

IPoM 2010

2010
DICIEMBRE

Informe de Política Monetaria



BANCO CENTRAL DE CHILE

Informe de Política Monetaria

DICIEMBRE 2010



BANCO CENTRAL
DE CHILE

| | |
|---|----|
| Prefacio | 5 |
| Resumen | 7 |
| Decisiones de política monetaria en los últimos tres meses | 11 |
| I. Escenario internacional | 13 |
| II. Mercados financieros | 19 |
| III. Demanda y actividad | 25 |
| IV. Precios y costos | 29 |
| V. Escenarios para la inflación | 33 |
| Índice de tablas y gráficos | 37 |
| Glosario y abreviaciones | 39 |
| Referencias bibliográficas | 40 |
| Recuadros | |
| ¿Qué hay detrás de la lenta recuperación de las economías desarrolladas? | 17 |
| Tipo de cambio en Chile: determinantes y diferencias sectoriales | 23 |
| Aumento del precio de los alimentos y aceleración internacional de la inflación | 32 |

^{*/} El cierre estadístico del *Informe de Política Monetaria* fue el 16 de diciembre 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 17 de diciembre de 2010 para presentarse ante la Comisión de Hacienda del Senado el 20 de diciembre de 2010.

El Consejo

Resumen

La economía chilena ha continuado con una trayectoria de crecimiento a un ritmo similar al contemplado en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de septiembre, cerrando holguras de capacidad. La inflación ha evolucionado por debajo de lo esperado, ante una menor inflación de los bienes importados, así como algunos factores puntuales. Por su parte, el escenario externo muestra una inusual configuración, caracterizada por elevados precios de materias primas, bajas tasas de interés y perspectivas de crecimiento moderado en las economías desarrolladas. Los problemas financieros en las economías europeas se han vuelto a acentuar. Todo ello conforma un cuadro de alta incertidumbre y riesgo. En este contexto, el Consejo ha seguido normalizando la Tasa de Política Monetaria (TPM) en forma gradual, ubicándola en 3,25% en su reunión de diciembre. En el escenario más probable, continuará reduciendo gradualmente el estímulo monetario, lo que dependerá de las condiciones macroeconómicas internas y externas.

En el ámbito internacional, el crecimiento de la economía mundial durante el tercer trimestre fue superior al esperado, aunque a un ritmo menor al del trimestre previo. El desempleo se mantiene alto en las economías desarrolladas, mientras la inflación, subyacente y total, sigue contenida, lo que ha llevado a la aplicación de medidas adicionales de expansión monetaria. En Estados Unidos, además, se han implementado nuevas medidas de expansión fiscal. En el período reciente, se ha observado un incremento de las tasas de interés de largo plazo en estas economías, un aumento de las valoraciones de activos de riesgo y la depreciación del dólar en los mercados internacionales. Sin embargo, estos desarrollos se han matizado por la intensificación de las preocupaciones respecto de la fragilidad fiscal y/o financiera de algunas economías europeas. Los alcances de esta situación aún son inciertos y ponen una nota de cautela respecto de las perspectivas de la economía mundial.

Los precios de las materias primas se mantienen en niveles altos desde una perspectiva histórica, en concordancia con la fortaleza de las economías emergentes, elementos puntuales de oferta y la depreciación del dólar. Sobresale la fuerte alza que han experimentado nuevamente los precios internacionales de algunos alimentos y el valor máximo alcanzado por el cobre. En línea con estos mayores precios y con el agotamiento de las holguras disponibles, en algunas economías emergentes se observan signos de mayor inflación los que, junto con demandas internas vigorosas, han llevado a la adopción de medidas para aminorar el estímulo monetario.

Las perspectivas de crecimiento global de consenso para el bienio 2011-2012 muestran una recuperación más atenuada que la prevista en septiembre. Se mantiene la perspectiva de una lenta recuperación de las economías

Supuestos del escenario base internacional

| | 2009 | 2010 (f) | 2011 (f) | 2012 (f) |
|--|------|----------|----------|----------|
| (variación anual) | | | | |
| Términos de intercambio | 4,1 | 20,0 | -2,0 | 1,4 |
| PIB socios comerciales (*) | -0,2 | 5,1 | 3,6 | 4,2 |
| PIB mundial PPC (*) | -0,6 | 4,9 | 3,8 | 4,5 |
| PIB mundial a TC de mercado (*) | -2,0 | 3,7 | 2,9 | 3,7 |
| Precios externos (en US\$) | -6,2 | 5,6 | 6,1 | 3,1 |
| (niveles) | | | | |
| Precio del cobre BML (US\$/centro) | 234 | 340 | 330 | 320 |
| Precio del petróleo WTI (US\$/barril) | 62 | 79 | 89 | 89 |
| Precio paridad de la gasolina (US\$/m ³) (*) | 471 | 598 | 681 | 675 |
| Libor US\$ (nominal, 90 días, %) | 0,7 | 0,3 | 0,5 | 1,0 |

(*) Para definición, ver Glosario.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

avanzadas, que en su mayoría crecen por debajo de su tendencia, mientras que para las economías emergentes se espera un crecimiento en torno al de su tendencia. Al igual que en septiembre último, en el escenario base el Consejo estima una expansión de la economía mundial para los años 2011-2012 inferior al consenso del mercado, del orden de 0,3 puntos porcentuales en promedio. Esto, en virtud de las negativas consecuencias de las turbulencias financieras en Europa, la implementación de planes más estrictos de ajuste fiscal en los países de esa región y la ausencia de una recuperación vigorosa de la demanda en las economías desarrolladas. Además, algunas economías emergentes que enfrentan presiones inflacionarias están aplicando medidas de ajuste para frenar su crecimiento y llevarlo a uno de tendencia. Asimismo, el Consejo considera que el riesgo de un desempeño aún más débil de la economía mundial continúa latente y tiene mayor probabilidad que un escenario más optimista.

Los diferenciales en las perspectivas de crecimiento, percepciones de riesgo y tasas de interés han generado condiciones que favorecen los movimientos de capitales hacia las economías emergentes. La depreciación generalizada del dólar ha generado tensiones en los mercados internacionales de divisas. Algunas economías han implementado medidas administrativas, controles de capitales o intervención cambiaria con la intención de atenuar el fortalecimiento de sus monedas.

Crecimiento económico y cuenta corriente

| | 2008 | 2009 | 2010 (f) | 2011 (f) |
|--|---------|---------|----------|-----------|
| (variación anual, porcentaje) | | | | |
| PIB | 3,7 | -1,5 | 5,2 | 5,5 - 6,5 |
| Ingreso nacional | 4,1 | -1,2 | 12,9 | 5,3 |
| Demanda interna | 7,6 | -5,9 | 16,1 | 6,6 |
| Demanda interna (sin variación de existencias) | 7,5 | -2,8 | 11,2 | 8,0 |
| Formación bruta de capital fijo | 18,6 | -15,3 | 18,9 | 14,6 |
| Consumo total | 4,0 | 1,8 | 8,9 | 5,8 |
| Exportaciones de bienes y servicios | 3,1 | -5,6 | 1,5 | 4,9 |
| Importaciones de bienes y servicios | 12,2 | -14,3 | 28,5 | 6,9 |
| Cuenta corriente (% del PIB) | -1,5 | 2,6 | 0,3 | -1,4 |
| (millones de dólares) | | | | |
| Cuenta corriente | -2.513 | 4.217 | 600 | -3.200 |
| Balanza comercial | 8.848 | 13.982 | 13.900 | 12.200 |
| Exportaciones | 66.464 | 53.735 | 68.100 | 73.000 |
| Importaciones | -57.617 | -39.754 | -54.200 | -60.800 |
| Servicios | -871 | -1.074 | -1.400 | -1.400 |
| Renta | -13.423 | -10.306 | -15.900 | -17.600 |
| Transferencias corrientes | 2.934 | 1.616 | 4.000 | 3.600 |

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

El peso chileno no ha estado al margen de estos acontecimientos y ha seguido ganando valor respecto del dólar, aunque en menor medida que entre junio y septiembre. En términos multilaterales, la apreciación ha sido inferior. Con todo, y considerando el nivel del tipo de cambio nominal y las paridades de monedas vigentes al cierre estadístico de este IPOM, el tipo de cambio real (TCR) se sitúa en 87 (en su medida 1986=100), nivel que está en torno a los mínimos coherentes con sus fundamentos de largo plazo. El escenario base de proyección de este IPOM utiliza como supuesto de trabajo una moderada depreciación real del peso hacia el largo plazo.

La evolución reciente de la inflación, más moderada que lo previsto y de lo que se podría deducir del estrechamiento de las holguras de capacidad, ha estado determinada, en lo principal, por la menor presión de bienes importados —relacionada con la apreciación del tipo de cambio y una menor inflación internacional en bienes manufacturados— y algunos factores puntuales. Así, la inflación anual del IPC se ha mantenido en la parte baja del rango de tolerancia, mientras que la medida subyacente IPCX1 ha seguido en terreno negativo. Parte del descenso de la inflación ha sido contrarrestado por el aumento del precio de los alimentos, tanto perecibles como no perecibles y, en lo más reciente, por el mayor precio de los combustibles.

Las cifras del sector real confirman el escenario base de crecimiento del IPOM de septiembre, aunque con matices en su composición tanto por el lado de la actividad como por el del gasto. En efecto, en el tercer trimestre la contribución de los sectores de oferta fue baja, pero sorprendió el mayor dinamismo del resto de los sectores, donde destacó nuevamente el desempeño de los servicios, en particular el comercio. Por el lado del gasto, se moderaron los componentes durables de la demanda —acumulación de existencias, compras de bienes de consumo durables e inversión en maquinaria y equipos— respecto de lo observado durante la primera mitad del año. Sin embargo, el consumo privado habitual siguió más fuerte que lo anticipado.

Inflación

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

(f) Proyección.

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

Fuente: Banco Central de Chile.

Aunque a un ritmo menor, la inversión continuó expandiéndose durante el tercer trimestre, liderada por su componente maquinaria y equipos importados. Las ventas de viviendas han aumentado y el número de meses para agotar el stock ha descendido, lo que sumado a la favorable evolución del empleo y las condiciones financieras lleva a anticipar que en adelante la recuperación del sector será más marcada que lo observado hasta el momento. La formación bruta de capital fijo finalizará este año con un aumento de 18,9%. Con ello, la tasa de inversión a PIB será de 28,4%, medida a precios del 2003.

La evolución del gasto se sustenta en la confianza de los consumidores y empresarios, cuyos indicadores se sitúan en la zona optimista. Esto se justifica en el favorable desempeño del mercado laboral. Diversas fuentes de información arrojan que el empleo ha aumentado vigorosamente y que el desempleo sigue disminuyendo. Las tasas de crecimiento anual de los salarios nominales y reales han aumentado paulatinamente. Las condiciones monetarias aún son expansivas y la Encuesta de Crédito Bancario revela condiciones de acceso al crédito más flexibles. El stock de crédito continúa recuperándose, mientras la mayoría de las tasas de interés se ubican bajo su promedio histórico.

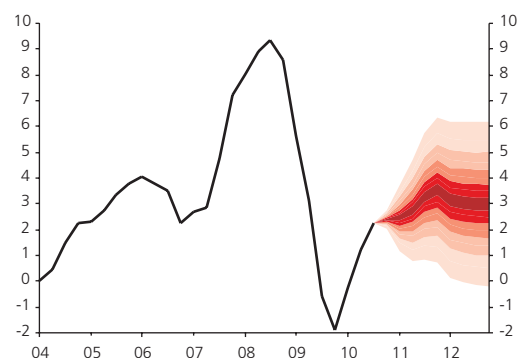
El escenario base de este IPoM prevé que la economía chilena crecerá 5,2% este año. Para el 2011, se anticipa un crecimiento dinámico del gasto, pero más moderado que el del presente año en virtud de la normalización del crecimiento de las compras de bienes durables, acumulación de inventarios e inversión en maquinaria y equipos. Todos estos factores incidieron en un abultamiento transitorio del gasto durante el presente año, pero también mostraron señales incipientes de moderación en el tercer trimestre. El crecimiento de la inversión será más intenso en el área de construcción, acorde con el desarrollo de los planes de inversión pública en reconstrucción y los proyectos privados. Con ello, el PIB se ubicará entre 5,5 y 6,5% durante el 2011. El crecimiento previsto para la economía nacional implica que las holguras de capacidad están próximas a cerrarse y que se mantendrán así hasta fines del horizonte de proyección. El PIB de los sectores de oferta —pesca, EGA y minería— tendrá una menor contribución el 2011 que lo contemplado en el IPoM pasado. El PIB del resto de los sectores convergerá a su tendencia de crecimiento conforme se normalizan el impulso monetario y el externo. En el caso del sector público, las proyecciones contempladas en este IPoM son coherentes con el escenario fiscal contenido en la Ley de Presupuestos. Las perspectivas de crecimiento tendencial son similares a las consideradas en el IPoM previo, esto es, en torno a 5%.

En este escenario, en el que además han mejorado los términos de intercambio, la cuenta corriente de la balanza de pagos tendrá un superávit de 0,3% del PIB en el 2010, contrario al déficit previsto en septiembre, principalmente por los mejores precios de las exportaciones. Sin embargo, se estima que en el 2011 el saldo de la cuenta corriente volverá a ser deficitario, alcanzando a 1,4% del PIB a precios corrientes. Medido a precios de tendencia^{1/} durante el 2010 y el 2011 se tendrán déficits de cuenta corriente de entre 6 y 7% del PIB.

^{1/} Este cálculo considera correcciones en los precios y no en los volúmenes. Los precios de largo plazo utilizados para el cobre y el petróleo son US\$2,0 la libra y US\$75 el barril, respectivamente.

Proyección de inflación IPC (*)

(variación anual, porcentaje)

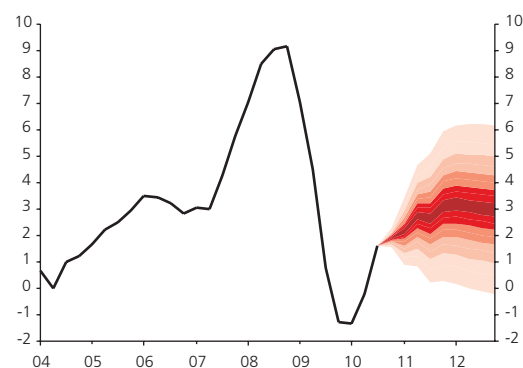


(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Consejo. El escenario base de proyección incorpora como supuesto de trabajo que se continuará reduciendo gradualmente el estímulo monetario a un ritmo que es comparable al que se desprende de las diversas encuestas de expectativas.

Fuente: Banco Central de Chile.

Proyección de inflación IPCX (*)

(variación anual, porcentaje)



(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Consejo. El escenario base de proyección incorpora como supuesto de trabajo que se continuará reduciendo gradualmente el estímulo monetario a un ritmo que es comparable al que se desprende de las diversas encuestas de expectativas.

Fuente: Banco Central de Chile.

El IPC cerrará este año con una variación de 2,8%. Hacia adelante, la absorción de las holguras de capacidad y los mayores precios de los alimentos —por el traspaso acotado de los precios internacionales— y el supuesto de que el proceso de compresión de márgenes en productos específicos no continuará permiten prever que la inflación anual se mantendrá en torno a 3% hasta fines del horizonte de proyección, en esta ocasión el cuarto trimestre del 2012. La trayectoria del IPC será más rápida que la de las medidas subyacentes. Así, la inflación del IPCX y del IPCX1 convergerán a la meta recién hacia fines del próximo año, para mantenerse allí durante el resto del horizonte de proyección. Las expectativas de inflación del mercado, en concordancia con este escenario, se mantienen en 3% en el mediano plazo. No obstante, para los meses más próximos se anticipan registros reducidos de inflación.

Estas proyecciones incorporan como supuesto de trabajo que se continuará reduciendo gradualmente el estímulo monetario a un ritmo que es comparable al que se desprende de las diversas encuestas de expectativas. El Consejo señala que ello dependerá, en todo caso, de la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas.

Con todo, persisten riesgos relevantes que deben ser monitoreados, sobre todo por sus implicancias para la política monetaria. En el escenario internacional, la principal preocupación es que la recuperación global sea más lenta que la prevista en el escenario base, constituyendo un menor impulso externo para la economía nacional. Entre las razones que inclinan el balance de riesgos hacia los escenarios negativos están las restricciones que enfrentan las políticas macroeconómicas, fiscal y monetaria, en las principales economías avanzadas para amortiguar eventuales tendencias negativas en la confianza privada. Estos hechos podrían tener su origen en la persistencia e intensificación de las turbulencias financieras asociadas a países europeos, o en la implementación de políticas más restrictivas en algunas economías emergentes para evitar un rebote inflacionario y/o un sobrecalentamiento. Esto conlleva el riesgo de que el mundo emergente deba hacer un ajuste más severo y, por tanto, no pueda sostener el crecimiento mundial. Además, ello tendrá un impacto negativo en los precios de las materias primas. Las trabas en los ajustes cambiarios contribuyen a amplificar dichos efectos sobre la actividad mundial.

Por el lado de la inflación, los principales riesgos se vinculan a las presiones provenientes de mayores precios de alimentos y/o de otras materias primas, que podrían seguir subiendo a nivel internacional y traspasarse con mayor intensidad y rapidez a los precios locales. Asimismo, es posible que el dinamismo de la demanda y actividad local continúen en el 2011 más allá de lo previsto, generando presiones inflacionarias superiores a las contempladas. Por último, las presiones de costos laborales siguen latentes ante el estrechamiento de las condiciones en el mercado del trabajo.

La materialización de estos riesgos tiene implicancias directas sobre la inflación y el crecimiento estimados como más probables por el Consejo. Por ello, considerados los elementos descritos, el Consejo estima que el balance de riesgos para la inflación está equilibrado y para la actividad está sesgado a la baja.

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

Decisiones de política monetaria en los últimos tres meses

Antecedentes: IPoM septiembre 2010

En un contexto de creciente incertidumbre sobre el desempeño de la economía global, en Chile la actividad había seguido mostrando importantes tasas de expansión, se habían reducido las holguras de capacidad antes que lo previsto en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de junio, y había continuado la recuperación de los daños provocados por el terremoto y maremoto de fines de febrero. A su vez, la inflación había vuelto al rango de tolerancia y se encaminaba a registros en torno a 3% en los meses siguientes. En el ámbito externo, las noticias más recientes habían aumentado la incertidumbre sobre el ritmo de crecimiento global. La volatilidad en los mercados financieros, aunque menor que la observada en el segundo trimestre, seguía siendo elevada. Las proyecciones de consenso de mercado aún no incorporaban este escenario en su totalidad, por lo que el escenario base del IPoM de junio consideraba una expansión mundial, para el 2010 y el 2011, inferior a la visión actualizada del consenso de mercado. En este contexto, el Consejo había ajustado gradualmente la política monetaria, para asegurar que la inflación se ubicara en torno a 3% en el horizonte de política. El proceso de normalización de la tasa de política monetaria (TPM) había comenzado en junio y continuado en las reuniones de julio y agosto —con incrementos de 50 puntos base (pb) en cada ocasión— con lo que la TPM se ubicaba en 2% anual. En el escenario base, el Consejo estimaba que el ritmo de normalización de la TPM sería similar al que se deducía de las diversas encuestas de expectativas. Con todo, el retiro del estímulo monetario dependería de la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas.

También, se preveía que durante este año el PIB crecería entre 5,0 y 5,5%, mientras el 2011 lo haría entre 5,5 y 6,5%. El rango del 2010 era superior al previsto en junio y se fundamentaba tanto en datos efectivos mayores como en un dinamismo más alto de la demanda y la actividad en las cifras disponibles para el tercer trimestre. Se esperaba que, en la segunda mitad del año y la primera del 2011, la velocidad de expansión fuera menor que la observada en trimestres recientes, pero aún superior al crecimiento de tendencia. Con ello se tendría un cierre de las holguras de capacidad durante el primer semestre del 2011. Las menores presiones inflacionarias asociadas al fortalecimiento del peso compensaban parcialmente el efecto del rápido cierre de holguras sobre los precios. Así, para lo que restaba del año se proyectaba que la variación anual del IPC volvería a cifras del orden de 3% para luego ubicarse en la parte alta del rango de tolerancia de la meta de inflación durante algunos meses.

Esta trayectoria de corto plazo estaba influida por efectos de una sola vez, los que al revertirse permitirían que la inflación oscilase en torno a la meta durante todo el 2011 y hasta fines del horizonte de proyección relevante, en esa ocasión el tercer trimestre del 2012. La inflación anual del IPCX1 tendría una convergencia más gradual hacia 3%, en parte por factores puntuales en ciertos precios y la incidencia de menores presiones inflacionarias importadas (exceptuando alimentos).

Reuniones entre septiembre y noviembre

En septiembre, la situación económica externa seguía siendo incierta, pero los últimos antecedentes eran algo más optimistas que un mes atrás. Las noticias de Europa eran más alentadoras, con revisiones al alza en las proyecciones, mientras en EE.UU. se moderaba el pesimismo. El ritmo de crecimiento económico global, aunque con marcadas diferencias entre regiones, no era despreciable. Las tasas de interés de largo plazo de las principales zonas económicas se ubicaban en niveles muy bajos, y lo más probable era que permanecieran en dichos niveles por algún tiempo. En Chile, la actividad y la demanda habían seguido mostrando un fuerte dinamismo y las perspectivas eran auspiciosas. A ello se sumaba el favorable desempeño del mercado laboral. Los registros de inflación seguían sorprendiendo a la baja, debido a factores puntuales, entre los que destacaba la estacionalidad del vestuario. En todo caso, la inflación podía tener ciertos rezagos, por lo que lo natural sería observar mayores presiones de precios en adelante. No obstante, no se podían descartar efectos en la dirección opuesta, debido a la apreciación del peso o a una brecha del producto superior a la estimada. La fortaleza de la economía con relación al mundo desarrollado, el mayor precio del cobre y los mayores flujos de capitales, entre otras, eran razones que estarían relacionadas con la apreciación del peso. De este modo, las opciones más plausibles para septiembre eran aumentar la TPM en 25 o 50pb. Por un lado, la estrategia de política monetaria del IPoM de septiembre reconocía que el nivel de la TPM aún era significativamente expansivo y requería continuar con la normalización de ella hacia un rango de valores más neutral. Sin embargo, en algún momento, el proceso debería aminorar su ritmo, conforme se reducía la expansividad de la política monetaria. Por otro lado, algunos antecedentes coyunturales podían justificar un alza menor para la TPM, en particular, la reducción de las expectativas de inflación de corto plazo luego de la publicación del IPC de agosto. Esta respuesta de las expectativas podía relacionarse con la evolución de ciertos precios específicos, pero también con una percepción

de menores presiones inflacionarias. Finalmente, luego de la publicación del IPoM de septiembre, las expectativas privadas esperaban, de manera prácticamente unánime, que la TPM se incrementaría en 50pb en esa reunión. En este contexto, el Consejo acordó aumentar la TPM en 50pb, hasta 2,5% anual.

Para la reunión de octubre, en el plano externo, existía la posibilidad de que se impulsaran medidas adicionales de expansión monetaria, especialmente tras las declaraciones de personeros de la Reserva Federal de Estados Unidos. Los precios de las materias primas seguían en niveles altos, con un desempeño destacado del cobre. Continuaba la recuperación más débil de las economías desarrolladas en comparación con las emergentes, lo que era un factor de riesgo para las segundas, tanto por sus implicancias en la demanda global como por las tensiones financieras y cambiarias que esto podría seguir causando, incluso para países con una posición financiera favorable como Chile. En el plano interno, los antecedentes recientes de demanda y actividad mostraban cierto grado de moderación en su dinamismo, confirmando el escenario base del IPoM para estas variables. Respecto de la inflación, las últimas noticias mostraban que esta había tenido un comportamiento más contenido que lo proyectado en el IPoM. La apreciación de peso había contribuido a reducir las presiones inflacionarias. El tipo de cambio había disminuido en términos nominales y, en menor medida, en términos reales. Esta trayectoria era similar a la observada en otros países con condiciones cíclicas y estructurales similares, y, por tanto, obedecía a la fortaleza de la economía en relación con el mundo desarrollado, el mayor precio del cobre y los mayores flujos de capitales. Lo anterior llevaba a proponer como opciones relevantes de decisión de política monetaria aumentar la TPM en 25 o en 50pb. La mayoría de los analistas esperaba un incremento de 25pb, aunque, a diferencia de reuniones anteriores, existía un menor grado de consenso respecto de la decisión. Sin embargo, bajo cualquiera de las opciones planteadas, la política monetaria seguía en una posición expansiva, por lo que sería necesario continuar retirando estímulo monetario. Así, tomando en cuenta la evolución internacional, las acotadas presiones inflacionarias y la apreciación del tipo de cambio, parecía apropiado moderar el proceso de normalización de política monetaria. En consecuencia, el Consejo acordó aumentar la TPM en 25pb, hasta 2,75% anual.

Al momento de la reunión de noviembre, el panorama global seguía presentando una recuperación lenta en las economías avanzadas, con focos de turbulencias financieras, mientras las economías emergentes continuaban creciendo con fuerza. Aunque aparecieron algunas señales positivas para EE.UU., fueron contrarrestadas por indicadores más débiles para Europa. Destacaba el inicio de la segunda etapa de relajamiento cuantitativo en EE.UU. Si bien la depreciación del dólar en los mercados internacionales no se había profundizado en el último mes, se agudizaba la discusión sobre la apreciación de las monedas locales en las economías emergentes, y posibles

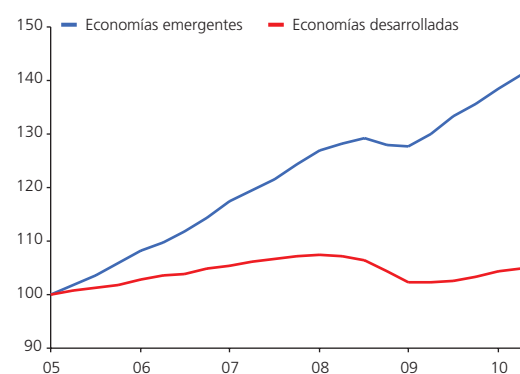
medidas para frenarla. Existía evidencia de mayores presiones inflacionarias en varias economías emergentes, asociadas al dinamismo económico y al alza del precio de los productos primarios, especialmente alimentos. De hecho, los registros inflacionarios habían sido más elevados que lo esperado en algunos países. En el frente interno, la economía seguía mostrando un marcado dinamismo. Las cifras conocidas estaban dentro de lo esperado, pero con una posibilidad de que la moderación en el ritmo de crecimiento de la demanda fuera más lenta que la visualizada con anterioridad, lo cual planteaba un riesgo respecto de la velocidad del cierre de la brecha de capacidad. En materia de precios, la inflación había seguido exhibiendo registros moderados e inferiores a lo esperado. Las mediciones subyacentes continuaban por debajo del rango de tolerancia, incluso el IPCX1 seguía mostrando valores negativos en doce meses. Sin embargo, las fuerzas fundamentales de la economía apuntaban a potenciales presiones inflacionarias, debido al cierre de brechas y al paulatino aumento de los índices de costos laborales, lo que era coherente con el dinamismo del mercado del trabajo. Los elementos que hasta ese momento habían contenido la inflación, difícilmente seguirían contribuyendo con menores presiones sobre los precios locales. Así, el aumento del precio de los alimentos podría agregar algo de inflación en los próximos meses. Aun cuando el incremento de estos era un fenómeno ligado a cambios de precios relativos, no se podía descartar el riesgo de propagación hacia el resto de los precios. De este modo, las opciones más plausibles para la reunión eran incrementar la TPM en 25pb o hacer una pausa transitoria. La estrategia de política monetaria vigente contemplaba una normalización gradual de la TPM, que armonizaba las presiones inflacionarias provenientes del dinamismo de la demanda interna y el cierre de brechas, con los efectos de la apreciación cambiaria y un entorno externo aún incierto. Esta estrategia había sido recogida adecuadamente por las expectativas privadas. En todo caso, la TPM se mantenía en un nivel expansivo. En ese contexto, la política monetaria debía propiciar condiciones financieras menos expansivas para lograr la convergencia del crecimiento económico hacia tasas sostenibles y evitar la incubación de presiones inflacionarias o un desalineamiento de las expectativas privadas. Dado este conjunto de antecedentes, el Consejo acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25pb, hasta 3,0% anual.

I. Escenario internacional

Gráfico I.1

Actividad mundial (*)

(índice, primer trimestre 2005=100)



(*) Regiones ponderadas a PPC. Economías desarrolladas considera a: Australia, Canadá, Estados Unidos, Reino Unido, Japón, Suecia, Suiza y Zona Euro. Economías emergentes considera a Arabia Saudita, Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, Filipinas, Hong Kong, India, Indonesia, Israel, Malasia, México, República de Corea, Rusia, Singapur, Taiwan, Tailandia y Venezuela.

Fuente: Reserva Federal de Estados Unidos.

Tabla I.1

Crecimiento mundial (*)

(variación anual, porcentaje)

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

(e) Estimación.

(f) Proyección.

(*) Para definiciones, ver Glosario.

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

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

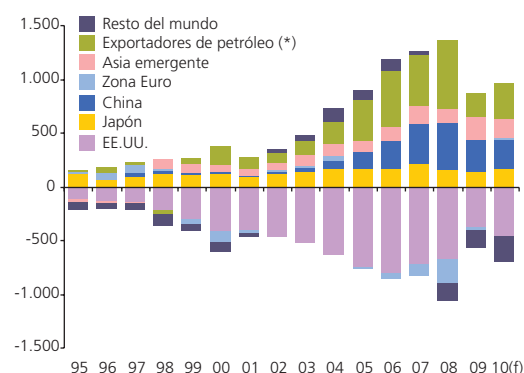
La recuperación mundial ha seguido a distintos ritmos, con un crecimiento más acelerado en las economías emergentes respecto de las desarrolladas. Con ello, las primeras ya superan con creces los niveles de PIB que tenían antes de la crisis, y varias han cerrado las brechas de capacidad que acumularon durante la recesión internacional. Las economías desarrolladas, en cambio, mantienen niveles elevados de desempleo. Es incierto por cuánto tiempo se puede sostener esta diferenciación entre ambos grupos (gráfico I.1).

Entre los factores que explican la relativa lentitud de la recuperación de las economías desarrolladas, destaca la fragilidad financiera de los consumidores, instituciones financieras y gobiernos. Los hogares han sufrido significativas pérdidas de riqueza financiera e inmobiliaria producto de la crisis, lo que se suma a la débil recuperación del empleo y al proceso de desendeudamiento en curso. Todo esto mantiene acotadas las perspectivas para el crecimiento del consumo privado. En una serie de países, además, el estímulo fiscal aplicado en años anteriores está llegando a su fin y en algunos incluso se están implementando medidas de ajuste fiscal. En Estados Unidos, finalizaron los programas para estimular las compras de viviendas y automóviles, aunque se extenderán los recortes de impuestos y beneficios para desempleados. En la Zona Euro, los planes de consolidación fiscal buscan llevar la deuda pública a una situación sostenible en el largo plazo. En todo caso, en esta región, destaca la heterogeneidad en el desempeño de sus economías, con algunas más rezagadas que otras. Además, las tensiones en los mercados financieros originados por la fragilidad fiscal y/o financiera de algunos de sus miembros mermarán el desempeño de su economía real.

En las emergentes, el panorama es bastante diferente. Las elevadas tasas de crecimiento de estas economías tienen su origen tanto en la fortaleza de la demanda interna, como en el vigor del comercio con algunas economías asiáticas. En Asia emergente, el origen del crecimiento, antes liderado por el sector público, ha pasado a tener una mayor ponderación del sector privado. En América Latina, los impulsos monetarios y fiscales aplicados durante la crisis en conjunto con favorables términos de intercambio están tras la expansión de 6% esperada para este año, valor muy por sobre su crecimiento promedio de los últimos 20 años. En ambas regiones, el dinamismo de la demanda ha generado temores de sobrecalentamiento y la aplicación de medidas de política restrictivas o menos estimulativas.

Gráfico I.2

Saldo en cuenta corriente en el mundo
(miles de millones de dólares)



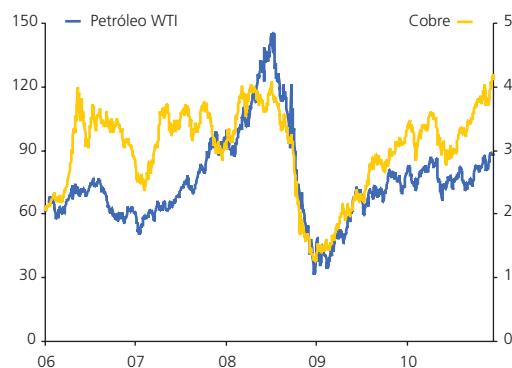
(*) Para su definición, ver Glosario.

(f) Proyección.

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Gráfico I.3

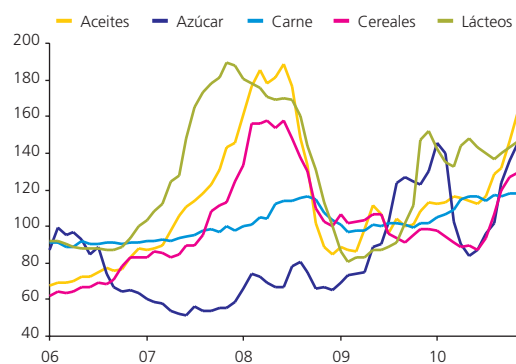
Precios de petróleo y cobre
(dólares el barril; dólares la libra)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.4

Precios de alimentos (*)
(índice 2009=100)



(*) En base a datos de la FAO que considera los precios promedios que se transan en los principales mercados.

Fuente: Bloomberg.

Con todo, las cifras recientes han sido superiores a lo esperado, por lo que las proyecciones de crecimiento mundial para este año se han ajustado al alza (tabla I.1). Sin embargo, se estima que ello es temporal, pues parte de las mejores cifras en las economías desarrolladas corresponde a un proceso de reposición de inventarios y a estímulo fiscal que ya finalizó. Los factores que explican la relativa lentitud en el crecimiento de estas economías se reflejarán con mayor fuerza en el 2011-2012 con efectos sobre las emergentes a través del canal del comercio. Además en algunas emergentes el crecimiento tenderá a moderarse el año entrante producto de medidas de ajuste que están aplicando para evitar un sobrecalentamiento de sus economías y un rebrote inflacionario. Todo lo anterior lleva a que las proyecciones de crecimiento mundial incluidas en el escenario base de este IPoM para el próximo bienio sean inferiores a las del consenso de mercado.

En los últimos meses, ha vuelto a levantarse el interés por la necesidad de recomponer la demanda mundial y reducir los desbalances globales. Para ello, los países con déficits en cuenta corriente, como Estados Unidos, deben ahorrar más e impulsar sus exportaciones. Esto pasa por la depreciación de sus monedas y, como contrapartida, la apreciación de otras, en particular las de países con superávit en cuenta corriente, como China y Alemania. La renuencia de algunos de ellos a dejar que sus monedas se aprecien —y por tanto, perder competitividad— ha generado la aplicación de medidas con la intención de atenuar el fortalecimiento de sus monedas. La falta de ajustes es un riesgo latente que puede dificultar y retrasar la recuperación mundial, incluso puede forzar aterrizajes forzados (gráfico I.2) (Recuadro I.1).

Materias primas

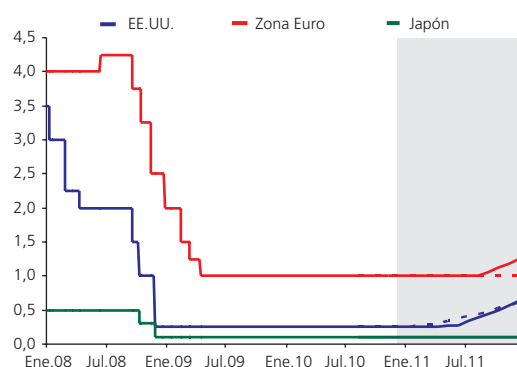
Los precios de las materias primas han seguido mostrando alzas generalizadas en los últimos meses. Parte del aumento de los precios tiene una correlación con la depreciación del dólar en los mercados internacionales. También se ha constatado un aumento de las posiciones no comerciales en este tipo de activos, lo que puede ser señal de mayor participación de los fondos de inversiones en estos mercados. Más allá de estos elementos financieros, también han influido desarrollos reales de oferta y demanda, relacionados con la fortaleza de las economías asiáticas y las emergentes en general.

El barril de petróleo WTI se transa actualmente en cerca de US\$90 al cierre de este IPoM, con lo que su precio ha subido del orden de 20% desde el cierre del IPoM de septiembre. En lo más reciente, el aumento de la demanda estacional por combustible para calefacción ha influido en la dinámica del precio. Considerando el promedio de los diez últimos días hábiles de la curva de contratos futuros, se proyectan promedios de US\$89 el barril de WTI los próximos dos años, excediendo lo previsto en septiembre último (gráfico I.3).

El precio del cobre, experimentó un alza similar. Actualmente, su precio supera US\$4,0 la libra, marcando un nuevo máximo histórico nominal en lo más reciente. Ello, en un contexto en que los inventarios de este metal se han reducido a lo largo del año, que las importaciones de China de este producto se mantienen elevadas y que han paralizado algunos yacimientos por conflictos laborales. Por último, la ausencia de nuevos proyectos explica que varios organismos privados hayan ajustado al alza sus proyecciones de precios. El escenario base de este IPoM considera que el precio promedio de

Gráfico I.5

TPM y curva *forward*
(porcentaje)



(*) Área gris indica curva *forward*. Línea punteada muestra lo proyectado en el IPoM de septiembre.

Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla I.2

Inflación mundial (*)

(variación anual promedio en moneda local, porcentaje)

| | Prom. 1990-99 | Prom. 2000-07 | 2010 (f) | 2011 (f) | 2012 (f) |
|----------------|------------------|------------------|-------------|-------------|-------------|
| Estados Unidos | 3,0 | 2,8 | 1,6 | 1,4 | 2,0 |
| Zona Euro | 2,3 | 2,2 | 1,5 | 1,6 | 1,5 |
| Japón | 1,2 | -0,3 | -0,9 | -0,3 | 0,1 |
| China | 7,8 | 1,7 | 2,9 | 3,1 | 3,1 |
| Australia | 2,5 | 3,2 | 3,0 | 3,1 | 2,8 |
| Nueva Zelanda | 2,1 | 2,6 | 2,5 | 4,1 | 2,6 |
| Argentina | 253,7 | 8,9 | 10,4 | 11,3 | 13,8 |
| Brasil | 854,8 | 7,3 | 5,0 | 4,9 | 4,8 |
| México | 20,4 | 5,2 | 4,1 | 3,6 | 4,2 |
| IPE (*) | 1,8 | 4,6 | 5,6 | 6,1 | 3,1 |
| IPL (*) | 27,2 | 5,2 | 4,6 | 4,1 | 3,0 |

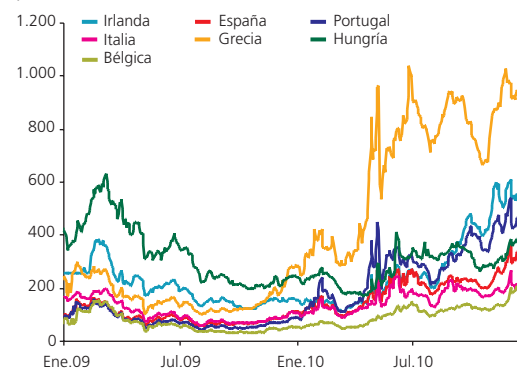
(*) Para definición, ver Glosario.
(f) Proyección.

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

Gráfico I.6

Premios por riesgo soberano (*)

(puntos base)



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

Fuente: Bloomberg.

este año será de US\$3,4 la libra, mientras que para el 2011 y el 2012 será de US\$3,3 y 3,2 la libra, respectivamente. Si bien estas cifras están por sobre los valores esperados en el último IPoM, son conservadoras comparadas con las de otros agentes de mercado.

Los precios de varios alimentos también han registrado alzas importantes en los últimos meses. Destacan algunos granos y cereales, como el arroz y el maíz, pero también, el azúcar y la carne. En algunos casos, incluso se aproximan a los máximos registrados en la primera mitad del 2008. Así, la trayectoria que han seguido ha sido materia de preocupación en varias economías, por los efectos que pueda tener sobre la inflación. En el caso del maíz, hay indicadores de estrechez del mercado que se asemejan a los del 2007-2008, lo que, junto con un aumento de las perspectivas de precios derivadas de los contratos futuros en el mediano plazo, pone una nota de cautela sobre su evolución (gráfico I.4) (Recuadro IV.1).

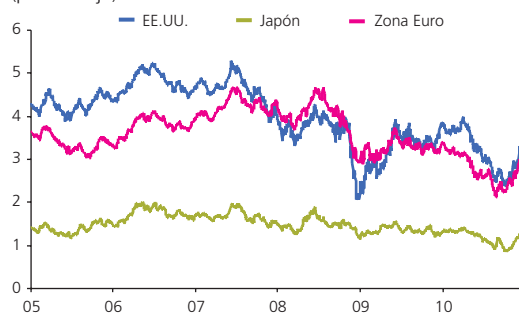
Inflación mundial y política monetaria

La inflación en el mundo ha seguido una trayectoria acorde con los mayores precios de las materias primas y el estado de las holguras de capacidad de cada economía. En las desarrolladas que presentaron problemas en sus sistemas financieros durante la crisis, la inflación sigue muy contenida y, de hecho, las preocupaciones de sus autoridades se centran en evitar episodios de deflación, toda vez que los registros de inflación subyacente han seguido descendiendo o se han estabilizado en niveles bajos (tabla I.2). Este panorama se condice con la persistencia de amplias holguras de capacidad y con la mencionada lentitud de la recuperación de estas economías. Ante este cuadro, las expectativas respecto del inicio del proceso de normalización de la política monetaria se ha seguido postergando (gráfico I.5). Frente a este escenario, las autoridades monetarias de Japón y Estados Unidos anunciaron una segunda etapa de medidas de relajamiento cuantitativo (QE2 por sus siglas en inglés). En Estados Unidos se comunicó la compra de US\$600 mil millones de bonos del Tesoro, mediante adquisiciones mensuales de US\$75 mil millones hasta fines del segundo trimestre del 2011, programa que, en todo caso, se irá evaluando a la luz de los antecedentes que se vayan acumulando. Los anuncios de estas medidas conllevaron, particularmente en Estados Unidos, un aumento de las expectativas inflacionarias derivadas de los precios de los activos financieros.

Un segundo grupo de economías, entre las que se encuentran las que no tuvieron problemas financieros y que presentan un fuerte crecimiento de sus demanda interna, ha registrado aumentos de las presiones inflacionarias y/o los datos efectivos. En estos países, las autoridades monetarias han incrementado las tasas de interés de política monetaria o impulsado medidas alternativas para restringir de alguna manera el estímulo monetario. Entre estas se encuentran Brasil, China, Rep. de Corea, India, Suecia y Tailandia. En China, la inflación pasó de 1,9% anual en diciembre del 2009 a 5,1% en noviembre de este año. Las autoridades de estas economías no solo subieron la tasa de política monetaria y los requerimientos de reserva, sino que también adoptaron medidas administrativas que incluyen controles de precios de alimentos, con el objetivo de frenar la fuerte expansión de la economía y los niveles de precios.

Gráfico I.7

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



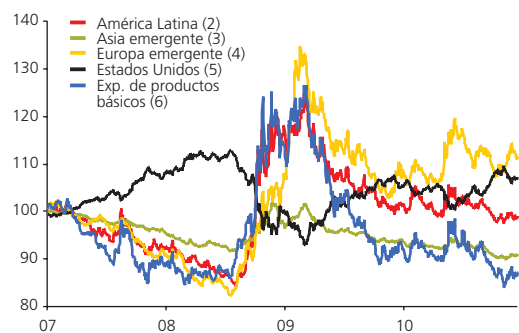
(*) Corresponde a las tasas de interés nominales de los bonos de gobierno a 10 años.

Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.8

Paridades de monedas (1)

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



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

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

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

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

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

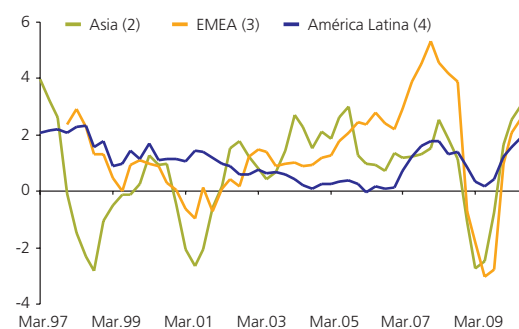
(6) Incluye a Australia, Canadá y Nueva Zelanda.

Fuentes: Bloomberg y Fondo Monetario Internacional.

Gráfico I.9

Flujo neto de capitales a economías emergentes (1)

(porcentaje del PIB agregado, promedio móvil cuatro trimestres)



(1) Considera información hasta el segundo trimestre del 2010.

(2) Incluye India, Indonesia, Malasia, Rep. de Corea, Taiwán y Tailandia.

(3) Incluye Hungría, Israel, Polonia, Rusia, Sudáfrica y Turquía.

(4) Incluye Argentina, Brasil, Chile, Colombia y México.

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Un tercer grupo de economías, entre las que se encuentran Canadá, Israel y Noruega, han ido deteniendo el proceso de normalización de su política monetaria, lo que en algunos casos ha estado acompañado de expectativas de que el estímulo monetario será retirado de manera más lenta hacia adelante. En varias economías, la mantención de inflaciones contenidas se relaciona con la apreciación de sus monedas. En América Latina, aunque los registros inflacionarios han mostrado una trayectoria al alza, las medidas subyacentes siguen contenidas.

En el escenario base se proyecta que los precios externos relevantes para Chile medidos en dólares (IPE) aumentarán el 2011 por sobre lo previsto en septiembre. Aunque las proyecciones de inflaciones locales de nuestros socios comerciales aumentaron desde el último IPoM, el ajuste en el IPE para el próximo año responde principalmente a la depreciación del dólar.

Mercados financieros

El significativo deterioro de la situación fiscal de Irlanda —se estima que, sin contar el costo del rescate bancario, el déficit fiscal será del orden de 18% del PIB este año— y un sistema bancario que enfrenta una salida de depósitos y una compleja situación de acceso a financiamiento, redundó a mediados de noviembre en que este país solicitara un paquete de ayuda al FMI y la Unión Europea por €85 mil millones. La situación de Irlanda y los temores de que pueda contagiar a otros países europeos se ha manifestado en incrementos generalizados de las medidas de riesgo de estas economías y de instituciones financieras individuales, las que en algunos casos superan los máximos de mayo pasado. Aunque, por el momento, esto no se ha reflejado en indicadores de riesgo o volatilidad de los mercados globales, los alcances de esta situación son inciertos (gráfico I.6).

Las medidas de impulso fiscal y monetario adoptadas en Estados Unidos también han marcado la evolución de los mercados financieros en los últimos meses. A fines de agosto, el presidente de la Reserva Federal sugirió la posibilidad de poner en marcha una segunda etapa de medidas de relajamiento cuantitativo, lo que finalmente ocurrió a principios de noviembre. Los primeros días de diciembre se anunció la extensión de rebajas tributarias y beneficios a los desempleados. Todo lo anterior generó aumentos de las expectativas de inflación y de la bolsa, además de una depreciación del dólar. Las tasas de interés nominales de los bonos de gobierno a 10 años en Estados Unidos han aumentado cerca de 60 puntos base (pb) desde el cierre del IPoM de septiembre, mientras que las tasas reales se ubican en niveles similares a los de septiembre (gráfico I.7). En el mismo lapso, el dólar se ha depreciado cerca de 3% en términos multilaterales (gráfico I.8).

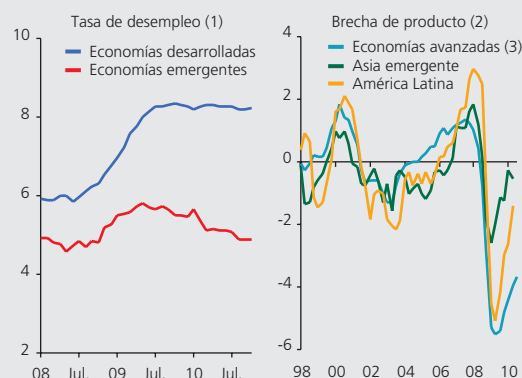
El contraste entre las perspectivas de crecimiento de las economías desarrolladas y emergentes, y la ampliación de los diferenciales de tasas de interés han llevado a los inversionistas a buscar aumentar sus posiciones en el segundo grupo. Los flujos de capitales hacia economías emergentes han ido en aumento, con montos que en América Latina y Asia se asemejan a los observados antes de la crisis (gráfico I.9). Este escenario ha sido concordante, además, con aumentos de las bolsas en estas economías y con mayores emisiones soberanas en los mercados internacionales. Varias de estas economías han experimentado apreciaciones cambiarias relevantes.

Recuadro I.1: ¿Qué hay detrás de la lenta recuperación de las economías desarrolladas?

Tras la recesión mundial del 2009, la recuperación global ha sido desbalanceada entre economías desarrolladas y emergentes. Las primeras, especialmente aquellas que tuvieron problemas en sus sistemas financieros durante la crisis, están creciendo a un ritmo inferior al de tendencia. Además, su recuperación ha sido más lenta que con posterioridad a otras recesiones^{1/}. Con ello, las principales economías desarrolladas aún tienen amplias holguras de capacidad y altos niveles de desempleo (gráfico I.10). Este recuadro da cuenta de los factores que determinan el magro desempeño de las economías desarrolladas.

Gráfico I.10

Holguras de capacidad
(porcentaje)



(1) Regiones ponderadas a PPC. Economías desarrolladas corresponden a Canadá, EE.UU., Japón, Reino Unido y Zona Euro. Economías emergentes corresponden a Brasil, México, Rep. Corea, Tailandia, y Taiwán. (2) Corresponde a brecha respecto de filtro HP, salvo en economías avanzadas en las que se utilizaron estimaciones OCDE. Asia emergente: China, Filipinas, Hong Kong, India, Indonesia, Malasia, Rep. Corea, Singapur, Tailandia y Taiwán. América Latina: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. (3) Incluye a Alemania en vez de Zona Euro.

Fuentes: Banco Central de Chile en base a Bloomberg, OCDE y oficinas de estadísticas de cada país.

Las agresivas medidas de estímulo fiscal y monetario aplicadas tras la recesión apoyaron el inicio de la recuperación mundial. Sin embargo, la demanda privada aún permanece débil en el mundo avanzado. En ello ha sido clave la dificultad de reactivar la demanda interna, en particular el consumo

privado, luego de que sufriera fuertes caídas durante la última recesión.

Varios factores explican la lentitud del consumo. Por un lado, la riqueza de los hogares continúa deprimida. En Estados Unidos, cerca de 65% del total de activos de los hogares son financieros y la bolsa aún está por debajo de su nivel pre-crisis. En Europa, la porción de activos financieros de los hogares es menor, pero también es un elemento que ha mermado la riqueza. Otra porción relevante de la riqueza de los hogares es la tenencia de bienes inmuebles. En varias economías desarrolladas se produjeron burbujas en el mercado inmobiliario que colapsaron, causando descensos importantes en los precios de las viviendas. En lo más reciente se han visto aumentos acotados en algunos países.

La evolución del mercado laboral es un elemento que afecta las expectativas de los consumidores y constituye una traba al crecimiento del consumo. Varias economías desarrolladas aún muestran altas tasas de desempleo —en Europa y Estados Unidos bordean el 10%—. En Estados Unidos preocupa el elevado desempleo de largo plazo, por la posibilidad de que se convierta en un fenómeno más estructural, lo que motivó el anuncio de nuevas medidas paliativas.

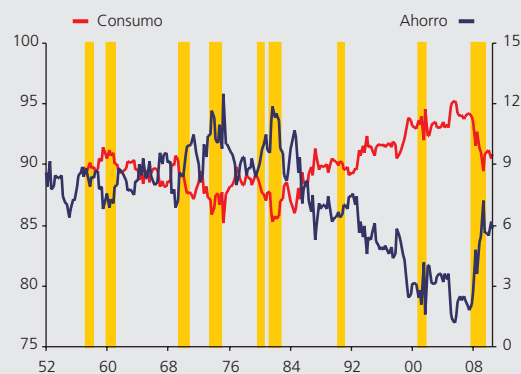
Otra causal se relaciona con el desendeudamiento que deben realizar hogares, empresas y gobiernos del mundo desarrollado. Ello, pues gran parte de la expansión de la demanda de los años previos a la crisis fue financiada con deuda. Así, se observa un aumento de las tasas de ahorro de los hogares (gráfico I.11). A ello se suma que, en general, la banca está hoy más reticente a otorgar nuevos créditos y, además, en Europa las tensiones de los mercados financieros han incrementado los costos de financiamiento. Todo esto también limita la expansión del consumo y la inversión. En el caso de los gobiernos, la implementación de ingentes paquetes de estímulo tras la crisis y los costos de la crisis financiera empeoraron significativamente las posiciones fiscales que ya no eran sólidas, lo que dificulta la aplicación de nuevas medidas.

^{1/} Ver IPoM septiembre 2010, Recuadro I.1, página 17 y 18.

Gráfico I.11

Estados Unidos: consumo y ahorro (*)

(porcentaje del ingreso disponible)



(*) Barras celestes corresponden a períodos de recesión, según definición de NBER.

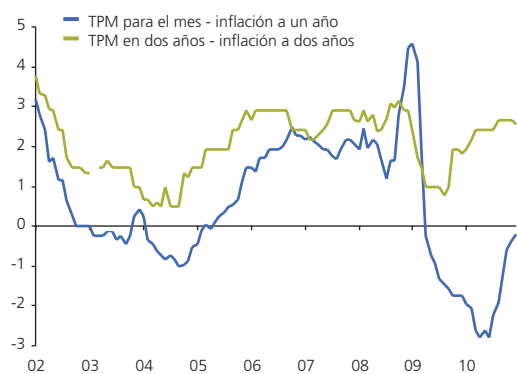
Fuente: Bloomberg.

Algunos países desarrollados acumularon déficits en cuenta corriente antes de la crisis. La recuperación sostenible de estas economías pasa por la reducción de estos déficits (gráfico I.2). Algunas, como Estados Unidos, deben reducir sus desbalances comerciales, pero la posibilidad de crecer basados en su sector externo también es limitada. En la zona Euro, la rigidez impuesta por la moneda única hace más lento el ajuste del tipo de cambio real entre las economías superavitarias y en una posición cíclica más fuerte, como, por ejemplo, Alemania, y las economías deficitarias de la periferia, como Irlanda, Portugal, España y Grecia. En China y Japón, sus elevados niveles de ahorro y las intervenciones cambiarias traban el ajuste de las monedas. La falta de las correcciones cambiarias requeridas para impulsar el sector exportador en las economías con déficit en cuenta corriente y, como contrapartida, aumentar el gasto interno de las economías con superávit, retrasa y dificulta la recuperación.

II. Mercados financieros

Gráfico II.1

Tasa de interés de política monetaria real a partir de expectativas de la EEE (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

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

Política monetaria

El desarrollo del escenario macroeconómico durante los últimos meses ha llevado a continuar con el retiro gradual del estímulo monetario. Así, luego de un aumento de 50 puntos base (pb) de la tasa de política monetaria (TPM) en la reunión de septiembre y de 25pb en las de octubre, noviembre y diciembre, hoy se sitúa en 3,25% anual. No obstante esta normalización, la política monetaria sigue siendo expansiva (gráfico II.1). El escenario base de este IPoM utiliza como supuesto de trabajo que se continuará reduciendo gradualmente el estímulo monetario a un ritmo que es comparable al que se desprende de las diversas encuestas de expectativas. El Consejo señala que ello dependerá, en todo caso, de la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas.

A lo largo de estos últimos meses, el mercado ha ido incorporando expectativas de un ajuste más moderado de la política monetaria, especialmente en el corto plazo. De este modo, a un año plazo, estas mismas estimaciones privadas sitúan la TPM entre 4,7 y 5,4%. Hacia fines del horizonte de proyección, la TPM esperada se ubicaría entre 5,5 y 6,3% (tabla II.1 y gráfico II.2)

Tabla II.1

Expectativas para la TPM (porcentaje)

| | A un año | | A dos años | |
|------------------|-----------------|----------------|-----------------|----------------|
| | IPoM septiembre | IPoM diciembre | IPoM septiembre | IPoM diciembre |
| EEE (1) | 5,00 | 5,00 | 5,75 | 5,63 |
| EOF (2) | 5,00 | 4,75 | 5,50 | 5,50 |
| Forward (3) | 5,11 | 5,38 | 6,08 | 6,32 |
| Forward swap (4) | 4,51 | 4,70 | 5,18 | 5,61 |

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

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

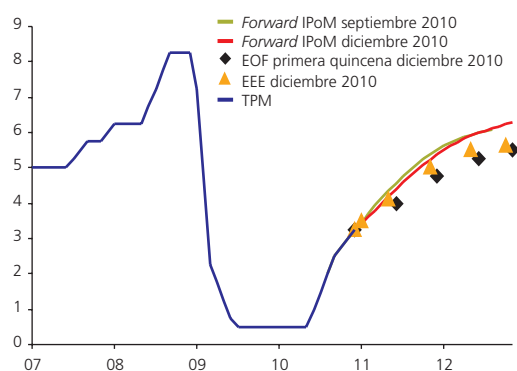
(3) Construida utilizando las tasas de interés de los contratos swap hasta dos años y luego tasas de interés de BCP.

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

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.2

TPM y expectativas (porcentaje)



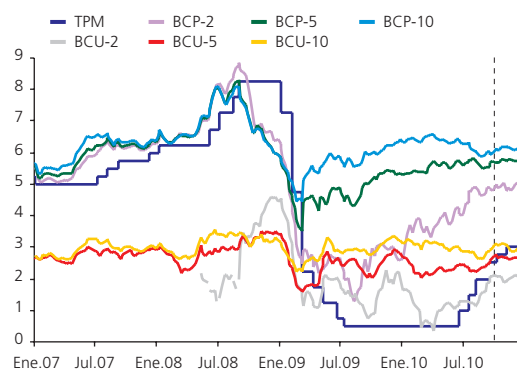
Fuente: Banco Central de Chile.

Las tasas de interés de los títulos del BCCh han aumentado desde la publicación del IPoM de septiembre (gráfico II.3). Ello, posiblemente como respuesta a los aumentos de la TPM, las mejores perspectivas de

Gráfico II.3

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

(promedios semanales, porcentaje)



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

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.4

Tipo de cambio nominal (1) (2)

(índice 02/01/2006=100)



(1) Para su definición, ver Glosario.

(2) Línea vertical punteada corresponde a la fecha de publicación del IPoM septiembre 2010.

Fuente: Banco Central de Chile.

actividad en el corto y mediano plazo y los aumentos de las tasas de interés internacionales. Así, para el periodo comprendido entre el cierre estadístico del IPoM de septiembre y este, tanto los papeles indexados a la UF como aquellos en pesos exhiben incrementos de entre 20 y 60pb, dependiendo del plazo.

Las tasas de interés nominales de los bonos de gobiernos extranjeros han tenido movimientos en la misma dirección, aunque concentrados en el último mes, revirtiendo parte de las bajas que se observaron tras las primeras señales de implementación del plan de relajamiento cuantitativo en Estados Unidos. Así, respecto de septiembre, los bonos a 10 años de Estados Unidos y la Zona Euro registran incrementos de entre 60 y 70pb y los de economías emergentes aumentos inferiores. Con ello, se han reducido las brechas de tasas en la parte larga de la curva.

Tipo de cambio

La evolución de los mercados cambiarios internacionales ha estado determinada por el contraste entre las noticias provenientes de las economías avanzadas y emergentes, en términos de actividad, inflación y decisiones de política monetaria. En este contexto, se ha producido una marcada depreciación del dólar frente a una serie de monedas. El peso no ha sido la excepción y, aunque en menor magnitud que entre junio y septiembre, desde el cierre estadístico del último IPoM ha seguido ganando terreno frente al dólar, cerca de 5% (gráfico II.4). Luego, aunque con vaivenes, en torno a \$475. El tipo de cambio ha continuado mostrando volatilidad, pero esta es muy inferior a la que exhibió durante la crisis financiera e incluso a la del tercer trimestre de este año.

Más allá de la evolución del dólar en los mercados internacionales, los movimientos del peso también han respondido, entre otros factores, a la evolución de los términos de intercambio —en que destaca el incremento del precio del cobre—, el diferencial de tasas de interés de corto plazo y las decisiones de inversión de los inversionistas institucionales.

En términos multilaterales, la apreciación del peso es menor, del orden de 3%. Ello se explica en gran parte porque la pérdida de valor del dólar frente a otras monedas ha sido un fenómeno generalizado (tabla II.2). Cabe señalar que hay economías que han aplicado medidas administrativas o intervenido directamente en sus mercados cambiarios con la intención de atenuar la apreciación de sus monedas^{1/}.

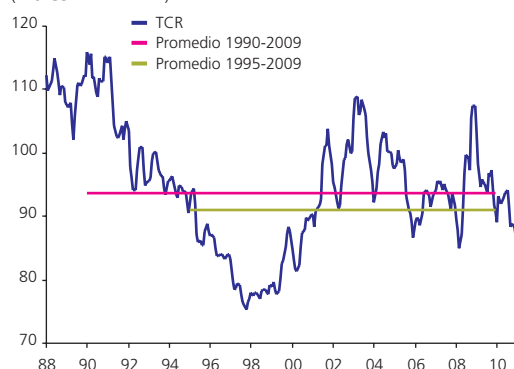
En línea con lo sucedido con el tipo de cambio nominal, el TCR también se ha apreciado, aunque en menor cuantía (Recuadro II.1). Entre los factores que justifican la apreciación real del peso cabe señalar que, respecto de ese período, los términos de intercambio son sustancialmente mayores, incluso excluyendo el cobre, y que la posición financiera externa neta de la economía chilena es hoy significativamente menos deudora que en el pasado. Además, influyen factores cíclicos relacionados con la lenta recuperación de las economías desarrolladas en comparación con la chilena.

^{1/} Para mayores antecedentes, ver Recuadro I.1 del Informe de Estabilidad Financiera (IEF) del segundo semestre del 2010.

Gráfico II.5

Tipo de cambio real (*)

(índice 1986=100)



(*) Información al 16 de diciembre del 2010.

Fuente: Banco Central de Chile.

Los efectos de la apreciación de la paridad real han sido heterogéneos entre los distintos sectores de la economía. En algunos sectores, la apreciación del peso ha sido más que compensada por mayores precios de las exportaciones (minería). En otros sectores, los efectos han sido paliados por la apreciación de las monedas locales. El sector agrícola, con mayor preponderancia de los mercados de Estados Unidos y Europa, ha registrado una mayor apreciación.

Con todo, y considerando el nivel del tipo de cambio nominal y las paridades de monedas vigentes al cierre estadístico de este IPoM, el tipo de cambio real (TCR) se sitúa en 87 (en su medida 1986=100), nivel que está en torno a los mínimos coherentes con sus fundamentos de largo plazo. El escenario base de proyección de este IPoM utiliza como supuesto de trabajo una moderada depreciación real del peso hacia el largo plazo (gráfico II.5).

Tabla II.2

Paridades de los principales socios comerciales de Chile respecto del dólar estadounidense (*) (variación porcentual)

| Moneda | Acum. 2010 | Entre IPoM sep e IPoM dic 2010 | Entre IPoM jun e IPoM sep 2010 | Entre IPoM mar e IPoM jun 2010 | Entre 31.12.2009 e IPoM mar 2010 |
|--------------|-------------|--------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|----------------------------------|
| Argentina | 4,6 | 0,8 | 0,6 | 1,5 | 1,7 |
| Brasil | -3,7 | -3,3 | -4,2 | 2,1 | 1,9 |
| Canadá | -4,3 | -4,5 | 1,3 | 2,2 | -3,2 |
| Chile | -5,2 | -4,9 | -6,8 | 2,0 | 4,9 |
| China | -2,5 | -2,1 | -0,4 | 0,1 | 0,0 |
| Colombia | -7,2 | 4,4 | -6,6 | 1,6 | -6,3 |
| Japón | -8,9 | -1,1 | -7,8 | 0,5 | -0,5 |
| México | -4,1 | -4,7 | 1,9 | 2,1 | -3,4 |
| Perú | -2,2 | 0,8 | -1,7 | 0,3 | -1,6 |
| Reino Unido | -1,7 | 1,9 | 5,9 | -3,0 | -6,0 |
| Rep. Corea | -2,7 | -3,9 | -3,3 | 8,3 | -3,3 |
| Suecia | -5,4 | -7,0 | -7,2 | 10,4 | -0,7 |
| Suiza | -6,2 | -4,8 | -11,0 | 8,3 | 2,2 |
| Zona Euro | 7,9 | -4,2 | -4,9 | 11,7 | 6,1 |

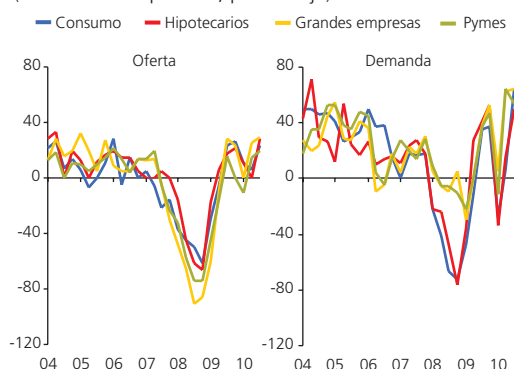
(*) Aumento indica depreciación de la moneda.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Gráfico II.6

Encuesta de Crédito Bancario (*)

(balance de respuestas, porcentaje)



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

Fuente: Banco Central de Chile.

Condiciones financieras

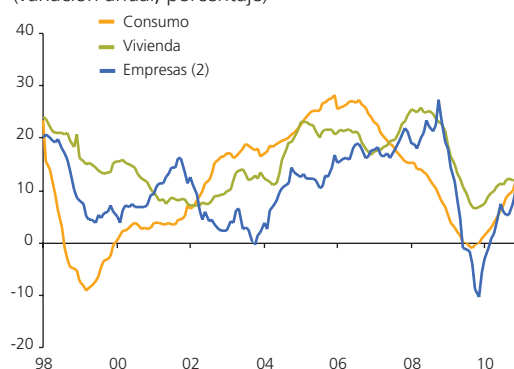
Según la Encuesta de Crédito Bancario del tercer trimestre, la mayoría de los bancos continuó flexibilizando las condiciones de acceso al crédito, al tiempo que se percibió un fortalecimiento de la demanda, tanto de personas como de empresas (gráfico II.6). Las condiciones son más flexibles para todos los segmentos de créditos a empresas, lo cual se atribuye a una disminución del riesgo de sus clientes, y a una mayor competencia entre instituciones financieras, principalmente en el segmento de grandes empresas.

La flexibilización de las condiciones financieras desde la publicación del IPoM de septiembre ha coincidido con el dinamismo que ha experimentado la demanda interna. Según cifras preliminares a noviembre, en términos anuales, el stock tanto de los créditos de consumo como de los de empresas registraron aumentos: 11,5 y 9,5%, respectivamente (gráfico II.7). Las tasas de interés de colocación de los créditos de consumo para sus plazos más significativos exhiben leves disminuciones desde el último IPoM. En tanto, las tasas de los créditos comerciales muestran movimientos mixtos; las de menor plazo, asociadas a financiamiento de capital de trabajo, suben en torno a 70pb, mientras que las de mayor plazo, más relacionadas con inversión, caen cerca de 150pb (gráfico II.8).

Gráfico II.7

Colocaciones nominales por tipo de crédito (1)

(variación anual, porcentaje)



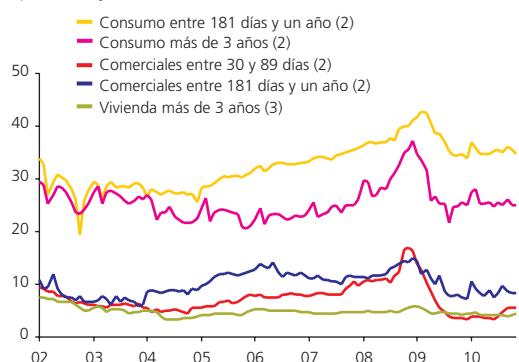
(1) Los datos de noviembre del 2010 son provisionarios.

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

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

Gráfico II.8

Tasas de interés de colocación (1)
(porcentaje)

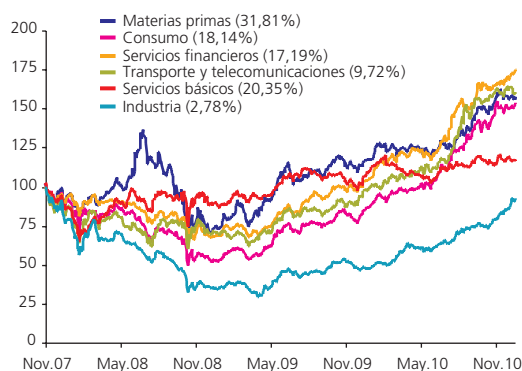


(1) Tasas promedio ponderadas de todas las operaciones efectuadas en el mes.
(2) Tasas nominales.
(3) Tasas en UF.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.9

IPSA por sectores (*)
(índice, promedio oct.07=100)

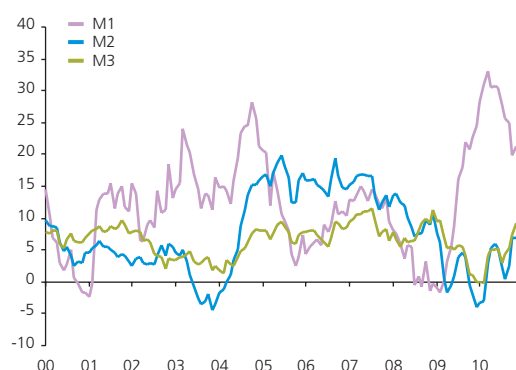


(*) Índices sectoriales ponderados según el peso relativo de cada acción en la composición del IPSA al 16 de diciembre de 2010. Entre paréntesis, participación de cada sector en el IPSA.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Gráfico II.10

Agregados monetarios
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile

Las colocaciones para la compra de viviendas crecen 12% anual. Las tasas de interés de estos créditos suben durante el periodo cerca de 30pb, pero aún se sitúan por debajo del promedio del periodo 2002-2009. Concordante con las favorables condiciones financieras que se otorgan para este tipo de operaciones, las ventas de viviendas nuevas se están recuperando y han descendido los meses para liquidar stocks.

El *spread* entre las tasas de colocación y captación de la banca se ha ido reduciendo desde principios del 2009, especialmente para los plazos entre 90 días y un año. Esto estaría asociado a un descenso de las tasas de los préstamos y a ligeros incrementos en las tasas de los depósitos. En particular, las tasas de los depósitos *prime* luego de los máximos alcanzados previo al IPoM de septiembre, disminuyeron. En lo más reciente, las tasas han vuelto a subir y, en algunos plazos, incluso superado los valores de septiembre. Ante ello, los *spreads prime-swap*^{2/} también disminuyeron.

La bolsa local, medida a través del IPSA, siguió mostrando alzas. Desde el IPoM de septiembre a la fecha acumula una rentabilidad de 11% medida en dólares. Esto está en línea con el resto de las plazas mundiales, ya que el mundo y América Latina obtienen rentabilidades de entre 9 y 12%, medidas a través de sus respectivos MSCI en moneda extranjera. La recuperación bursátil se ha dado con mayor fuerza en mercados emergentes que en desarrollados, reflejando las diferencias en crecimiento económico y los movimientos de capitales hacia las economías emergentes.

Los distintos sectores que componen el IPSA exhiben una evolución homogénea, acumulando retornos positivos. Solo industria se encuentra más rezagada sin volver aún a los niveles previos a la crisis (gráfico II.9). En términos de valorización y tomando la razón precio-utilidad como referencia, tanto el IPSA como el índice MSCI para América Latina se ubican sobre sus promedios históricos. Por su parte, el ritmo de las colocaciones de bonos en el mercado interno ha sido más moderado, pero durante el periodo se han producido emisiones de empresas chilenas en el extranjero, al igual como lo han hecho otras emergentes. Los *spreads* cobrados a esas emisiones han estado por debajo del promedio del periodo 2001-2007. A nivel local, a pesar de las alzas que exhiben desde septiembre, los *spreads* de los bonos también están en niveles bajos, en especial para los bonos con clasificación de riesgo AA y A.

Desde agosto, datos disponibles en el último IPoM, los agregados monetarios han seguido expandiéndose mensualmente: el M1 aumenta 1%, el M2, 5% y el M3, 7%. En términos anuales, el M1 mantiene tasas de crecimiento sobre 20%. A su vez, los agregados menos líquidos como el M2 y M3 presentan tasas de expansión del orden de 10% anual, similares a las del crédito (gráfico II.10). Entre los componentes destaca el crecimiento de 5% de los depósitos a plazo entre agosto y noviembre, probablemente en concordancia con la evolución al alza de la TPM y la recuperación de los depósitos en moneda extranjera (algo menos de 30% en igual periodo) y de los bonos del Banco Central y de la Tesorería (13,5%).

^{2/} Para mayores antecedentes, ver Recuadro III.1 del IEF del segundo semestre del 2010.

Recuadro II.1: Tipo de cambio en Chile: determinantes y diferencias sectoriales^{1/}

Durante la primera mitad del año, el tipo de cambio nominal pesos por dólar experimentó una depreciación. A partir de julio, se dio un significativo y rápido movimiento en la dirección opuesta. Así, desde ese momento el peso se ha apreciado 13% respecto del dólar, 6% respecto del euro y 10% respecto de la canasta de monedas compuesta por los principales socios comerciales (gráfico II.4). A su vez, el índice de tipo de cambio real (TCR) también exhibe una trayectoria descendente, ubicándose actualmente por debajo del promedio de los últimos 15 y 20 años (gráfico II.5). Entre los factores que permiten explicar que el TCR sea menor a esos promedios están las consecuencias de la crisis financiera sobre la demanda en las economías desarrolladas y los desbalances globales, una situación en la que los términos de intercambio (TDI) de la economía chilena son sustancialmente mejores que en ese período y una posición financiera externa neta significativamente menos deudora (gráfico V.1).

En el escenario internacional, la crisis financiera dejó un exceso de ahorro o liquidez en el mundo que presiona a la baja la tasa de interés real internacional, lo que junto con la dicotomía del crecimiento global entre economías desarrolladas y emergentes, debilita el tipo de cambio real de los países con déficit de cuenta corriente y fortalece el del resto. En este contexto, las monedas de varias economías emergentes y exportadoras de materias primas enfrentan presiones de apreciación real. El peso chileno es una moneda más dentro de este proceso (gráfico II.11).

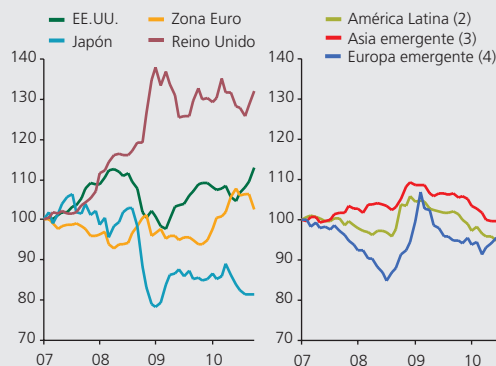
No todos los países contribuyen al ajuste cambiario con la misma velocidad, lo que genera tensiones en la economía internacional. Por ejemplo, en la Zona Euro, la moneda única hace más lento el ajuste del tipo de cambio real entre las economías superavitarias y en una posición cíclica más fuerte, por un lado, y las deficitarias de la periferia, por el otro. En Asia, las intervenciones cambiarias de China y otras economías traban el ajuste nominal de las monedas.

A través de los años, la economía chilena ha mejorado su posición financiera neta con respecto al resto del mundo. En

efecto, la deuda pública ha disminuido significativamente y se ha dado una acumulación de recursos en moneda extranjera en los fondos soberanos. Esto contribuye a un menor TCR por la vía de un menor nivel de riesgo soberano, acceso al financiamiento externo bajo condiciones más favorables y mayor ingreso permanente en moneda extranjera del Fisco correspondiente a los intereses recibidos.

Gráfico II.11

Tipo de cambio real (1)
(índice enero 2007=100)



(1) Aumento indica depreciación de la moneda local respecto de una canasta de monedas de sus socios comerciales. Último dato corresponde a octubre del 2010. (2) América Latina considera Argentina, Brasil, Chile, México y Perú. (3) Asia emergente incluye China, Indonesia, Malasia, Rep. Corea y Tailandia. (4) Europa emergente incluye Hungría, Polonia, Rep. Checa y Rusia.

Fuentes: Banco Central de Chile y BIS.

Diferencias sectoriales

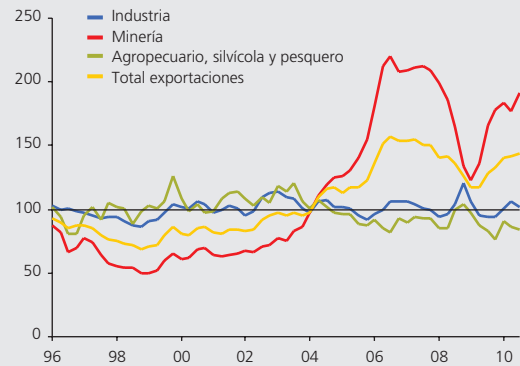
La recuperación global —con diferencias entre regiones—, el comportamiento de las monedas de los socios comerciales y los precios de las exportaciones determinan una gran heterogeneidad en la evolución de las condiciones de competitividad externa de las exportaciones chilenas, en términos de producto y mercado de destino.

^{1/} Para más detalle, ver De Gregorio (2010).

La evolución del TCR promedio no da cuenta de esta diversidad. Al considerar una medida de competitividad sectorial, se observa que, en algunos sectores —entre ellos, la minería—, la apreciación del peso ha sido más que compensada por los mayores precios de los productos exportados (gráfico II.12). En tanto, en el sector agrícola se verifica una apreciación.

Gráfico II.12

Tipo de cambio real sectorial (*)
(índice promedio 1996-2007 =100)



(*) TCR calculado utilizando índices de valor unitario.

Fuente: Banco Central de Chile.

Al revisar el destino de las exportaciones chilenas, también se observa un impacto diferente sobre los sectores de origen. Así, destaca que más de 70% de los envíos agropecuarios, silvícolas y pesqueros se concentran en las economías desarrolladas, las que siguen con una lenta recuperación. En cambio, los envíos industriales y mineros están más diversificados con una menor representatividad de las economías desarrolladas (en torno a 40%) y el resto distribuido entre Asia y América Latina. Por esta razón, estos sectores se benefician de la rápida recuperación de las economías emergentes. Con todo, los niveles totales de las exportaciones aún no vuelven a aquellos previos a la crisis (tabla II.3).

Tabla II.3

Destino de las exportaciones chilenas durante el 2009
(porcentaje de participación en el total, por tipo de bien)

| | Economías desarrolladas (1) | Asia (2) | América Latina | Resto | Total mill US\$ FOB |
|-----------------------------|--------------------------------|---------------|-------------------|--------------|------------------------|
| Agropec., silv. y pesq. | 73,6 | 11,1 | 11,7 | 3,5 | 3.629 |
| Industria | 41,0 | 18,7 | 30,0 | 10,3 | 16.897 |
| Minería | 37,5 | 52,5 | 6,1 | 3,9 | 30.461 |
| Total | 40,1 | 36,5 | 16,4 | 7,0 | 53.735 |
| Total mill. US\$ FOB | 21.561 | 19.595 | 8.802 | 3.778 | |

(1) Grupo conformado por Estados Unidos, Europa y Japón.

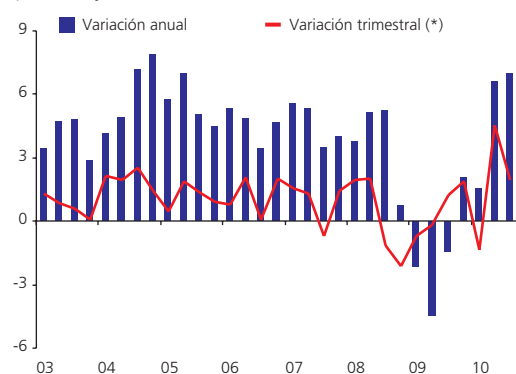
(2) Excluyendo Japón.

Fuente: Banco Central de Chile.

III. Demanda y actividad

Gráfico III.1

Producto interno bruto
(porcentaje)

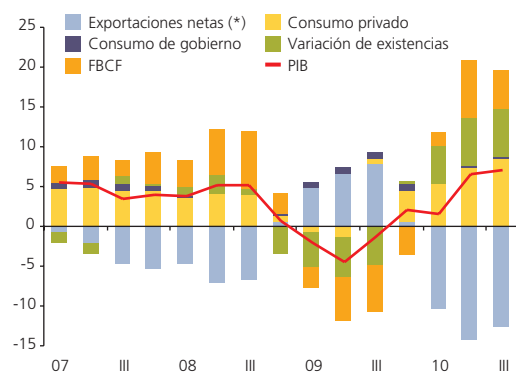


(*) Serie desestacionalizada.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.2

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



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

Fuente: Banco Central de Chile.

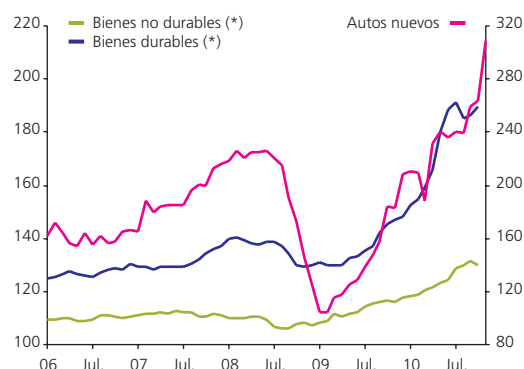
Este capítulo revisa, a partir de la evolución reciente, las perspectivas de corto plazo para la demanda y la actividad, con el fin de examinar las posibles presiones inflacionarias que de ellas se deriven.

Demanda agregada

Durante el tercer trimestre del año, la actividad y la demanda continuaron mostrando un gran dinamismo, aunque con una cierta desaceleración respecto de la primera mitad del año. El PIB creció 7% anual, con una velocidad de expansión de 8,1% (gráfico III.1). En el agregado, la actividad del tercer trimestre se enmarca dentro del escenario base del último IPoM, pero con diferencias en cuanto a su composición. El PIB de los sectores de oferta^{1/} resultó menor que lo anticipado, mientras que el PIB resto fue mayor. Nuevamente el crecimiento del producto estuvo liderado por comercio, en especial comercio minorista, y por los sectores electricidad, gas y agua (EGA), comunicaciones y transporte. Destacó que en el tercer cuarto casi todos los sectores crecieron en términos anuales, con excepción de pesca. Para el trimestre en curso, se estima una tasa de variación anual inferior a la de los dos trimestres previos, debido, en parte, a una base de comparación más alta, ya que la recuperación de la actividad comenzó a fines del 2009. Así, en el escenario base de este IPoM se estima que el PIB cerrará el 2010 con un crecimiento de 5,2% anual, dentro del rango proyectado en septiembre. Esto implica que las holguras de capacidad se han reducido y están próximas a cerrarse.

La demanda interna creció 18,2% anual en el tercer cuarto del año, con una variación trimestre a trimestre anualizada de 4,1%. La moderación de su ritmo de expansión estuvo en línea con lo esperado en el IPoM de septiembre, en el que se consideraba que parte de su expansión respondía al incremento de gastos para paliar los efectos inmediatos del terremoto y maremoto de fines de febrero (27-F). No obstante, la demanda estuvo determinada por un consumo privado mayor que lo anticipado. La inversión presentó una evolución algo menor, aunque continúa dinámica, impulsada por la formación bruta de capital fijo y la acumulación de inventarios (gráfico III.2).

^{1/} De acuerdo con el calendario de divulgación de Cuentas Nacionales trimestrales, el 18 de noviembre se publicó la primera estimación del PIB del tercer trimestre del 2010 y nuevas estimaciones para el PIB del primer y segundo trimestre del 2010. El menor crecimiento del PIB de los sectores de oferta se asocia, a una corrección a la baja del sector EGA, en promedio de 10 puntos en el primer semestre, debido a la menor intensidad de uso de recurso hídrico, en favor de insumos menos eficientes.

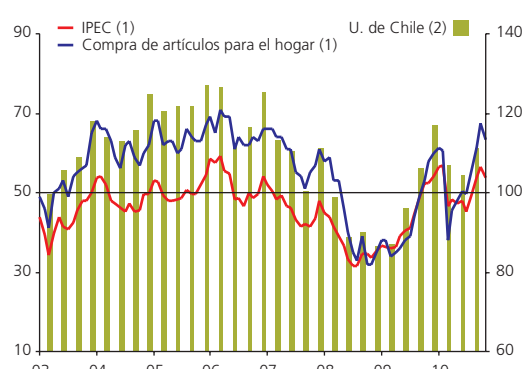
Gráfico III.3Ventas del comercio minorista y de autos nuevos
(índice 2003=100, series desestacionalizadas)

(*) Ventas en el trimestre móvil.

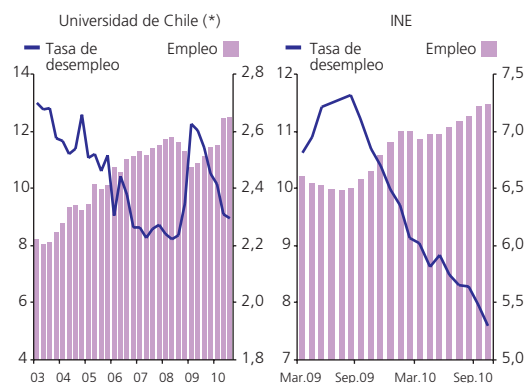
Fuentes: Asociación Nacional Automotriz de Chile, Banco Central de Chile y Cámara Nacional de Comercio.

Gráfico III.4

Índices de percepción de los consumidores

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

Fuentes: Adimark y Universidad de Chile.

Gráfico III.5Mercado laboral
(porcentaje; millones de personas)

(*) Series desestacionalizadas.

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

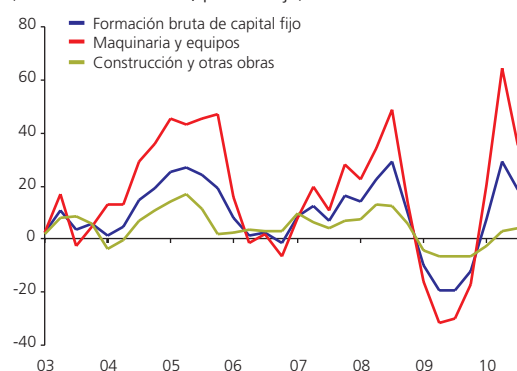
El consumo privado permaneció en niveles elevados en el tercer trimestre, aunque con un ritmo de crecimiento menor que el del trimestre anterior. Sorprendió el comercio minorista, en particular el asociado al consumo habitual^{2/} que creció 8,7% anual. El consumo de bienes durables, en tanto, tuvo un incremento de 37% anual, desacelerándose respecto del segundo cuarto. Ello, acorde con el supuesto de que parte de su evolución reflejaba la reposición de bienes destruidos a consecuencia del 27-F. Indicadores parciales del cuarto trimestre, así como la evolución de sus determinantes, sugieren que el consumo privado mantendrá una trayectoria dinámica de expansión hasta entrado el 2011, pero con cierta moderación respecto de lo observado este año. Las ventas de automóviles se ubican en niveles históricamente elevados; y las ventas de, por ejemplo, electrodomésticos, prendas de vestir y calzado, pese a desacelerarse, también se encuentran en niveles altos, lo que coincide con la caída de sus precios (gráfico III.3). En esta misma línea, las importaciones de bienes de consumo han seguido expandiéndose. Las expectativas de los consumidores, medidas por el Índice de Percepción Económica (IPEC), aunque con vaivenes, se encuentran en la zona optimista desde septiembre. Entre ellas, resaltan las perspectivas del buen momento para comprar artículos para el hogar. De igual modo, el indicador de la Universidad de Chile aumenta en relación al primer semestre y, además, muestra un aumento de la confianza sobre la situación esperada a 12 meses (gráfico III.4). Las condiciones crediticias también apoyan estas perspectivas positivas para el consumo. Esto se ve reflejado en una mayor oferta y demanda de créditos de consumo según la Encuesta de Crédito Bancario del tercer trimestre. Las colocaciones de consumo a noviembre siguen subiendo, mientras que las tasas de interés de estos créditos se ubican en niveles similares o inferiores a sus promedios históricos. Como menciona el IEF, destaca el crecimiento del endeudamiento de los hogares con tarjeta de crédito a tasa variable. Lo anterior, pone una nota de cautela en un ciclo de alza de tasas de interés.

El favorable desempeño del mercado laboral también sustenta las expectativas para el consumo. De acuerdo con información de la Universidad de Chile, el INE, la Asociación Chilena de Seguridad y los Fondos de Pensiones (número de cotizantes), el empleo ha seguido aumentando de manera bastante generalizada entre sectores. En particular, las cifras del INE y de la Universidad de Chile revelan que en el transcurso del año la creación de puestos de trabajo ha estado dominada por el crecimiento del empleo por cuenta propia, especialmente en comercio e industria manufacturera. No obstante, el empleo asalariado también ha mostrado un mayor dinamismo en los últimos registros. A su vez, la tasa de desempleo sigue disminuyendo. Según cifras del INE, el empleo creció 8,9% anual en el trimestre móvil agosto-octubre y la tasa de desempleo descendió desde 8,3% en el trimestre móvil terminado en julio, a 7,6% en lo más reciente (gráfico III.5). Ello, en un contexto en que la fuerza de trabajo crece por sobre 5% anual y la tasa de participación se aproxima a 60%. Las expectativas para el empleo recogidas por el Indicador Mensual de Confianza Empresarial (IMCE) se mantienen en la zona optimista en el agregado, encontrándose en un nivel mayor que en el IPoM de septiembre. Del mismo modo, las perspectivas para el empleo contenidas en el IPEC siguen siendo optimistas^{3/}. Finalmente, otro factor que puede estar incidiendo en la evolución del consumo privado es el incremento real de los salarios.

^{2/} Consumo habitual corresponde al consumo de bienes no durables y servicios.^{3/} Específicamente, la pregunta de la encuesta es respecto del nivel del desempleo esperado dentro de los próximos 12 meses. Valores por sobre 50 (zona optimista) indican que se espera un menor nivel de desempleo para los próximos 12 meses.

Gráfico III.6

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



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.7

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

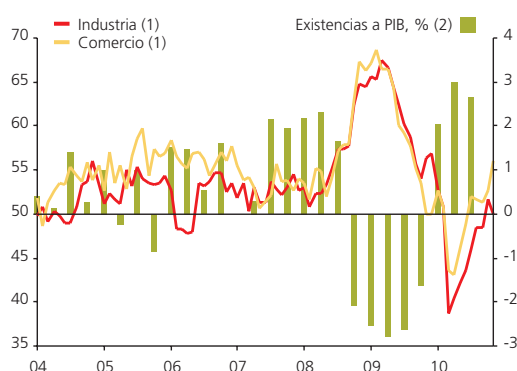


(*) Promedio móvil trimestral. Series desestacionalizadas.

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

Gráfico III.8

Situación actual de inventarios



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

(2) Serie trimestral desestacionalizada.

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

Aunque siguió creciendo con fuerza, la inversión del tercer trimestre fue menor que la proyectada, debido a cierto rezago en el repunte esperado para la inversión en construcción y obras. La formación bruta de capital fijo tuvo una variación anual de 18,5% (gráfico III.6). Esta sigue impulsada por su componente maquinaria y equipos, que creció 35,4% anual, pero por debajo de lo exhibido en el segundo trimestre. Esto se explica en parte por la reposición de equipamiento a raíz del 27-F. En todo caso, las importaciones de bienes de capital, pese a retomar dinamismo a partir de septiembre, no alcanzan los valores máximos registrados en mayo. La inversión relacionada con el componente de construcción y obras presentó un resultado mejor que el del segundo trimestre, pero por debajo de lo esperado: 4,3% anual. En tanto, la actividad de la construcción se incrementó 5,6% anual, impulsada nuevamente por el gasto en reparaciones asociadas al 27-F. La evolución del sector ha coincidido con un bajo dinamismo de las ventas de cemento y del Índice Mensual de la Actividad de la Construcción (Imacon), así como con la caída de los despachos de cemento desde el último IPoM. Con todo, el escenario base de este IPoM estima que este año la tasa de inversión respecto del PIB medida a precios constantes y corrientes será de 28,4% y 21,7%, respectivamente.

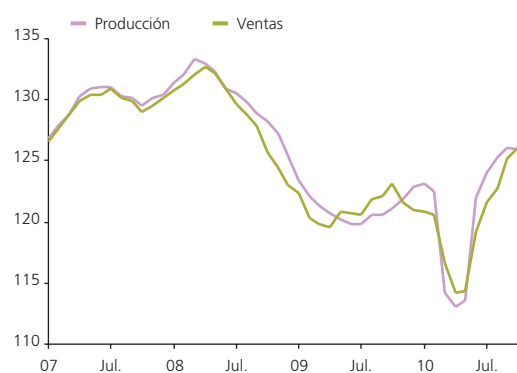
Hacia adelante, se prevé un cambio en la composición de este componente de la inversión, con un mayor protagonismo de la construcción. Ello se apoya principalmente en las expectativas sobre el proceso de reconstrucción. Tal como se anticipó en el IPoM de septiembre, las ventas de viviendas nuevas aumentaron, con la consecuente reducción de su stock (gráfico III.7). Esto se relaciona, en parte, con condiciones de acceso al crédito más flexibles según la Encuesta de Crédito Bancario del tercer trimestre y con tasas de interés de créditos hipotecarios que continúan bajas en comparación con su promedio histórico, a pesar del aumento respecto del registro disponible en el último IPoM. Además, de acuerdo a esta misma encuesta, las condiciones de aprobación de préstamos para el sector comercial han seguido flexibilizándose, en especial para las empresas del sector inmobiliario y aquellas que gestionan directamente proyectos de inversión. También se observa un fortalecimiento de la demanda por créditos inmobiliarios. Las perspectivas del sector construcción, medidas por el IMCE, volvieron a la zona optimista en octubre, algo que no ocurría desde principios del 2008. Finalmente, cabe destacar el incremento del empleo y que las expectativas laborales en el sector construcción siguen al alza.

La mayor actividad esperada para la inversión asociada al proceso de reconstrucción se contrapone, en parte, al menor impulso proveniente del aplazamiento de proyectos relacionados con los sectores minería y energía. Así, el catastro de la Corporación de Bienes de Capital (CBC) corrige a la baja la inversión para el período 2010-2012, pero la aumenta para el bienio 2013-2014. Con todo, las expectativas empresariales contenidas en el IMCE se mantienen en la zona optimista para todos los sectores, al igual que las perspectivas de inversión.

Las cifras del tercer trimestre dieron cuenta de una alta acumulación de inventarios. La variación de existencias acumulada en el año móvil finalizado en el tercer trimestre fue de 1,8% del PIB. En lo venidero, se espera un menor aporte de esta variable a la inversión. Esto se basa en que, por un lado, de acuerdo al IMCE, en el agregado, el nivel de inventarios se acerca a sus valores considerados como adecuados. Por otro lado, la brecha entre las ventas y la producción industrial está virtualmente cerrada (gráficos III.8 y III.9).

Gráfico III.9

Producción y ventas físicas de la industria (*)
(índice 2002=100, promedio móvil trimestral)

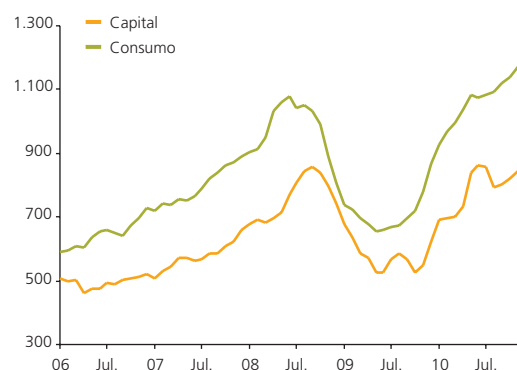


(*) Series desestacionalizadas.

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

Gráfico III.10

Importaciones de bienes (*)
(millones de dólares, promedio móvil trimestral)



(*) Series desestacionalizadas.

Fuente: Banco Central de Chile.

En el plano fiscal, de acuerdo con la información de la Dirección de Presupuestos, en el tercer cuarto del año el balance global fue de -0,2% del PIB. Los ingresos totales aumentaron 22,3% real anual, explicado principalmente por incrementos de los ingresos tributarios —principalmente del cobre—. El gasto creció 0,4% real anual, destacando la disminución de inversión y transferencias de capital. Las proyecciones contempladas en el escenario base de este IPoM son coherentes con el escenario fiscal contenido en la Ley de Presupuestos.

En cuanto al sector externo, en el tercer trimestre se manifestó con fuerza la recuperación del comercio internacional. Además, los aumentos de precios de las exportaciones fueron muy superiores a los de las importaciones, explicados por la evolución al alza de los precios de las materias primas en los mercados internacionales. Así, el volumen de las exportaciones totales de bienes se expandió 5,7% anual en el tercer trimestre (29,5% en valor), después de varios trimestres con crecimiento anual negativo. La mayor incidencia fue de los envíos mineros —particularmente cobre. Sin embargo, es importante rescatar que el *quantum* de industria volvió a tener una variación anual positiva, luego de casi dos años cayendo. Aun cuando el volumen de los envíos de celulosa y harina de pescado aumenta, siguen sin volver a los niveles previos al 27-F. En el caso de la harina de pescado, se suma además la escasez de recursos pelágicos. La producción en estos sectores ha sido algo dispar respecto de las exportaciones. Minería continúa con tasas de crecimiento anual moderadas, del orden de 2%. A su vez, en industria se observa un cierto estancamiento en la producción. Las exportaciones del sector se han redireccionado desde países desarrollados a Asia y América Latina. La pesca sigue contraída por la menor producción de centros de cultivos de la salmonicultura, aún afectados por la crisis fitosanitaria.

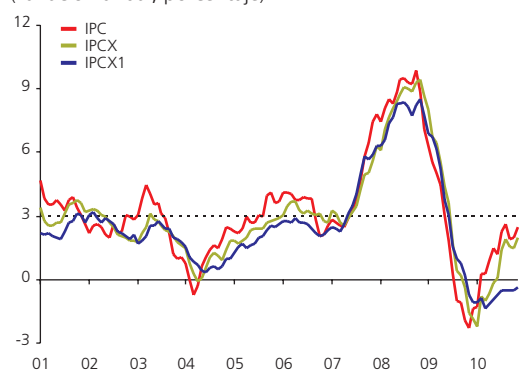
Las importaciones, después de mostrar una leve desaceleración entre junio y agosto, retomaron dinamismo, incrementándose 38,9% anual en volumen en el tercer cuarto (42,1% en valor). A diferencia del segundo trimestre, se dio un mayor protagonismo de las importaciones de bienes de consumo, en línea con la evolución de este componente de la demanda y del comercio minorista. Así, en términos de *quantum*, las importaciones de bienes de consumo y de capital crecieron 54,5% y 37,8% anual, respectivamente. Datos parciales del cuarto trimestre indican que las internaciones de estos bienes continúan dinámicas (gráfico III.10).

En el tercer trimestre de este año, la cuenta corriente de la balanza de pagos tuvo un déficit de US\$ 416 millones equivalente a 1,2% del PIB en el último año móvil. Con ello y los mejores términos de intercambio, asociados principalmente al alza del precio del cobre, se estima que este año, contrario a lo esperado en septiembre, se tendrá un superávit en cuenta corriente de 0,3% del PIB.

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.

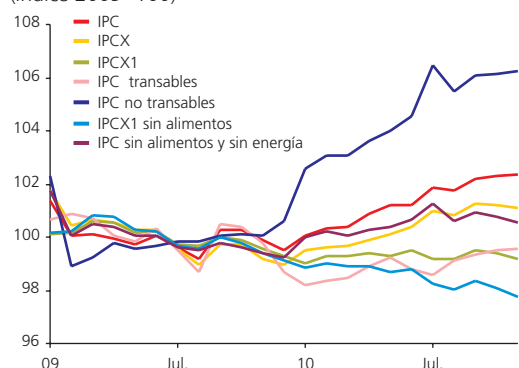
En este capítulo se analiza la evolución reciente de los principales componentes de inflación y costos, identificando las diferentes fuentes de presiones inflacionarias en la coyuntura y su probable evolución futura.

Evolución reciente de la inflación

En los últimos meses, los indicadores de la inflación, el IPC y las medidas subyacentes —IPCX e IPCX1— han evolucionado por debajo de lo esperado en el IPoM de septiembre y de lo que se podría deducir del estrechamiento de las holguras de capacidad. La menor inflación de bienes importados —relacionada con la apreciación del tipo de cambio y una menor inflación internacional en bienes manufacturados— y algunos factores puntuales han contribuido a atenuar el incremento de la inflación. Así, a noviembre, la inflación anual del IPC e IPCX se ubican en la parte baja del rango de tolerancia, mientras que el IPCX1 completa un año en terreno negativo (gráfico IV.1). En el escenario base de este IPoM se anticipa que la inflación anual se mantendrá en torno a la meta hasta fines del horizonte de proyección.

Gráfico IV.2

Indicadores de inflación
(índice 2009=100)



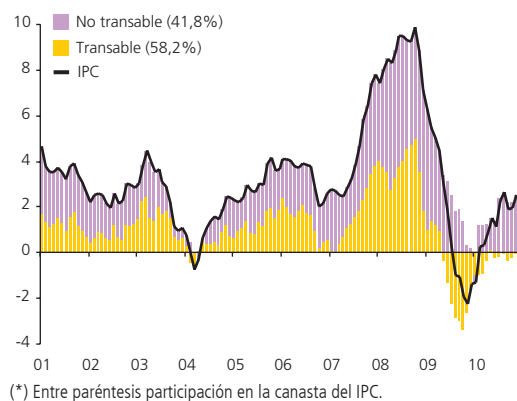
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Entre julio y noviembre, los indicadores de inflación mostraron variaciones mensuales reducidas o negativas, las que en su mayoría estuvieron por debajo de lo previsto por el consenso de mercado y del escenario base del IPoM pasado. Además de la apreciación del tipo de cambio, la menor inflación internacional de bienes manufacturados y la caída del precio del vestuario, incidieron en el resultado de la inflación mensual la reducción del impuesto de timbres y estampillas y la disminución del pasaje en bus interurbano. Estas bajas fueron contrarrestadas parcialmente por aumentos de las tarifas eléctricas, los precios de los alimentos y, en lo más reciente, de los combustibles. De este modo, el IPC acumuló un incremento de 0,5% entre julio y noviembre, el IPCX de 0,1% y el IPCX1 tuvo una variación nula (gráfico IV.2). La velocidad de expansión de todos los indicadores de inflación se redujo. En términos anuales, el IPC aumentó de 2,3 a 2,5% durante este período, el IPCX pasó de 1,4 a 2,0% y el IPCX1 lo hizo de -0,5 a -0,4%.

La inflación de bienes no transables (IPCNT) ha tenido una incidencia positiva, en contraposición a la de los bienes transables. Probablemente, esto da cuenta de la absorción de las holguras de capacidad, por un lado, y de la baja inflación importada en pesos, por otro (gráfico IV.3). El IPCNT acumula un incremento de 5,6 puntos porcentuales en lo que va del año y ha sido mayormente determinado por el aumento del precio de los servicios —como el agua potable, arriendo, mantención de vivienda y transporte—, y factores puntuales como el alza del gasto financiero.

Gráfico IV.3

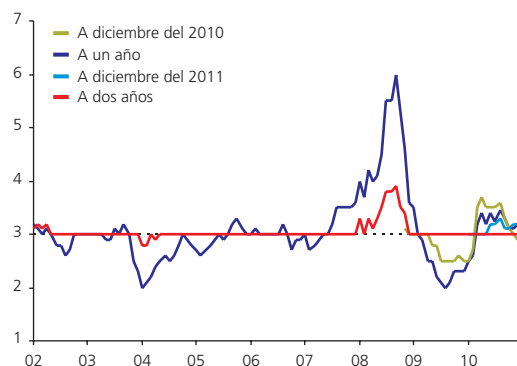
Incidencia en la inflación anual del IPC (*)
(puntos porcentuales)



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

Gráfico IV.4

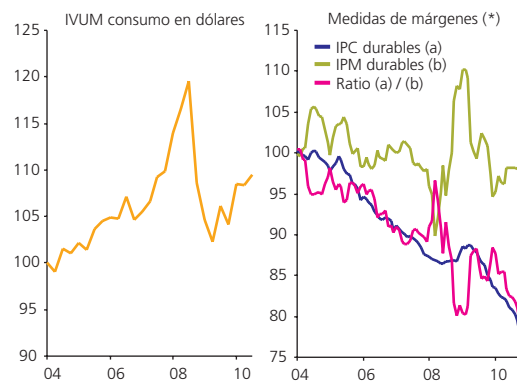
EEE: expectativas de inflación
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico IV.5

Precio de bienes de consumo
(índice 2004.I=100)



(*) Considerando una misma canasta de bienes durables en el IPC y en el IPM.

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

Los agentes privados han incorporado las sorpresas negativas de la inflación y la trayectoria del tipo de cambio en sus expectativas, de manera que, respecto de septiembre, actualmente esperan menores presiones inflacionarias a un año plazo. En los meses más próximos, se anticipan registros reducidos de inflación. En efecto, entre agosto y diciembre la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) pasa de 3,6 a 2,9% para diciembre de este año. En tanto, para la inflación a diciembre del 2011, pasa de 3,3 a 3,2%. Asimismo, el porcentaje de personas que creen que la inflación subirá “mucho” en los próximos doce meses, medido por el Índice de Percepción Económica (IPEC), se reduce a 46% (51% en agosto). Las expectativas que se derivan del IMCE también disminuyeron, pero ligeramente: 3,4% (3,5% agosto). A mediano plazo, todas las expectativas permanecen alineadas con la meta de inflación (gráfico IV.4).

La cotización del dólar ha tenido una trayectoria descendente desde julio de este año, y su pérdida de valor hoy alcanza a cerca de 14% desde el valor máximo (\$547) que registró ese mes. Algo menos de la mitad (5%) de la apreciación del peso se dio desde el IPoM anterior. Considerando las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM y el de septiembre, el tipo de cambio real (TCR) ha caído en torno a 3,5%. Esta apreciación del peso ha tenido efectos en la trayectoria observada de la inflación y también influye sobre sus proyecciones. La apreciación del peso ha permitido más que compensar los aumentos del costo de las importaciones de bienes de consumo en dólares según el Índice de Valor Unitario de las Importaciones (IVUM) (gráfico IV.5). En el mercado interno se han visto descensos significativos de los precios de los bienes de consumo importados, en particular productos electrónicos y de equipamiento de vivienda. En efecto, estos ítems han caído entre 8 y 13% desde julio a la fecha. Las estimaciones históricas del coeficiente de traspaso de las variaciones del tipo de cambio a la inflación local en un mes es del orden de 10% en el corto plazo^{1/}. No puede descartarse, en todo caso, que los menores precios de los bienes importados en pesos obedezcan también a una mayor competencia en el mercado local. El sucesivo descenso que han tenido los márgenes de los comercializadores de bienes durables desde el 2008 apoyaría este argumento.

La apreciación del peso contuvo en parte los precios de los combustibles en moneda nacional. Considerando los diez días previos al cierre estadístico de este IPoM y el de septiembre, el precio de los combustibles en pesos aumentó en torno a 5%, en tanto, el precio internacional del petróleo WTI subió 20% en igual período, variación similar a la que experimentó la gasolina en el mercado de referencia externo.

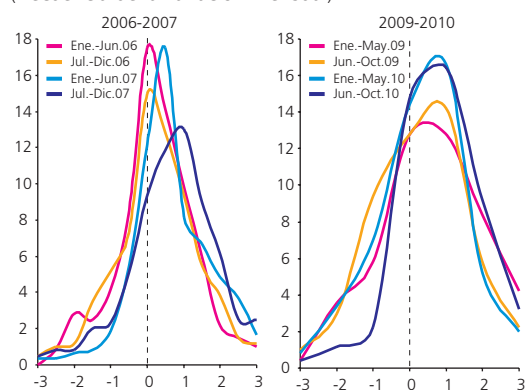
Afectados por la estacionalidad habitual y las heladas, pero también por alzas en los mercados internacionales, los precios de los alimentos en el IPC continuaron subiendo. El precio internacional de la carne y del café sobrepasaron incluso los máximos históricos alcanzados en el 2008. El precio internacional del azúcar ha aumentado en torno a 50% desde el cierre estadístico de septiembre, en tanto que el maíz, arroz y trigo han tenido incrementos de entre 20 y 40%, en igual lapso^{2/}. Algunos países ya

^{1/} García y Restrepo (2001).

^{2/} Corresponde al precio del café y del azúcar que se transan en el mercado de Nueva York. Para el precio del trigo se considera el *Red Soft Winter* N°2, para el precio del maíz el amarillo N° 2 y para el precio del arroz el de grano largo bruto N°2, todos estos precios se transan en el mercado de Chicago. El precio de referencia internacional para la carne corresponde a contratos futuros de novillos de Brasil.

Gráfico IV.6

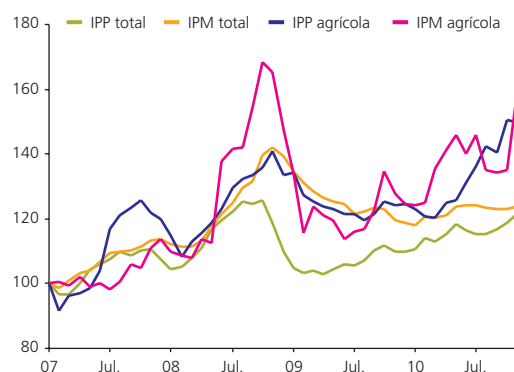
Distribución de alimentos IPCX1
(frecuencia de la variación mensual)



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

Gráfico IV.7

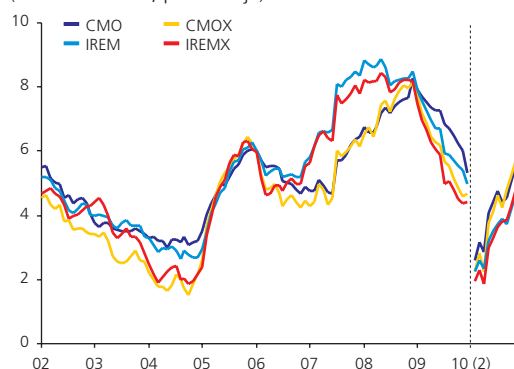
Precios de productores
(índice enero 2007=100)



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

Gráfico IV.8

Salarios nominales (1)
(variación anual, porcentaje)



(1) Para su definición, ver Glosario.

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

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

dan cuenta de un traspaso de estas alzas a sus indicadores de inflación. Para Chile, la experiencia en el pasado sobre el rápido traspaso de estos precios a los indicadores de inflación, pone una nota de cautela y requiere analizar los movimientos con especial cuidado. Una mirada a la distribución de la variación mensual de los precios de los alimentos en la canasta del IPCX1 arroja que la mediana se ha ido desplazando a la derecha desde el 2009, esto es, un mayor número de productos muestra aumentos de precio (gráfico IV.6).

Hacia adelante, la absorción de las holguras de capacidad y los mayores precios de los alimentos permiten prever que la inflación anual se mantendrá en torno a la meta hasta fines del horizonte de proyección, en esta ocasión el cuarto trimestre del 2012. La trayectoria del IPC será más rápida que la de las medidas subyacentes. Así, la inflación del IPCX y del IPCX1 convergerán a la meta recién hacia fines del próximo año, para mantenerse allí durante el resto del horizonte de proyección. Las expectativas de inflación del mercado en el mediano plazo son coherentes con este escenario.

Las presiones sobre los costos de insumos de los productores se han mantenido contenidas. El IVUM de bienes intermedios, en su denominación tanto en dólares como en pesos, ha continuado descendiendo, siguiendo con la tendencia registrada desde inicios de año. Parte de estos movimientos se han recogido en el Índice de Precios Mayoristas (IPM) —que considera los precios de bienes nacionales e importados— que detiene la tendencia al alza que mostró hasta julio de este año. Ello contrasta con el Índice de Precios al Productor (IPP) —que solo incluye precios de bienes y servicios nacionales—, que continuó aumentando (gráfico IV.7). En particular, destaca el incremento del precio de los bienes agrícolas nacionales desde marzo. Parte de las alzas internacionales de alimentos se han ido traspasando a los precios internos de los productores. Hasta ahora no se ha observado una comprensión de márgenes similar a la que se dio en el periodo 2007-2008. Ello como consecuencia de un traspaso parcial de las disminuciones que experimentaron los precios internacionales a partir de la segunda mitad del 2008 (Recuadro IV.1).

La inflación importada en dólares ha continuado subiendo desde septiembre, aunque a tasas moderadas. En el Índice de Precios Externos (IPE), los aumentos responden más bien a la depreciación del dólar en los mercados internacionales que a incrementos en las tasas de inflación local.

Las presiones derivadas del mercado laboral siguen latentes ante el estrechamiento de las condiciones en el mercado del trabajo. La tasa de crecimiento anual de los salarios nominales y reales ha seguido aumentando paulatinamente, lo que es coherente con el cierre de las holguras de oferta en este mercado. A octubre, las remuneraciones y los costos laborales nominales se sitúan entre 5 y 6% anual. En términos reales, el crecimiento es del orden de 3% anual. Las expectativas de costos salariales que se deducen del IMCE subieron en la zona de expansión a 73 puntos (67 en agosto). En el escenario base de este IPoM se anticipa que los salarios nominales tendrán reajustes acordes con el estado cíclico de la economía y la dinámica de la inflación, y que las decisiones de ajustes de precios se basan en expectativas de inflación alineadas con la meta (gráfico IV.8).

Recuadro IV.1: Aumento del precio de los alimentos y aceleración internacional de la inflación

Desde julio de este año, se ha observado una renovada y marcada tendencia al alza en los precios de los alimentos en el mercado internacional. Dada la experiencia del 2008, ello ha vuelto a constituirse en un foco de preocupación para las autoridades monetarias de algunos países. De hecho, en economías emergentes ya se evidencia un aumento de la incidencia del componente alimentos en la inflación.

Los precios de algunos alimentos se aproximan a los niveles máximos históricos —la mayoría alcanzados en la primera mitad del 2008—, mientras otros como la carne^{1/} y el café^{2/} sobrepasaron estos valores (gráfico I.4). Asimismo, los precios que se deducen de los contratos futuros muestran mantenciones o incluso alzas en el mediano plazo.

En este repunte ha influido el aumento de la demanda, reflejo del dinamismo de las economías emergentes, así como problemas en la oferta mundial por condiciones climáticas desfavorables y restricciones a la exportación desde algunos de los principales países productores. Particularmente para el maíz, la razón de inventarios a consumo se ubica por debajo de la que se observó en el bienio 2007-2008. Tampoco se puede descartar que, al igual que en el episodio anterior, exista nuevamente un componente especulativo en los precios.

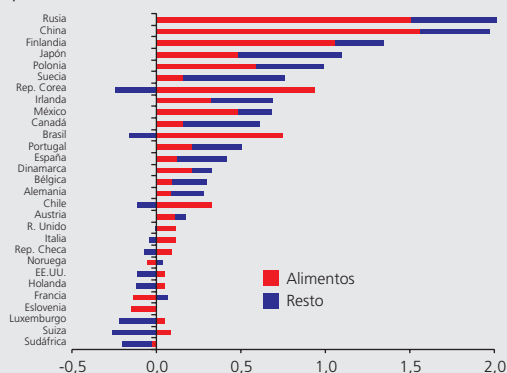
En los últimos meses, para la mayoría de los países, los aumentos de precio a nivel internacional se han traspasado a los indicadores de inflación. Para las economías emergentes, esto cobra especial importancia. En estas economías, los alimentos ponderan más dentro de su canasta del IPC, y varias de ellas enfrentan presiones inflacionarias derivadas del rápido agotamiento de las holguras de capacidad. De este modo, en Brasil, China, la República de Corea, Rusia y algunos países de Europa emergente la inflación se ha acelerado en los últimos meses, y sobrepasa los niveles deseados por las autoridades monetarias (gráfico IV.9). En China, el Gobierno incluso implementó controles sobre los precios locales de alimentos para moderar su incremento.

A nivel nacional, a noviembre, algo más de un punto porcentual de la inflación anual del IPC corresponde a la incidencia de los alimentos, con una parte menor de frutas y verduras. Sin embargo, estos movimientos han sido contrapesados por disminuciones en otros precios, como consecuencia de la apreciación del tipo de cambio, la baja inflación internacional de bienes manufacturados

y factores puntuales, por lo que se han contenido los incrementos de las diferentes medidas de inflación.

Gráfico IV.9

Cambio en la inflación anual del IPC: julio-noviembre 2010 (*)
(puntos porcentuales)



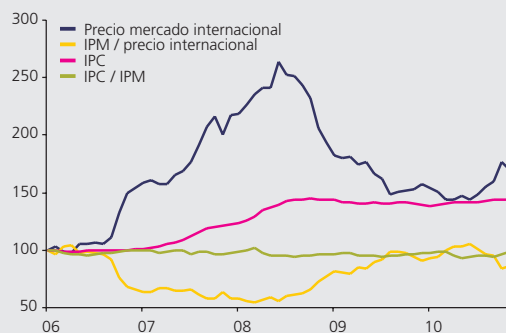
(*) En algunos casos el último dato disponible es octubre.

Fuentes: OCDE y CEIC Data.

En el caso de los alimentos, hasta ahora no se ha observado una compresión de márgenes en Chile similar a la que se dio en el episodio de 2007-2008, previa a la aceleración de la inflación en este componente^{3/} (gráfico IV.10). Si bien los precios nacionales subieron, no fue uno a uno con las alzas externas. Luego, las disminuciones de precios internacionales que ocurrieron en el exterior a partir de la segunda mitad del 2008 tuvieron un efecto acotado sobre los precios locales, ya que estos no siguieron tales descensos. Ello hizo que se recuperaran los márgenes y se ubicaran en niveles altos en términos históricos. Esta situación ha permitido amortiguar los efectos inflacionarios locales de las alzas de precios internacionales que se han observado en los últimos meses.

Gráfico IV.10

Márgenes de alimentos derivados de granos y leche (*)
(en pesos, índice enero 2006=100)



(*) Todas las series hacen referencia al agregado de granos y leche.

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

^{1/} Corresponde al precio promedio de la carne de bovino, ovino, cerdo y ave que se transa en los principales mercados internacionales. Precios publicados por la FAO.

^{2/} Corresponde al precio del café brasileño que se transa en el mercado de Estados Unidos.

^{3/} Para más detalle ver González et. al (2010).

V. Escenarios para la inflación

Tabla V.1

Supuestos del escenario base internacional

| | 2009 | 2010 (f) | 2011 (f) | 2012 (f) |
|---|------|----------|----------|----------|
| (variación anual) | | | | |
| Términos de intercambio | 4,1 | 20,0 | -2,0 | 1,4 |
| PIB socios comerciales (*) | -0,2 | 5,1 | 3,6 | 4,2 |
| PIB mundial PPC (*) | -0,6 | 4,9 | 3,8 | 4,5 |
| PIB mundial a TC de mercado (*) | -2,0 | 3,7 | 2,9 | 3,7 |
| Precios externos (en US\$) | -6,2 | 5,6 | 6,1 | 3,1 |
| (niveles) | | | | |
| Precio del cobre BML (US\$/cent/lb) | 234 | 340 | 330 | 320 |
| Precio del petróleo WTI (US\$/barril) | 62 | 79 | 89 | 89 |
| Precio paridad de la gasolina (US\$/m3) (*) | 471 | 598 | 681 | 675 |
| Libor US\$ (nominal, 90 días, %) | 0,7 | 0,3 | 0,5 | 1,0 |

(*) Para definición, ver Glosario.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Este capítulo presenta la evaluación del Consejo de las perspectivas de la economía chilena en los próximos dos años, incluyendo el análisis y la decisión de la Reunión de Política Monetaria del 16 de diciembre 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

Escenario externo

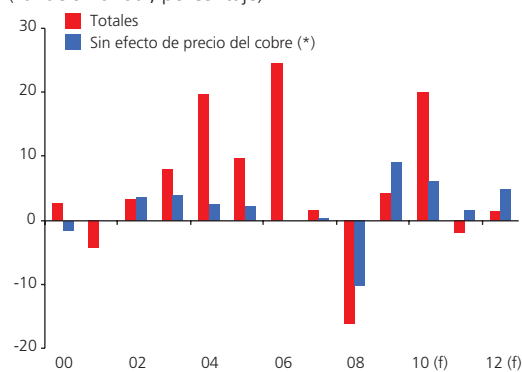
Desde el último IPoM, se han conocido cifras de actividad mundial superiores a las previstas, con lo que la estimación del crecimiento mundial para el 2010 se ajustó al alza. La expansión global siguió a ritmos dispares, con un mayor rezago de las economías desarrolladas —que crecen por debajo de su tendencia— en relación con las emergentes (Recuadro I.1). El escenario base contempla que esta disparidad se mantendrá. Para el bienio 2011-2012, se considera una expansión global inferior a la del consenso de mercado del orden de 0,3 puntos porcentuales en promedio. Ello, considerando los efectos reales que las recientes turbulencias en los mercados financieros europeos y la implementación de planes de ajuste fiscal tendrán sobre el crecimiento de esa región, y la ausencia de un repunte de la demanda de las economías desarrolladas con efectos sobre las emergentes, a través del canal del comercio. Además, que algunas economías emergentes que enfrentan presiones inflacionarias están aplicando medidas de ajuste para frenar su crecimiento y llevarlo a uno de tendencia. Así, para el 2011 se espera una expansión mundial de 3,8%, por debajo de la de este año y del 4,5% el 2012 (tabla V.1). En todo caso, el crecimiento esperado para los próximos dos años es similar al del promedio del período 2000-2007 que fue de 4,2%.

Los precios de las materias primas han seguido una trayectoria ascendente en los últimos meses y algunas han alcanzado nuevos máximos históricos; entre ellas, el cobre. Entre las razones para estas trayectorias se encuentran la demanda vigorosa de las economías emergentes, particularmente las asiáticas, limitaciones a la oferta en algunos mercados y un dólar depreciado. El escenario base supone que parte de estos factores persistirá en el horizonte de proyección. En el caso del cobre, si bien no se mantendrá en sus niveles actuales, las proyecciones para el metal se elevan sobre 10% respecto de lo previsto en septiembre, alcanzando a US\$3,3 y 3,2 la libra, para el 2011 y el 2012, respectivamente. Para el petróleo WTI también aumentan respecto de septiembre, a US\$89 el barril los dos años.

Gráfico V.1

Términos de intercambio

(variación anual, porcentaje)



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

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

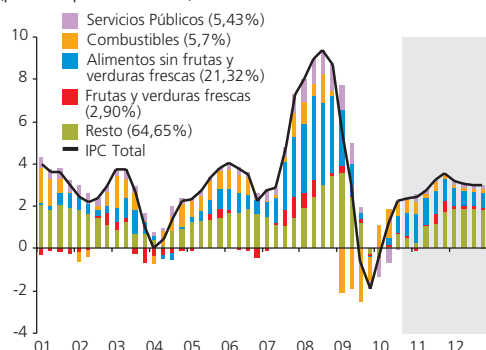
Tabla V.2

Crecimiento económico y cuenta corriente

| | 2008 | 2009 | 2010 (f) | 2011 (f) |
|--|---------|---------|----------|-----------|
| (variación anual, porcentaje) | | | | |
| PIB | 3,7 | -1,5 | 5,2 | 5,5 - 6,5 |
| Ingreso nacional | 4,1 | -1,2 | 12,9 | 5,3 |
| Demanda interna | 7,6 | -5,9 | 16,1 | 6,6 |
| Demanda interna (sin variación de existencias) | 7,5 | -2,8 | 11,2 | 8,0 |
| Formación bruta de capital fijo | 18,6 | -15,3 | 18,9 | 14,6 |
| Consumo total | 4,0 | 1,8 | 8,9 | 5,8 |
| Exportaciones de bienes y servicios | 3,1 | -5,6 | 1,5 | 4,9 |
| Importaciones de bienes y servicios | 12,2 | -14,3 | 28,5 | 6,9 |
| Cuenta corriente (% del PIB) | -1,5 | 2,6 | 0,3 | -1,4 |
| (millones de dólares) | | | | |
| Cuenta corriente | -2.513 | 4.217 | 600 | -3.200 |
| Balanza comercial | 8.848 | 13.982 | 13.900 | 12.200 |
| Exportaciones | 66.464 | 53.735 | 68.100 | 73.000 |
| Importaciones | -57.617 | -39.754 | -54.200 | -60.800 |
| Servicios | -871 | -1.074 | -1.400 | -1.400 |
| Renta | -13.423 | -10.306 | -15.900 | -17.600 |
| Transferencias corrientes | 2.934 | 1.616 | 4.000 | 3.600 |

(f) Proyección.

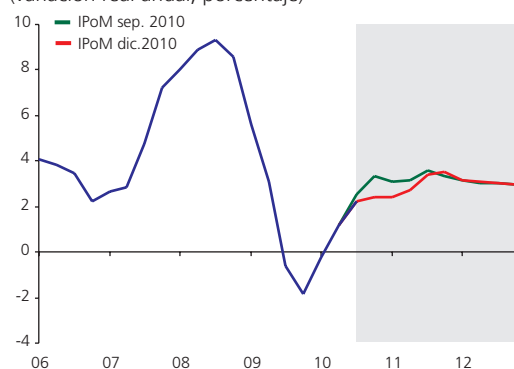
Fuente: Banco Central de Chile.

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

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

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

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

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

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

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

Con esto, después de subir 20% este año, los términos de intercambio caerán 2% el 2011 para volver a aumentar levemente el 2012 (gráfico V.1). El índice de precios externos relevantes para Chile (IPE), medido en dólares, variará 6,1% en el 2011. Este valor es superior al proyectado en septiembre, principalmente por la depreciación observada del dólar en los mercados internacionales y, en menor medida, por inflaciones en moneda local levemente superiores. Para el 2012, se supone una depreciación inferior del dólar que llevará a un IPE de 3,1%.

Las condiciones financieras para las economías emergentes seguirán siendo favorables en el escenario base, con premios soberanos y tasas de interés internacionales bajas. Todo lo anterior redundará en un escenario externo que seguirá agregando impulso a la economía chilena, pero que se irá diluyendo en el tiempo.

Actividad, demanda interna y cuentas externas

En el escenario base, la actividad y la demanda interna se moderan en el último trimestre del 2010, con lo que cierran el año con variaciones de 5,2 y 16,1% anual, respectivamente (tabla V.2). Esto implica que las holguras de capacidad se han reducido y están próximas a cerrarse. Por el lado de la actividad, en el resultado del último cuarto del año incide una base de comparación más alta y la menor contribución de algunos sectores. Por el lado de la demanda, se habrán diluido los efectos de corto plazo de los gastos provocados por el terremoto y maremoto de fines de febrero. Para el 2011, el crecimiento seguirá empujado por la demanda interna, que aumentará 6,6% anual. El consumo y la inversión tendrán una evolución dinámica, aunque más moderada que en el 2010. Esta trayectoria se apoya en indicadores de confianza que siguen optimistas, un positivo mercado laboral, condiciones monetarias que aún son expansivas y condiciones favorables para el acceso al crédito. Se suma a lo anterior, que se observará con más fuerza el impacto de los esfuerzos de reconstrucción públicos y privados, lo que debería reflejarse principalmente en la inversión en infraestructura, con un correlato en construcción. Dado lo anterior, la tasa de inversión a PIB aumentará el próximo año, situándose sobre 30% en términos reales. La variación de existencias, por su parte, será menor que en el 2010, debido al término del proceso de reposición de inventarios gatillado por la desacumulación de fines del 2008 y, posteriormente, por el terremoto. En el caso del sector público, el escenario base es coherente con lo contemplado en la Ley de Presupuestos. Así, el crecimiento del PIB del 2011 estará entre 5,5 y 6,5%, con una menor contribución de los sectores de oferta que lo contemplado en el IPoM pasado, mientras el PIB del resto de los sectores convergerá a su tendencia de crecimiento conforme se normalizan el impulso monetario y el externo.

El escenario base de este IPoM prevé que la demanda externa neta incidirá positivamente en el incremento de la demanda agregada, en concordancia con un crecimiento mundial que seguirá alto. Para el 2011 se proyecta que las exportaciones de bienes y servicios aumentarán casi 5%, con envíos de bienes que crecerán del orden de 7% anual en términos reales. Esta última cifra es menor que la prevista en septiembre, en parte por el desempeño de las exportaciones mineras, en línea con la menor producción del sector. Las importaciones de bienes y servicios crecerán 7% real el 2011 —moderándose en comparación con el crecimiento algo menor a 30% este año—, lo que es coherente con la normalización del ritmo de expansión de la demanda interna.

Tabla V.3**Inflación**

(variación anual, porcentaje)

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

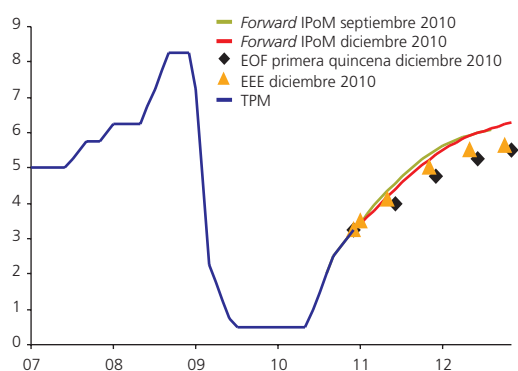
(f) Proyección.

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

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico V.4**TPM y expectativas**

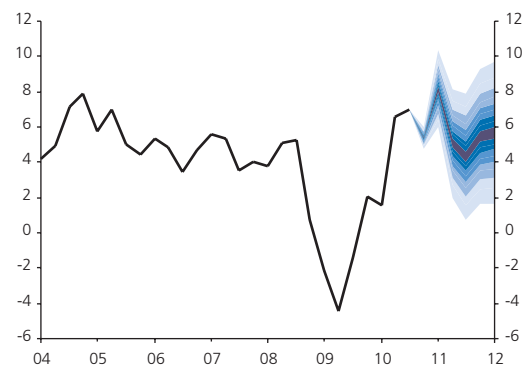
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico V.5**Escenarios de crecimiento del PIB trimestral (*)**

(variación anual, porcentaje)



(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre el crecimiento que realiza el Consejo. El escenario base de proyección incorpora como supuesto de trabajo que se continuará reduciendo gradualmente el estímulo monetario a un ritmo que es comparable al que se desprende de las diversas encuestas de expectativas.

Fuente: Banco Central de Chile.

Se espera que este año la cuenta corriente de la balanza de pagos tenga un superávit de 0,3% del PIB. Esta cifra es superior a la estimada en septiembre, principalmente por el mayor precio del cobre. Para el 2011, el saldo de cuenta corriente volverá a ser deficitario, 1,4% del PIB. Medido a precios de tendencia —cálculo que considera correcciones en precios y no en volúmenes— el saldo de la cuenta corriente para el bienio 2010-2011 es deficitario, entre 6 y 7% del PIB^{1/}. Esta cifra es elevada para los estándares históricos y se explica, en parte, porque los niveles de ahorro e inversión públicos y privados han estado afectados por las consecuencias directas del terremoto de febrero y los esfuerzos de reconstrucción. Además, inciden condiciones financieras y crediticias locales y externas favorables.

Inflación

El Consejo estima que este año el IPC tendrá una variación de 2,8% y que se mantendrá en torno a la meta hasta fines del horizonte de proyección, en esta ocasión el cuarto trimestre del 2012. Los indicadores subyacentes tendrán tasas de variación anual menores que las del IPC y alcanzarán a 3% recién hacia fines del próximo año, para mantenerse allí durante el resto del horizonte de proyección (gráficos V.2 y V.3 y tabla V.3). Ello, dada la absorción de las holguras de capacidad, los mayores precios de los alimentos —por el traspaso acotado de los precios internacionales— y el supuesto de que el proceso de compresión de márgenes en productos específicos no continuará hacia adelante.

A los ya mencionados supuestos respecto de las holguras de capacidad, los mayores precios de los alimentos, la inflación externa y los precios de las materias primas, se agrega que el Consejo supone que el tipo de cambio real (TCR) tendrá una moderada depreciación hacia el largo plazo. Ello, tomando en cuenta que, al cierre estadístico de este IPOM, el TCR está en torno a los mínimos coherentes con sus fundamentos de largo plazo. También se supone que, si bien el escenario externo seguirá agregando impulso a la economía, este se irá diluyendo en el tiempo. Las presiones inflacionarias importadas se mantendrán contenidas. Asimismo, se contempla que los salarios nominales tendrán reajustes acordes con el estado cíclico de la economía y la dinámica de la inflación, y que las decisiones de ajustes de precios se basan en expectativas de inflación alineadas con la meta. Finalmente, las proyecciones incorporan el supuesto de que se continuará reduciendo gradualmente el estímulo monetario a un ritmo que es comparable al que se desprende de las diversas encuestas de expectativas (gráfico V.4). El Consejo señala que ello dependerá, en todo caso, de la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas.

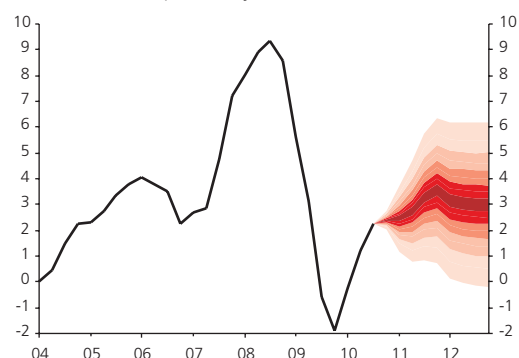
Escenarios de riesgo

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

^{1/} Este cálculo considera un precio del cobre de US\$2,0 la libra, y para el petróleo de US\$75 el barril. El saldo de la cuenta corriente evaluado con el precio de referencia del cobre en el presupuesto fiscal estructural (US\$2,59 la libra) se ubicaría entre 4 y 5%.

Gráfico V.6

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



(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Consejo. El escenario base de proyección incorpora como supuesto de trabajo que se continuará reduciendo gradualmente el estímulo monetario a un ritmo que es comparable al que se desprende de las diversas encuestas de expectativas.

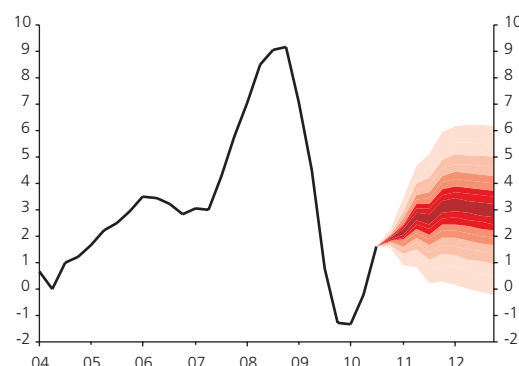
Fuente: Banco Central de Chile.

En el escenario internacional, la principal preocupación es que la recuperación global sea más lenta que la prevista en el escenario base, constituyendo un menor impulso externo para la economía nacional. Entre las razones que inclinan el balance de riesgos hacia los escenarios negativos están las restricciones que enfrentan las políticas macroeconómicas, fiscal y monetaria, en las principales economías avanzadas para amortiguar eventuales tendencias negativas en la confianza privada. Estos hechos podrían tener su origen en la persistencia e intensificación de las turbulencias financieras asociadas a países europeos, o en la implementación de políticas más restrictivas en algunas economías emergentes para evitar un rebrote inflacionario y/o un sobrecalentamiento. Esto conlleva el riesgo de que el mundo emergente deba hacer un ajuste más severo y, por tanto, no pueda sostener el crecimiento mundial. Además, ello tendrá un impacto negativo en los precios de las materias primas. Las trabas en los ajustes cambiarios contribuyen a amplificar dichos efectos sobre la actividad mundial.

Por el lado de la inflación, los principales riesgos se vinculan a las presiones provenientes de mayores precios de alimentos y/o de otras materias primas, que podrían seguir subiendo a nivel internacional y traspasarse con mayor intensidad y rapidez a los precios locales. Asimismo, es posible que el dinamismo de la demanda y actividad local continúen en el 2011 más allá de lo previsto, generando presiones inflacionarias superiores a las contempladas. Por último, las presiones de costos laborales siguen latentes ante el estrechamiento de las condiciones en el mercado del trabajo.

Gráfico V.7

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



(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Consejo. El escenario base de proyección incorpora como supuesto de trabajo que se continuará reduciendo gradualmente el estímulo monetario a un ritmo que es comparable al que se desprende de las diversas encuestas de expectativas.

Fuente: Banco Central de Chile.

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

Índice de tablas y gráficos

Tablas

| | |
|--|----|
| Supuestos del escenario base internacional | 8 |
| Crecimiento económico y cuenta corriente | 8 |
| Inflación | 9 |
| I.1: Crecimiento mundial | 13 |
| I.2: Inflación mundial | 15 |
| II.1: Expectativas para la TPM | 19 |
| II.2: Paridades de los principales socios comerciales de Chile respecto del dólar estadounidense | 21 |
| II.3: Destino de las exportaciones chilenas durante el 2009 | 24 |
| V.1: Supuestos del escenario base internacional | 33 |
| V.2: Crecimiento económico y cuenta corriente | 34 |
| V.3: Inflación | 35 |

Gráficos

| | |
|---|----|
| Proyección de inflación IPC | 10 |
| Proyección de inflación IPCX | 10 |
| I.1: Actividad mundial | 13 |
| I.2: Saldos en cuenta corriente en el mundo | 14 |
| I.3: Precios de petróleo y cobre | 14 |
| I.4: Precios de alimentos | 14 |
| I.5: TPM y curva <i>forward</i> | 15 |
| I.6: Premios por riesgo soberano | 15 |
| I.7: Tasas de interés de largo plazo de economías desarrolladas | 16 |
| I.8: Paridades de monedas | 16 |
| I.9: Flujo neto de capitales a economías emergentes | 16 |
| I.10: Holguras de capacidad | 17 |
| I.11: Estados Unidos: consumo y ahorro | 18 |

| | | |
|---------|--|----|
| II.1: | Tasas de interés de política monetaria real a partir de expectativas de la EEE | 19 |
| II.2: | TPM y expectativas | 19 |
| II.3: | TPM y tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile | 20 |
| II.4: | Tipo de cambio nominal | 20 |
| II.5: | Tipo de cambio real | 21 |
| II.6: | Encuesta de Crédito Bancario | 21 |
| II.7: | Colocaciones nominales por tipo de crédito | 21 |
| II.8: | Tasas de interés de colocación | 22 |
| II.9: | IPSA por sectores | 22 |
| II.10: | Agregados monetarios | 22 |
| II.11: | Tipo de cambio real | 23 |
| II.12: | Tipo de cambio real sectorial | 24 |
| III.1: | Producto interno bruto | 25 |
| III.2: | Contribución al crecimiento anual del PIB | 25 |
| III.3: | Ventas del comercio minorista y de autos nuevos | 26 |
| III.4: | Índices de percepción de los consumidores | 26 |
| III.5: | Mercado laboral | 26 |
| III.6: | Formación bruta de capital fijo | 27 |
| III.7: | Mercado inmobiliario de Gran Santiago | 27 |
| III.8: | Situación actual de inventarios | 27 |
| III.9: | Producción y ventas físicas de la industria | 28 |
| III.10: | Importaciones de bienes | 28 |
| IV.1: | Inflación IPC, IPCX e IPCX1 | 29 |
| IV.2: | Indicadores de inflación | 29 |
| IV.3: | Incidencia en la inflación anual del IPC | 30 |
| IV.4: | EEE: expectativas de inflación | 30 |
| IV.5: | Precio de bienes de consumo | 30 |
| IV.6: | Distribución alimentos IPCX1 | 31 |
| IV.7: | Precios de productores | 31 |
| IV.8: | Salarios nominales | 31 |
| IV.9: | Cambio en la inflación anual del IPC: julio-noviembre 2010 | 32 |
| IV.10: | Márgenes de alimentos derivados de granos y leche | 32 |
| V.1: | Términos de intercambio | 33 |
| V.2: | Incidencias en la inflación anual del IPC | 34 |
| V.3: | Inflación del IPC | 34 |
| V.4: | TPM y expectativas | 35 |
| V.5: | Escenarios de crecimiento del PIB trimestral | 35 |
| V.6: | Proyección de inflación IPC | 36 |
| V.7: | Proyección de inflación IPCX | 36 |

Glosario

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

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

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

Crecimiento mundial: Crecimientos regionales ponderados por la participación en el PIB mundial a PPC publicado por el FMI en World Economic Outlook (WEO, octubre 2010). Las proyecciones de crecimiento mundial para el período 2010-2012 se calculan a partir de una muestra de países que representa 85% del PIB mundial. Para el 15% restante se considera un crecimiento promedio de 4,5% para el período 2010-2012.

Crecimiento mundial a TC de mercado: Crecimiento a tipo de cambio de mercado. Cada país se pondera por su PIB en dólares publicado por el FMI en World Economic Outlook (WEO, octubre 2010). Los países considerados en la muestra representan 88% del PIB mundial. Para el 12% restante se considera un crecimiento promedio de 2,2% para el período 2010-2012.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

PIB 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 sectores de oferta: Corresponde a los sectores de EGA, minería y pesca.

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

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

Abreviaciones

BCP: Bonos del BCCh en pesos

BCU: Bonos de BCCh reajustables en UF

EEE: Encuesta de expectativas económicas

EOF: Encuesta de operadores financieros

IPCB: Índice de precios al consumidor de bienes

IPCNT: Índice de precios al consumidor de no transables

IPCS: Índice de precios al consumidor de servicios

IPCT: Índice de precios al consumidor de transables

IVUM: Índice de valor unitario de importaciones.

Referencias bibliográficas

- Banco Central de Chile. 2010. *Informe de Estabilidad Financiera*. Segundo semestre.
- Banco Central de Chile. *Informe de Política Monetaria*. Varios números.
- Barclays Capital. 2010. *Global Economics Weekly*. Noviembre
- Consensus Forecasts. 2010. *A Digest of International Forecast*. Varios números.
- De Gregorio, J. “Tipo de Cambio, Políticas Macroeconómicas y el Escenario Internacional” Presentación preparada para la sesión especial del Senado sobre el tipo de cambio, Valparaíso, 14 de diciembre de 2010.
- Deutsche Bank. 2010a. *Asia Economics Monthly*. Noviembre.
- Deutsche Bank. 2010b. *Dollar Bloc Weekly*. Noviembre.
- Deutsche Bank. 2010c. *Emerging Markets Monthly*. Noviembre.
- Deutsche Bank. 2010d. *Focus Europe*. Noviembre.
- Deutsche Bank. 2010e. *Global Economic Perspectives*. Noviembre.
- Fondo Monetario Internacional. 2010. *World Economic Outlook*. Octubre.
- García, C. y J. Restrepo. 2001. “Price Inflation and Exchange Rate Pass-Through in Chile”. *Documento de Trabajo N° 128*. Banco Central de Chile. Diciembre.
- González, M., M. González y M. Petersen. 2010. “Precios internacionales de alimentos y márgenes en Chile”. *Documento preliminar*. Banco Central de Chile. Diciembre.
- JP Morgan Chase. 2010. *Global Data Watch*. Noviembre.

Juan Esteban Laval Z.
Representante Legal

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

ISSN: 0716-2219
Edición de 1.700 ejemplares
Santiago, Chile
Agustinas 1180, Santiago, Chile
Casilla Postal 967, Santiago, Chile
Tel.: 56-2-670 2000
Fax: 56-2-670 2231
www.bcentral.cl
bcch@bcentral.cl

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



BANCO CENTRAL
DE CHILE

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA DICIEMBRE 2010