73%).

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## Abreviaciones

**BCP:** Bonos del BCCh en pesos

**EEE:** Encuesta de expectativas económicas

**EOF:** Encuesta de operadores financieros

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

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

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

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

**FLAP:** Facilidad de liquidez a plazo

**TPM:** Tasa de política monetaria

**BML:** Bolsa de Metales de Londres

**WTI:** West Texas Intermediate

# Referencias bibliográficas

- Banco Central de Chile. *Informe de Política Monetaria*. Varios números.
- Barclays Capital. 2010. *Global Economics Weekly*. Marzo.
- Céspedes, L., D. Moreno y J. Restrepo. 2009. “Evolución Reciente de la Inflación: ¿Es Chile Diferente al Resto del Mundo?”. *Documento preliminar*. Banco Central de Chile. Noviembre.
- Comisión Chilena de Cobre. 2010. *Informe Mercado del Cobre: Balance 2009 y Perspectivas 2010-2011*. Enero.
- CRU. 2010. *Copper Quarterly Industry and Market Outlook*. Enero.
- Consensus Forecasts. 2010a. *A Digest of International Forecast*. Varios números.
- Consensus Forecasts. 2010b. *Energy & Metals Consensus Forecasts*. Enero.
- Deutsche Bank. 2010a. *Global Economic Perspectives*. Marzo.
- Deutsche Bank. 2010b. *Focus Europe*. Marzo.
- Deutsche Bank. 2010c. *Emerging Markets Monthly*. Marzo.
- Deutsche Bank. 2010d. *Dollar Bloc Weekly*. Marzo.
- Deutsche Bank. 2010e. *Asia Economics Monthly*. Marzo.
- Fondo Monetario Internacional. 2009. *World Economic Outlook*. Octubre.
- Fondo Monetario Internacional. 2010. *World Economic Outlook Update*. Enero.
- Henríquez, C. 2008. “Stock de Capital en Chile”. *Estudios Económicos Estadísticos*, N° 63. Banco Central de Chile. Abril.
- Instituto Nacional de Estadísticas. 2010a. “Manual Metodológico del Índice de Precios al Consumidor (IPC) Nacional. Base Anual 2009=100”.
- Instituto Nacional de Estadísticas. 2010b. “Nuevos Índices de Remuneraciones y Costos de Mano de Obra (Base Anual 2009=100)”.
- JP Morgan Chase. 2010. *Global Data Watch*. Marzo.
- Pedersen, M. 2010. “Propagation of Inflationary Shocks in Chile and an International Comparison of Propagation of Shocks to Food and Energy Prices”. *Documento de Trabajo N° 566*. Banco Central de Chile. Marzo.
- Pincheira, P. 2009. “La Dinámica de la Persistencia en Chile”. *Revista Economía Chilena*. 12(1): 97-104. Abril.
- 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. Marzo.
- Rigobon, R. 2009. “Commodities Pass Through”. *Documento preliminar*. Banco Central de Chile. Mayo.



**Juan Esteban Laval Z.**  
Representante Legal

**BANCO CENTRAL DE CHILE**  
Gerencia de Asuntos Institucionales  
Departamento de Publicaciones  
MARZO 2010

ISSN: 0716-2219  
Edición de 1.800 ejemplares  
Santiago, Chile  
Agustinas 1180, Santiago, Chile  
Casilla Postal 967, Santiago, Chile  
Tel.: 56-2-670 2000  
Fax: 56-2-670 2231  
[www.bcentral.cl](http://www.bcentral.cl)  
[bcch@bcentral.cl](mailto:bcch@bcentral.cl)

---

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



**BANCO CENTRAL  
DE CHILE**