

**PRESENTACIÓN DE LOS INFORMES DE POLÍTICA MONETARIA  
Y DE ESTABILIDAD FINANCIERA ANTE LA COMISIÓN DE  
HACIENDA DEL HONORABLE SENADO DE LA REPÚBLICA**

José De Gregorio  
Presidente  
Banco Central de Chile  
16 de diciembre de 2009

**Introducción**

Sra. Presidenta de la Comisión de Hacienda, senadora Evelyn Matthei, y señores senadores.

Agradezco la invitación extendida por esta Comisión al Consejo del Banco Central de Chile para presentar nuestra visión de los desarrollos macroeconómicos y financieros recientes, sus perspectivas y las implicancias para la política monetaria. Ellos están contenidos en detalle en el *Informe de Política Monetaria* (IPoM) correspondiente a diciembre del 2009 y el *Informe de Estabilidad Financiera* (IEF) del segundo semestre del 2009.

Con esta presentación iniciamos una nueva frecuencia en la publicación del *Informe de Política Monetaria* que aumentamos de tres a cuatro por año. Además, la presentación de los informes de diciembre y junio coincidirá con la publicación de nuestros *Informes de Estabilidad Financiera*, los que continuarán con su frecuencia semestral. Con ello buscamos entregar con mayor frecuencia nuestra visión de la economía y la racionalidad y perspectivas para nuestras decisiones de política, elemento central para que la política monetaria sea más efectiva y creíble.

El año que termina quedará inscrito en la historia económica como aquel en que la economía mundial estuvo al borde del desplome. La crisis financiera, que sacudió al mundo industrializado, pudo causar un desastre de proporciones insospechadas, con consecuencias sobre las economías en desarrollo que podrían haber sido muy graves, mucho más de lo que hemos observado.

De no ser por la decidida acción de las autoridades económicas en todo el mundo, en pos de estabilizar el sistema financiero e implementar significativos programas de impulso fiscal y relajamiento monetario, el desempeño económico hubiera sido mucho peor. Con todo, el mundo no evitó la “Gran Recesión”, nombre con el que ya se ha bautizado a este período, y el producto mundial caerá por primera vez en sesenta años.

La capacidad de reacción de las políticas macroeconómicas fue particularmente relevante para que, en las economías en desarrollo, el impacto de la crisis global fuera mucho menor que en el pasado.

Chile no fue la excepción. Como lo dijimos insistentemente desde un principio, nuestra economía no era ni podía ser inmune a lo que sucedía en el mundo. No obstante, como también lo reiteramos, el marco de políticas del que disponemos nos permitió mitigar los efectos del escenario económico mundial. Hoy, casi al finalizar el año, sabemos que si bien no escapamos de la recesión, su impacto fue mucho más limitado comparado con lo que estábamos acostumbrados a ver. Basta recordar solo un par de episodios. Entre 1982 y 1983, mientras en Chile la actividad caía dramáticamente, el promedio mundial crecía. Medida a precios de mercado, la variación del PIB chileno fue cerca de dieciocho puntos porcentuales menor que la del promedio mundial. En 1998 y 1999, esta diferencia fue del orden de cuatro puntos porcentuales. En el 2009, en cambio, se estima que la caída de la actividad en Chile será similar al promedio mundial y en el 2010 el crecimiento chileno lo superará (gráfico 1)

En una perspectiva internacional, la resiliencia de la economía chilena también destaca. Considerando el tamaño de la economía, el PIB per cápita y los términos de intercambio, la caída del PIB chileno podría haber sido del orden de dos puntos porcentuales superior a lo estimado hoy, con las negativas consecuencias que ello habría tenido sobre el empleo y el bienestar de la población (gráfico 2).

La respuesta de las políticas fiscal y monetaria, y un sistema financiero sólido y bien regulado, han sido claves en nuestra capacidad para recuperarnos de los embates de la crisis. Hacia fines del 2008, las primeras acciones del Consejo fueron proveer la liquidez necesaria para que el sistema financiero funcionara con plena normalidad y se disiparan las incertidumbres sobre su disponibilidad futura en pesos y dólares. Modificar la tasa de política monetaria (TPM) no es efectivo si no se puede garantizar que las tasas de mercado se ajusten a ella. Una vez que las presiones de liquidez fueron contenidas y observamos señales de que las presiones inflacionarias cedían, incluso más rápido de lo que esperábamos, el Consejo redujo decididamente la TPM, llevándola al nivel que consideramos es el mínimo que puede alcanzar sin afectar el funcionamiento del mercado monetario.

Este ha sido uno de los relajamientos monetarios más significativos en el mundo y, ciertamente, el mayor de nuestra historia (gráfico 3). No obstante, las reducidas presiones inflacionarias que enfrentábamos y el riesgo de que la inflación se mantuviera bajo la meta más allá del horizonte de política, nos hizo adoptar medidas complementarias que permitieran aumentar la expansividad de la política monetaria. Así, más allá de afirmar en nuestras comunicaciones que la TPM se mantendría en su nivel mínimo por un tiempo prolongado, creamos una facilidad de liquidez a plazo (FLAP), cuyo principal objetivo era reforzar la señal de mantención de la TPM baja.

Esta facilidad tuvo efectos relevantes en la estructura de tasas del mercado monetario. Redujo la TPM esperada en cerca de cien puntos base en el horizonte relevante de política e hizo que el mercado ajustara sus expectativas sobre el tiempo que la TPM permanecería en su nivel mínimo. Sus efectos cuantitativos fueron relevantes, lo que confirma su éxito en incrementar el estímulo monetario. En noviembre, para reducir la incertidumbre acerca del funcionamiento de esta facilidad, anunciamos cómo y cuándo la iremos retirando, pero permitiendo la mantención de un significativo impulso monetario que favorezca el cierre de brechas que conduzca a la inflación a su meta.

Cuando ya ha pasado más de un año de los peores momentos de la crisis financiera, la situación internacional se ha estabilizado, la incertidumbre se ha reducido y el mundo comienza a retomar un crecimiento pausado. En Chile, hemos observado un repunte de la confianza de hogares y empresas, en un contexto de condiciones macroeconómicas altamente expansivas. La actividad comenzó a aumentar en el tercer trimestre, el deterioro del mercado laboral se ha detenido y las condiciones financieras se han vuelto menos restrictivas. La inflación sigue en niveles negativos e incluso algo por debajo de proyecciones previas.

A diferencia de los países desarrollados, Chile entra a esta fase de recuperación con un sistema financiero sólido. Nuestra banca mantiene, en promedio, niveles de solvencia iguales o mayores que en los años previos a la crisis financiera externa. Esto le debiera permitir financiar la inversión y el consumo en la fase de recuperación económica. A su vez, el mercado de bonos y efectos de comercio se ha constituido en una fuente cada vez más relevante de financiamiento para empresas de mayor tamaño.

No obstante, aún existen riesgos, y el retorno al crecimiento sostenido en Chile y el mundo no está garantizado. En particular, es preciso mantener los impulsos macroeconómicos hasta que la recuperación esté bien asentada. Las economías emergentes y los exportadores de materias primas enfrentan sus propias tensiones. En lo más reciente, estas se han centrado en la apreciación del valor de sus monedas, determinadas en gran medida por lo que sucede con el dólar estadounidense. El peso chileno, como ocurre en un esquema de flotación como el nuestro, no es ajeno a lo que pasa en el mundo. Ciertamente lo que está ocurriendo con el tipo de cambio es un fenómeno que habrá que seguir monitoreando con mucha atención. De manera muy especial, habrá que determinar sus implicancias de política de modo de asegurar un cierre de brechas persistente y un retorno de la inflación a la meta. Desde ya, como se expone en el IPoM, prevemos que la TPM se mantendrá en niveles bajos por un tiempo prolongado, lo que debiera quitar presiones sobre la fortaleza del peso y abrir espacio para una recuperación sostenida de la demanda privada.

En lo que sigue, describiré los eventos económicos y financieros más recientes, las perspectivas y riesgos que enfrenta nuestra economía, y la forma en que se producirá la convergencia de la inflación al tres por ciento anual en un horizonte de dos años.

### **Escenario macroeconómico**

Como señalé, en el escenario internacional la situación se ha estabilizado. El cambio en las condiciones financieras ha reducido las primas por riesgo, recuperado los precios financieros claves y restablecido los flujos de inversión hacia economías emergentes. Los indicadores de riesgo han vuelto a niveles cercanos a los previos a agosto del 2007 (gráfico 4).

Las condiciones a las que la economía chilena accede al financiamiento en el exterior también han mejorado. Los premios que se cobran a los bancos chilenos por sobre las tasas de referencia externas han descendido (gráfico 5). La dispersión de estos premios es más alta que antes de la crisis, lo que indica una mayor discriminación de los oferentes de

estos créditos y entrega incentivos correctos a los potenciales deudores, premiando a aquellos con una posición financiera más sólida. También se han observado nuevas contrapartes externas en estas operaciones. Sin embargo, otras restricciones, como los menores plazos en los créditos, se mantienen. Por último, algunas empresas chilenas han colocado sus bonos en el mercado internacional, el que, en la práctica, estaba cerrado para ellas desde mediados del 2008.

La actividad global ha seguido una senda de recuperación que, a grandes rasgos, es similar a lo esperado en el IPoM de septiembre. Los datos de actividad del tercer trimestre indican niveles en ascenso en varios países, con incrementos incluso superiores a lo previsto. Las perspectivas de crecimiento global de consenso muestran una recuperación algo más intensa que la antes prevista, cuatro por ciento en promedio en el bienio 2010-2011. No obstante, el Consejo estima que los riesgos de un desempeño menos vigoroso siguen latentes (gráfico 6).

En Chile, el desempeño de la demanda interna siguió determinado por la significativa caída de los inventarios y, en menor medida, por el descenso de la formación bruta de capital fijo, en particular de su componente de maquinaria y equipo (gráfico 7).

La caída de las existencias ha ido más allá de lo previsto en septiembre y ha sido superior a lo que se observa en otras economías, restando cuatro puntos porcentuales a la demanda interna en el último año. En lo más reciente, algunos indicadores sugieren que el ciclo de inventarios estaría entrando en una nueva fase, donde parte de la desacumulación respondería a un aumento de las ventas más rápido que el de la producción (gráfico 8). La detención de la caída de inventarios por sí sola incidirá positivamente en el PIB, pero cuánto y cuándo aportará a su crecimiento es incierto. Ello dependerá del nivel objetivo de existencias que las empresas deseen mantener en el proceso de recuperación cíclica. En todo caso, con gran probabilidad, este nivel será menor al que se estimaba antes de la crisis global.

El ajuste de la formación bruta de capital fijo se asemeja al de algunas economías asiáticas, con caídas trimestrales cercanas a 10% entre fines del 2008 y comienzos del 2009 (gráfico 9). La debilidad de la inversión se refleja en las importaciones de bienes de capital, que aún no muestran un repunte.

La inversión en obras de ingeniería y construcción muestra un mejor panorama. Aunque este año caerá, la información del catastro de la Corporación de Bienes de Capital arroja un nuevo aumento en los proyectos de inversión en el período 2009-2012, con una recalendarización de ellos desde este año para los siguientes. Aun así, la formación bruta de capital fijo caerá por sobre 15 por ciento anual en el 2009, lo que se espera se revertirá parcialmente en el 2010. La tasa de inversión a PIB se reducirá respecto de su nivel del 2008, pasando desde casi 30 por ciento ese año a cerca de 26 por ciento el 2010, ambas cifras medidas en precios del 2003.

El consumo privado ha sido el componente de la demanda interna menos afectado por la crisis, esperándose que el 2009 cierre con un leve aumento, inducido por el comportamiento del consumo habitual. Las expectativas de los consumidores se han vuelto optimistas en lo más reciente, luego de dos años y medio en la zona pesimista. La

menor restrictividad de las condiciones financieras también ha apoyado al consumo y, especialmente, sus perspectivas.

La Encuesta de Crédito Bancario del tercer trimestre muestra que, respecto del trimestre anterior, un mayor número de bancos ha flexibilizado las condiciones de crédito, a la vez que ha aumentado la demanda por financiamiento bancario. La variación de la deuda de los hogares se recuperó levemente, en particular, la de consumo. La relación entre el total de la deuda de los hogares y el ingreso disponible cayó en los últimos dos trimestres, al igual que la relación entre su carga financiera (pagos de capital e intereses) y el ingreso disponible, descenso, este último, que se debe tanto al menor monto contratado como a las menores tasas de interés (gráfico 10). Como destaca el IEF, estos ajustes son bienvenidos desde una perspectiva de estabilidad financiera, por el mayor riesgo sobre el empleo que enfrentaron los hogares este año. Dados los rezagos entre la recuperación de la actividad y del empleo, tanto hogares como emisores de crédito deben seguir actuando con especial prudencia por algún tiempo.

La evolución del mercado laboral también sustenta las perspectivas para el consumo. Los últimos datos señalan una detención de su deterioro. Descontada estacionalidad, la ocupación ha crecido a partir del trimestre finalizado en junio. La tasa de desempleo, aunque aumentó significativamente a fines del 2008, estuvo lejos de los niveles que algunas proyecciones anticipaban y ya está descendiendo (gráfico 11). En lo más reciente, la velocidad de creación de empleo asalariado ha superado a la del empleo total. Aunque el empleo agregado aún no recupera los niveles perdidos entre fines del 2008 y comienzos del 2009, la caída del empleo en este ciclo ha sido más suave y pasajera que a fines de los noventa, reduciendo los costos sociales de la menor actividad.

El estímulo contracíclico de las políticas fiscal y monetaria ha contribuido de modo determinante a este desempeño del consumo (gráfico 12). Las proyecciones del escenario base consideran el escenario de política fiscal contenido en la Ley de Presupuestos.

La caída de la demanda externa se ha reflejado en los volúmenes de envíos al exterior, que se estima descenderán cerca de tres por ciento anual este año. No obstante, en los últimos trimestres resalta, por un lado, el mejor desempeño de los envíos mineros y, por otro, el fuerte deterioro de las exportaciones de salmón. Ambos factores, en especial este último, han tenido una incidencia importante en el PIB.

Así, el escenario base de este IPoM prevé que la economía chilena crecerá entre 4,5 y 5,5 por ciento el 2010, luego de caer 1,9 por ciento el 2009. Este crecimiento no será suficiente para deshacer completamente las holguras en el horizonte de política. Este panorama, relevante para la determinación de las presiones inflacionarias que enfrentará la economía chilena y la trayectoria futura de la TPM, no difiere sustancialmente del que se prevé en otras economías. En este escenario, la cuenta corriente de la balanza de pagos tendrá un superávit de 0,6 por ciento del PIB el 2010 (tabla 1).

En cuanto a los costos, las presiones inflacionarias importadas se han mantenido contenidas. El escenario base contempla un precio promedio del petróleo y del cobre superiores a los de septiembre. El tipo de cambio nominal pesos por dólar, en contraposición, se ha apreciado de modo importante durante el cuarto trimestre. En todo

caso, los movimientos del peso a lo largo de un período prolongado no difieren sustantivamente de los de otras monedas emergentes. Sí ha habido diferencias en los *timings* de los cambios. Primero, tras el comienzo del período más crítico en los mercados financieros mundiales, el peso se depreció con mayor rapidez que otras monedas. Su *peak* ocurrió entre fines de octubre y comienzos de diciembre del 2008, mientras que para varias otras economías este se dio más hacia principios del 2009. Segundo, su período de apreciación reciente se observó con fuerza a partir de mediados de octubre, en circunstancias que otras monedas habían comenzado en julio. Con todo, al cierre estadístico de este IPoM, la magnitud de la apreciación del peso respecto de su *peak* no es muy distinta de la de otras monedas emergentes (tabla 2).

Esta diferencia en la evolución del peso, al menos desde julio, puede explicarse sobre la base de factores locales. El desacople del peso de la tendencia global de fortalecimiento de las monedas emergentes respecto del dólar que comenzó a mediados de julio, coincidió con la construcción de posiciones de *carry trade* y la mayor exposición de los inversionistas institucionales al dólar, las que se pueden haber visto favorecidas al llegar la TPM a su mínimo e implementarse medidas complementarias de política monetaria. Luego, parte de estas operaciones amainaron, y el peso se alineó con las tendencias de otras monedas emergentes (gráfico 13).

Considerando las paridades nominales al cierre estadístico de este IPoM, el tipo de cambio real (TCR) se ubica dentro del rango de valores que se consideran coherentes con los fundamentos de largo plazo, por lo que el escenario base utiliza como supuesto de trabajo que, en el largo plazo, su nivel será similar al actual. Este nivel es cerca de seis por ciento menor al verificado al cierre estadístico de septiembre, lo que tiene un efecto relevante sobre la trayectoria proyectada para la inflación en los próximos meses, y por lo tanto será considerado en las decisiones futuras de TPM.

Las presiones de costos laborales no muestran grandes cambios. El crecimiento anual de los salarios nominales ha seguido descendiendo, en respuesta a la caída de la inflación. Los salarios reales, deflactados por el IPC, han aumentado, pero utilizando los deflatores del PIB excluidos los sectores ligados a recursos naturales descienden. La variación anual de los costos laborales unitarios aumentó por la fuerte caída cíclica de la productividad medida del trabajo. Parte de esa caída se ha deshecho, lo que se supone continuará en el horizonte de proyección. Las perspectivas de crecimiento tendencial son similares a las del IPoM previo: entre 4,0 y 4,5 por ciento en los próximos dos años. Más allá del horizonte de proyección, se espera un gradual retorno a cifras de expansión de tendencia más cercanas a cinco por ciento, en la medida en que se recupere la inversión y la estructura general de costos de la economía continúe reflejando los menores costos de la energía.

La inflación anual se ubica en niveles negativos desde agosto, la que el Consejo estima se volverá positiva en el curso del primer semestre del 2010 y convergerá gradualmente a tres por ciento en el horizonte de política monetaria, en esta ocasión el último trimestre del 2011. El progresivo, pero no completo, cierre de la brecha de capacidad que se espera en el horizonte de proyección, junto con los mayores precios de los productos básicos, determinan que la inflación total aumente a una velocidad mayor que la inflación subyacente. El IPCX y el IPCX1 se mantendrán por algunos meses más que el IPC en

valores negativos, y su convergencia a tres por ciento se dará más tarde que la de la inflación total (tabla 3). Las expectativas de inflación del mercado se mantienen en tres por ciento en el mediano plazo, no obstante las perspectivas de baja inflación en los meses siguientes (gráfico 14).

Diversos factores determinan la convergencia de la inflación a la meta. En particular, esta proyección se basa en que el escenario externo seguirá agregando impulso a la actividad, con una recuperación de la confianza y condiciones financieras globales que seguirán normalizándose gradualmente, lo que continuará permitiendo un repunte de la demanda interna y externa. Internamente, la política monetaria seguirá siendo expansiva, lo que junto con la menor restrictividad de las condiciones financieras también apoya esta proyección.

Cabe destacar que estas proyecciones incorporan como supuesto de trabajo que la TPM se mantendrá en el nivel mínimo de 0,50% hasta al menos el segundo trimestre del próximo año, y que su ritmo de normalización será comparable al de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de diciembre y más gradual que el implícito en los precios de los activos financieros en las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM (gráfico 15).

Este escenario, como es habitual, está sujeto a diversos riesgos. Por un lado, persisten las dudas sobre la fortaleza de la recuperación económica global. Los últimos datos han sido mejores que lo previsto en varias economías, pero los mercados financieros siguen reaccionando con volatilidad ante eventos inesperados, y las pérdidas crediticias aún están siendo absorbidas por los intermediarios financieros. La situación del mercado laboral sigue compleja en diversos países, lo que, sumado al proceso de desapalancamiento en marcha, agrega dudas de la capacidad de recuperación del consumo y la inversión en el mundo.

También es un riesgo relevante la forma en que los bancos centrales y gobiernos retirarán las medidas de política monetaria no convencional y los estímulos fiscales y financieros que han implementado y cómo ello podría afectar el funcionamiento de los mercados financieros. Parte de la relativa estabilidad del último período descansa en programas específicos de apoyo al sistema financiero y en condiciones de política monetaria que han permitido el acceso a liquidez a muy bajo costo. Esto ha permitido generar utilidades que robustecen los balances de los bancos. Sin embargo, el riesgo de crédito en ciertos activos, como la cartera hipotecaria comercial, de bancos en Estados Unidos y Europa aún es alto. La reciente moratoria de pagos en Dubai es una materialización de este riesgo, especialmente considerando que bancos de la Zona Euro, con importancia sistémica en esa área, muestran un alto grado de exposición a este tipo de operaciones.

Otro riesgo deriva de los desafíos para la gestión macroeconómica de rebalances de portafolio o reasignaciones del ahorro externo hacia economías emergentes, que provoquen incrementos relevantes en los flujos de capitales. Como otras economías emergentes, Chile ha recibido importantes flujos de inversión de cartera. La diferencia es que los flujos de salida de inversión de cartera de inversionistas institucionales han sido particularmente altos, más que compensado la entrada (gráfico 16). Otro riesgo, como se ha mencionado en reiteradas ocasiones, es el que proviene de la incertidumbre asociada a

los persistentes desbalances globales. Internamente, es posible que en el corto plazo el repunte de la actividad sea a un ritmo mayor que el previsto, gracias a una reposición más rápida de las existencias.

Destaca también el riesgo asociado a la evolución de las distintas paridades y sus implicancias para el TCR. Como dije, en Chile el TCR ha caído respecto de septiembre, con consecuencias directas sobre la inflación proyectada. El Consejo reitera que monitorea cuidadosamente las implicancias del nivel del TCR sobre la inflación y el cumplimiento de su objetivo de política monetaria. En todo caso, su nivel está dentro de lo que se considera coherente con sus fundamentos de largo plazo.

La concreción de alguno de estos escenarios de riesgo tendrá resultados directos para el escenario de crecimiento e inflación nacional previsto por el Consejo. Considerados los elementos descritos, el Consejo estima que el balance de riesgos para la inflación y el crecimiento están equilibrados. Como lo destaca el IEF, estos riesgos también son relevantes para la estabilidad financiera de la economía chilena. Por ello, la banca y otros intermediarios financieros deberían incorporar estas amenazas dentro de su gestión y su planificación para el 2010. Por un lado, evaluando la suficiencia de su base de capital y, por otro, manejando de forma prudente su liquidez en pesos y en moneda extranjera, y diversificando activamente sus contrapartes y fuentes de financiamiento. Como es habitual, el Consejo seguirá evaluando la probabilidad de estos riesgos y sus consecuencias sobre las perspectivas inflacionarias locales y la estabilidad financiera.

## **Conclusiones**

Quisiera cerrar esta exposición con unas breves conclusiones. Como indiqué al comienzo, en el último año y medio hemos sido testigos y partícipes de eventos que quedarán en la historia mundial. Chile sufrió las consecuencias que el terremoto financiero en los mercados desarrollados tuvo sobre la confianza en el mundo. La actividad cayó no solo con fuerza, sino que también con inusitada rapidez. Lo mismo sucedió con la inflación, que en octubre del 2008 estaba en su máximo en varios años y hoy está en su mínimo en décadas.

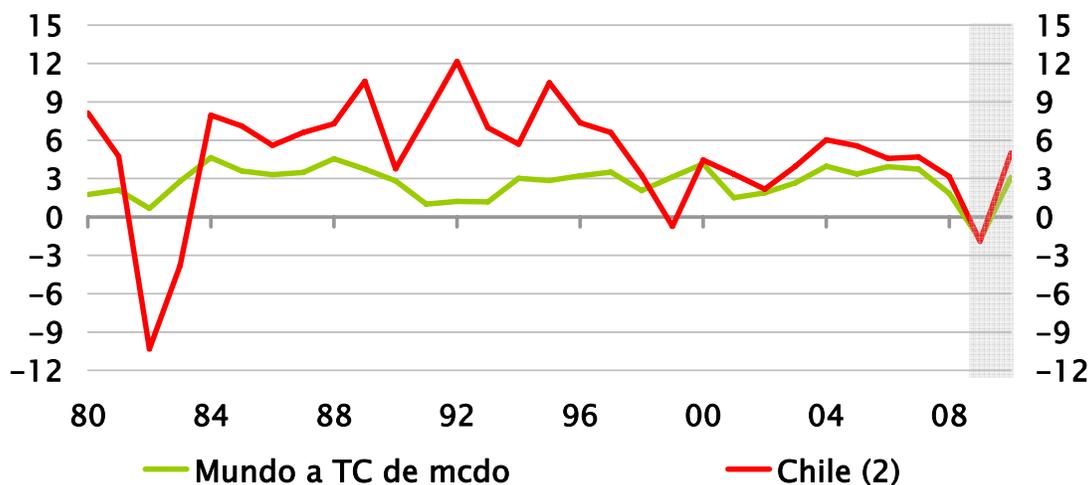
La actividad ya comenzó a recuperarse en el tercer trimestre. Aunque a octubre la variación anual del Imacec continúa en niveles negativos, en cuatro de los últimos cinco meses la actividad ha aumentado mes a mes. Como subyace en las proyecciones que les hemos presentado y en las expectativas del sector privado, en el cuarto trimestre el PIB crecerá en términos anuales. La inflación anual, a su vez, estimamos que comenzará a aumentar y se volverá positiva en el curso del primer semestre del 2010. Nuestro sistema financiero ha soportado de buena manera las turbulencias externas y el Banco Central tomó acciones para evitar inconvenientes en la provisión de liquidez e implementó una política monetaria altamente expansiva, yendo más allá de solo reducir la TPM a su nivel mínimo.

No obstante, como lo señalé extensamente, hay muchos riesgos aún presentes y debemos ser muy cuidadosos en nuestras decisiones. La recuperación de la actividad aún no está plenamente asentada. Las brechas de capacidad son importantes, y su cierre será gradual, incluso no estimamos que sea completo en los próximos dos años. Las presiones

inflacionarias son, en general, reducidas. Como lo hemos comunicado, estimamos que la TPM se mantendrá en su nivel mínimo al menos hasta el segundo trimestre del 2010.

Ello, no obstante, no implica un compromiso mecánico en cuanto a que una vez cumplido ese plazo comenzaremos a reducir el impulso monetario. La experiencia nos ha enseñado la importancia de no apresurarse en su retiro, puesto que ello puede dañar seriamente la recuperación de la economía y el logro de la meta de inflación. Como lo ha demostrado en la práctica, el esquema de metas de inflación y la credibilidad que ha ganado nos permite manejar con mucha flexibilidad la política monetaria. Por ello, reiteramos que el Consejo hará uso de todo el instrumental de política del que dispone, de forma de la inflación proyectada se ubique en 3 por ciento en el horizonte de política. Como también he señalado en muchas ocasiones, esta es la principal contribución que el Banco Central hace al crecimiento y estabilidad de la economía chilena.

Gráfico 1  
**Crecimiento mundial (1)**  
 (variación anual, porcentaje)

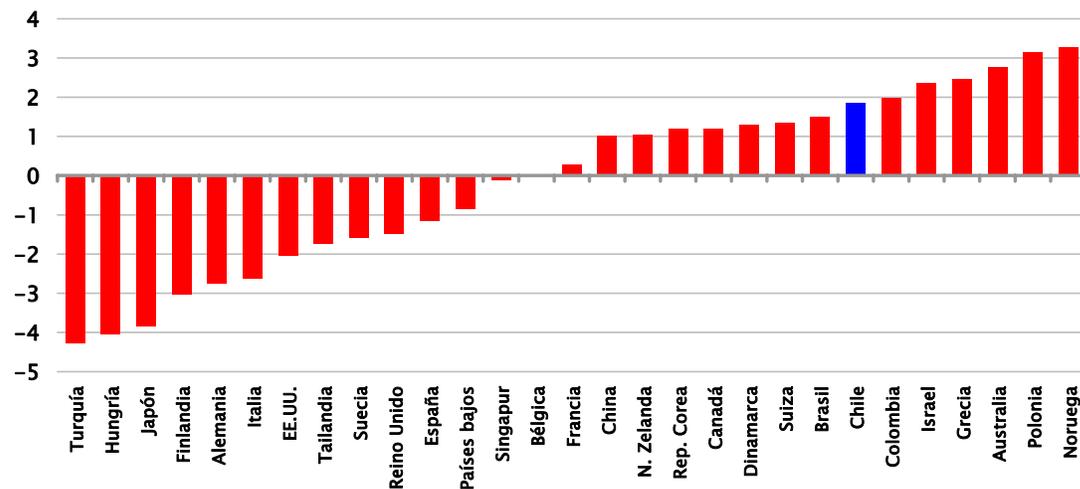


(1) El área gris corresponde a proyecciones a partir del 2009.

(2) El crecimiento para el 2010, corresponde al punto medio del rango de proyecciones entregado en el IPoM.

Fuentes: Banco Central de Chile, Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial.

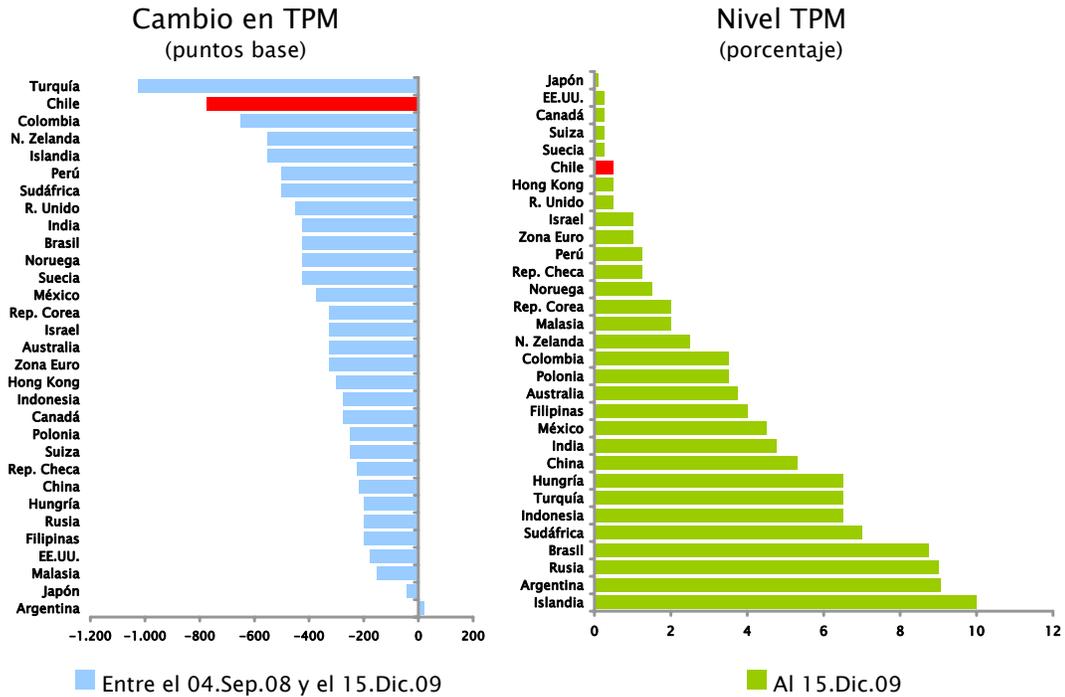
Gráfico 2  
**Diferencia del crecimiento en el 2009 (\*)**  
 (porcentaje)



(\*) Crecimiento efectivo menos crecimiento estimado. Estimación del crecimiento 2009 en función de variación de TDI, población y PIB per-cápita.

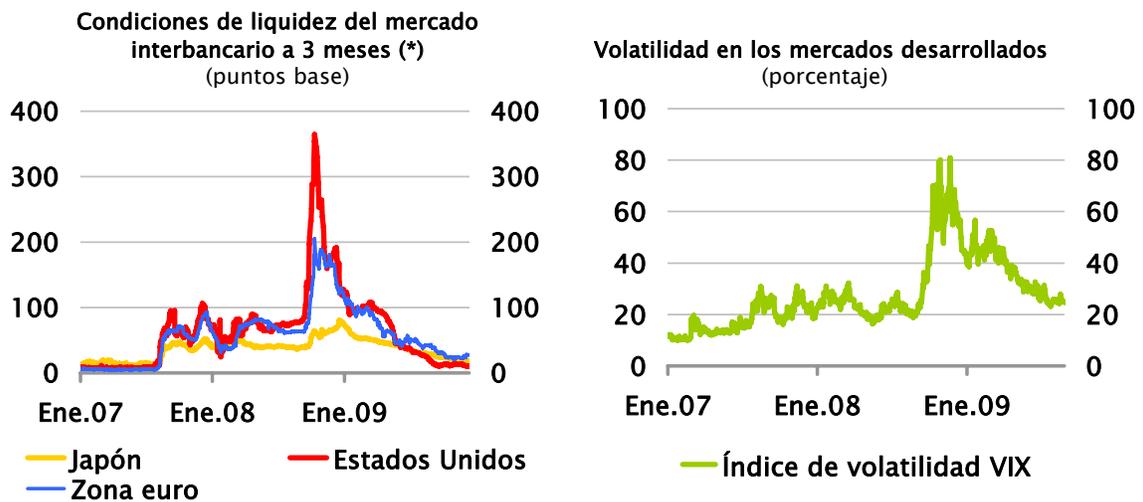
Fuentes: Banco Central de Chile, Banco Mundial y FMI.

Gráfico 3  
Tasa de política monetaria (TPM)



Fuente: Bloomberg.

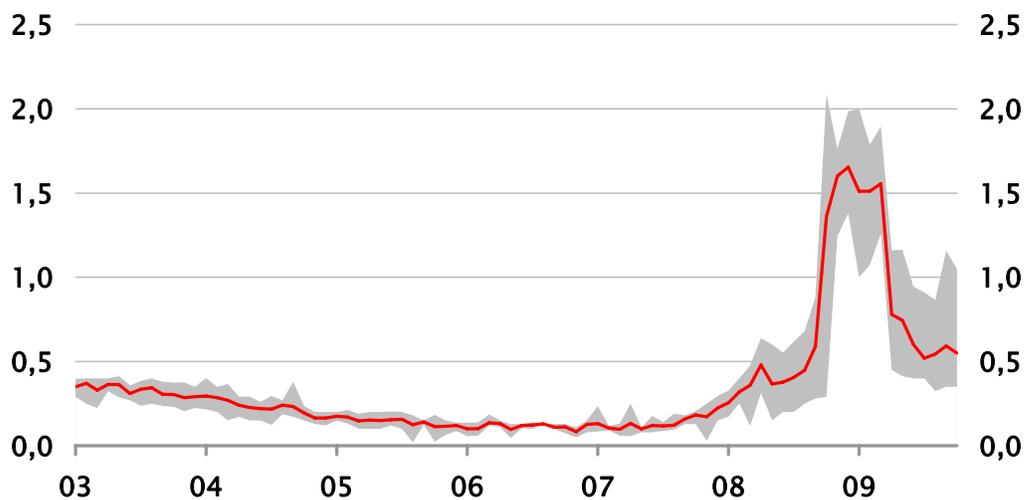
Gráfico 4



(\*) Spreads entre la tasa Libo y la tasa de los Overnight Index Swaps.

Fuente: Bloomberg.

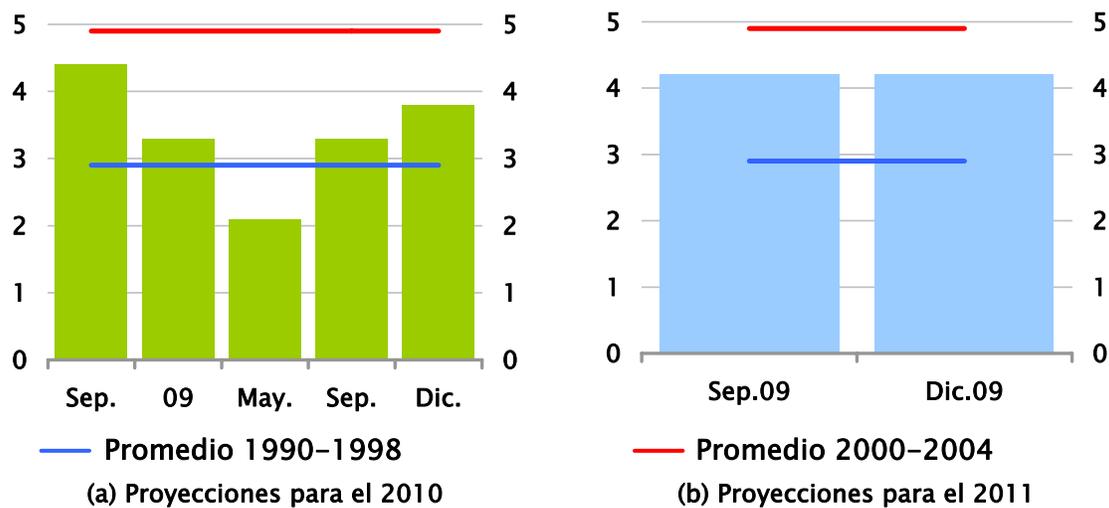
Gráfico 5  
**Spread** del financiamiento externo de corto plazo de bancos residentes (\*)  
 (promedio mensual, porcentaje)



(\*) Préstamos de bancos no relacionados, a tasa variable. El área gris representa el intervalo entre los percentiles 5 y 95 de la muestra en cada mes.

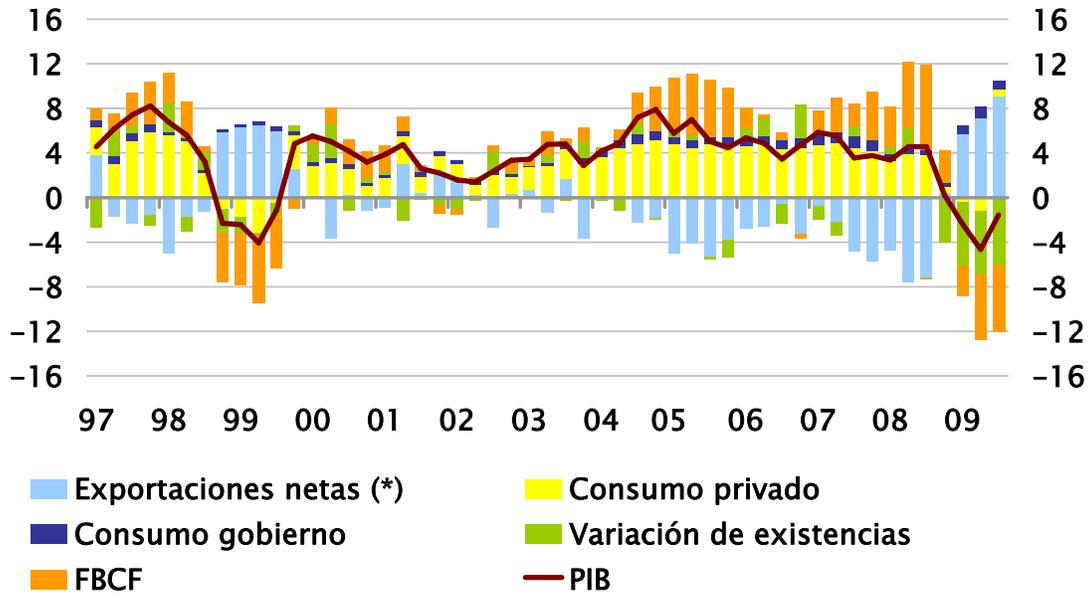
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 6  
**Crecimiento mundial**  
 (variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

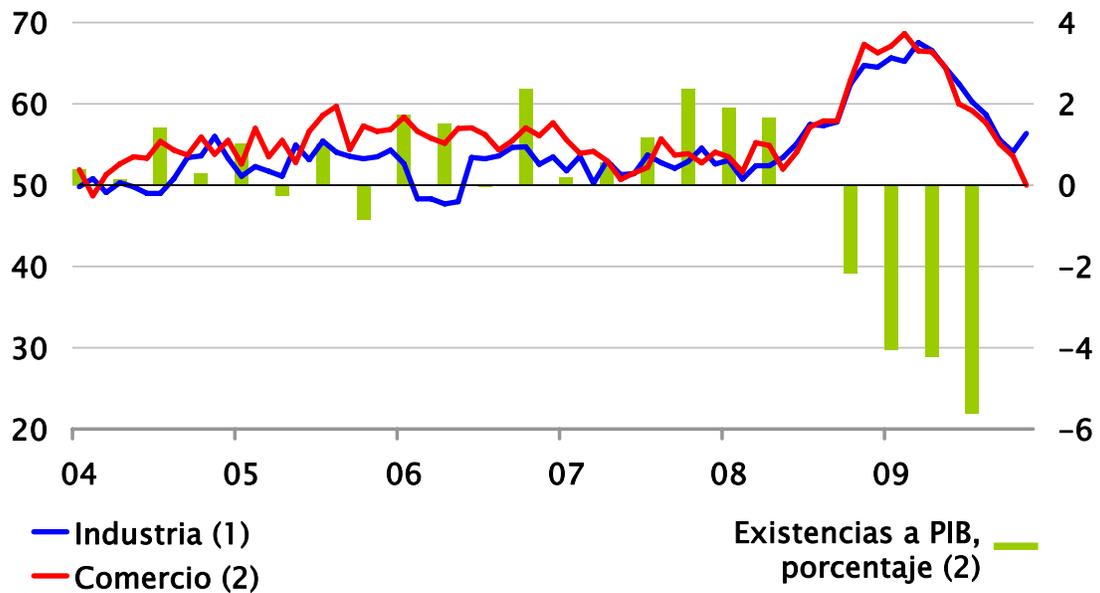
Gráfico 7  
**Contribución al crecimiento anual del PIB**  
 (variación real anual, puntos porcentuales)



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

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 8  
**Situación actual de inventarios**

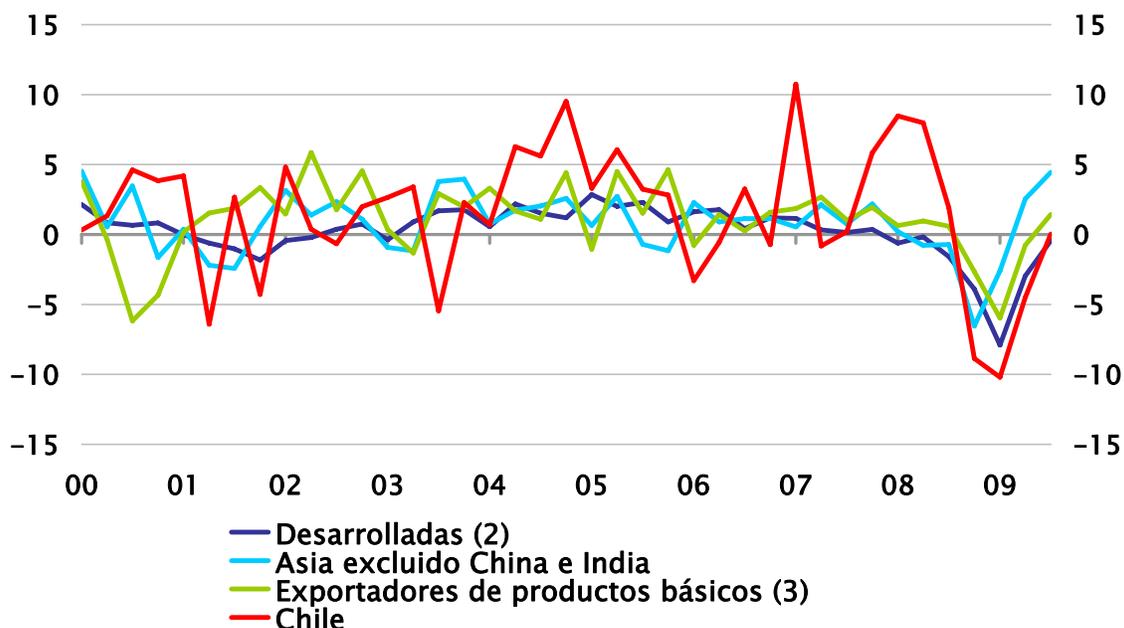


(1) Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica nivel por sobre lo deseado (por debajo de lo deseado).

(2) Serie trimestral desestacionalizada.

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

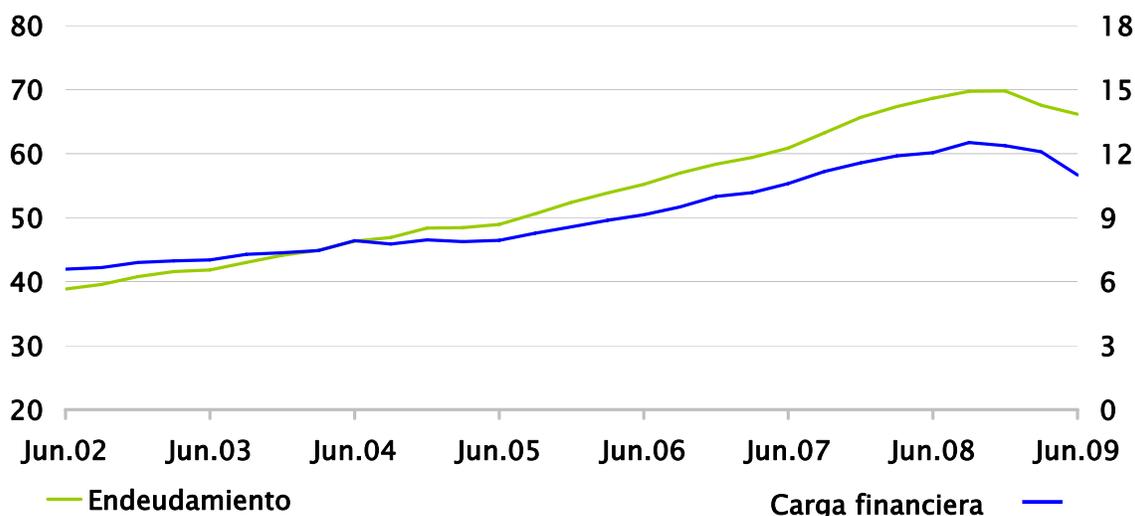
Gráfico 9  
**Formación bruta de capital fijo (1)**  
 (variación trimestral, porcentaje)



(1) Series desestacionalizadas.  
 (2) Considera a Estados Unidos, Japón, Reino Unido y Zona Euro.  
 (3) Considera a Australia, Canadá, Noruega y Nueva Zelanda.

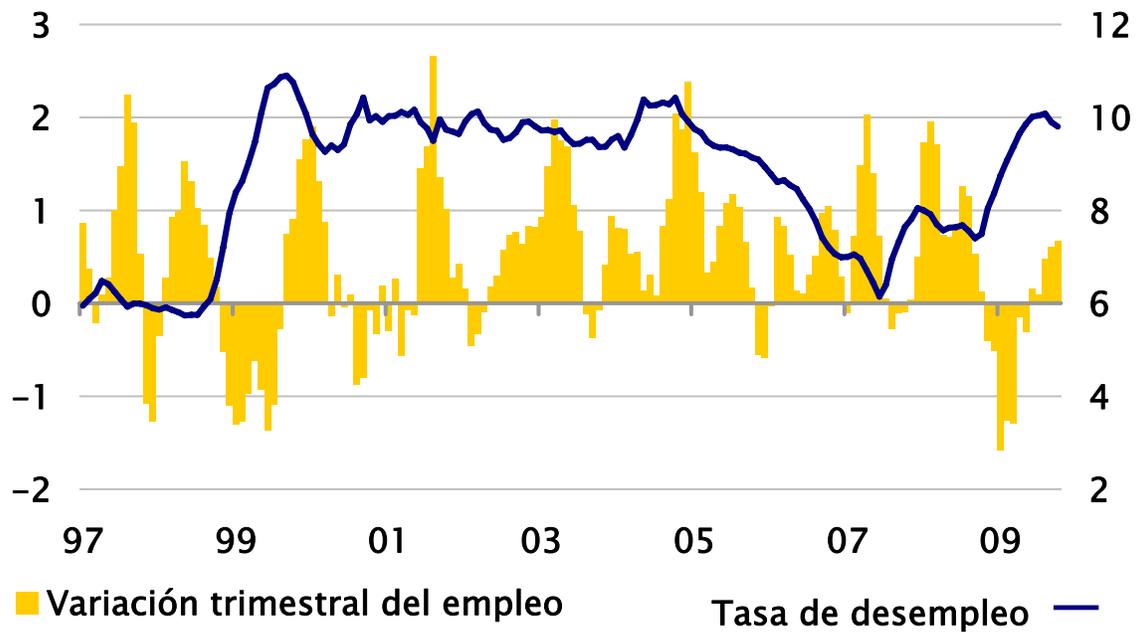
Fuente: Banco Central de Chile sobre la base de CEIC data y Fondo Monetario Internacional.

Gráfico 10  
**Endeudamiento y carga financiera de largo plazo**  
 (porcentaje del ingreso disponible)



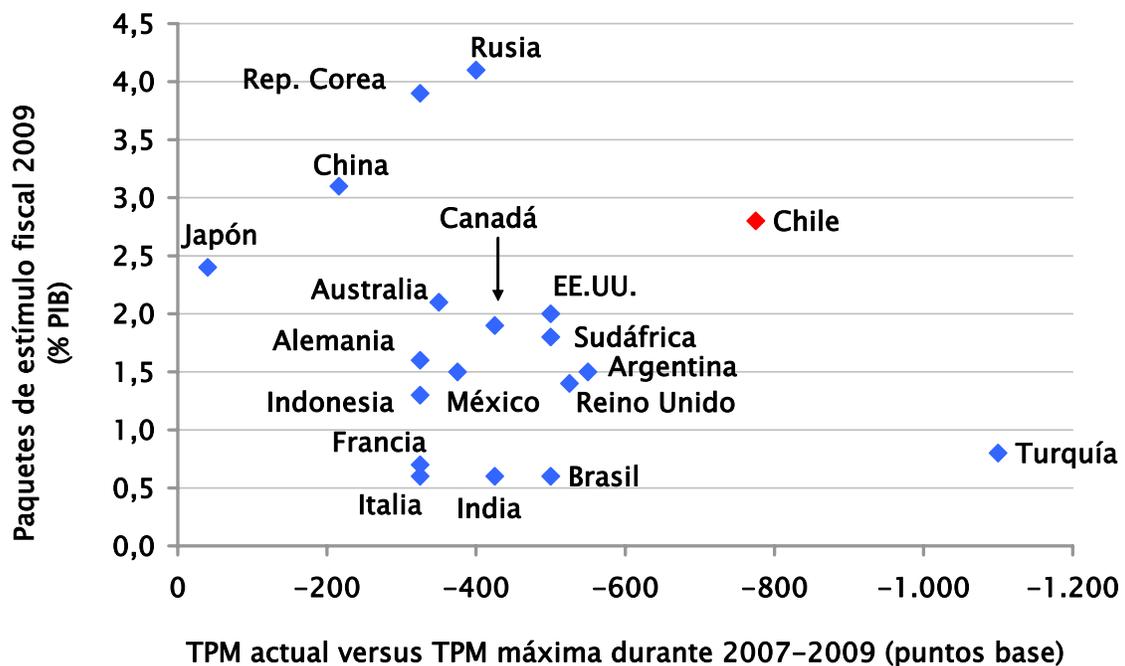
Fuente: Banco Central de Chile sobre la base de información de SBIF, SVS, SuSeSo.

Gráfico 11  
**Empleo nacional y tasa de desempleo**  
 (series desestacionalizadas, porcentaje)



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

Gráfico 12  
**Impulso monetario y paquetes fiscales**



Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg, FMI y Ministerio de Hacienda.

**Tabla 1**  
**Crecimiento económico y cuenta corriente**  
 (variación anual, porcentaje)

	2007	2008	2009 (f)	2010 (f)
PIB	4,7	3,2	-1,9	4,5 - 5,5
Ingreso nacional	7,1	3,8	-2,3	7,5
Demanda interna	7,8	7,4	-7,4	8,9
Demanda interna (sin var. existencias)	8,2	7,9	-3,3	4,6
Formación bruta de capital fijo	12,0	19,5	-16,1	8,2
Consumo total	7,1	4,2	1,5	3,5
Exportaciones de bienes y servicios	7,6	3,1	-4,1	5,4
Importaciones de bienes y servicios	14,9	12,9	-15,7	14,3
Cuenta corriente (% del PIB)	4,4	-2,0	2,1	0,6

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Tabla 2**  
**Paridades respecto del dólar estadounidense (1)**  
 (índice 2005=100)

Moneda	15.09.08	Máximo	Depreciación (2) porcentaje	Mínimo	Apreciación (3) porcentaje
Dólar australiano	96,5	129,4	34,1	83,0	-35,8
Real brasilero	67,8	93,9	38,4	63,5	-32,4
Dólar canadiense	88,7	107,8	21,5	84,8	-21,3
<b>Peso chileno</b>	<b>94,7</b>	<b>121,4</b>	<b>28,2</b>	<b>87,6</b>	<b>-27,8</b>
Peso colombiano	88,5	111,5	26,0	78,0	-30,1
Won coreano	107,3	151,3	41,0	111,1	-26,6
Florín húngaro	93,3	138,5	48,4	96,6	-30,2
Rupia indonesia	101,9	136,2	33,7	100,6	-26,2
Shekel israelí	81,5	97,5	19,6	84,5	-13,3
Yen japonés	101,8	104,5	2,7	84,1	-19,6
Peso mexicano	95,7	138,6	44,9	112,5	-18,8
Corona noruega	94,4	118,0	25,1	90,4	-23,4
Dólar neozelandés	108,2	144,9	33,8	93,9	-35,2
Peso peruano	90,6	99,2	9,6	86,9	-12,4
Zloty polaco	77,9	128,7	65,1	89,5	-30,4
Corona checa	74,7	103,9	39,1	75,2	-27,6
Rublo ruso	91,9	131,0	42,6	103,3	-21,1
Euro	94,5	108,1	14,4	89,0	-17,7

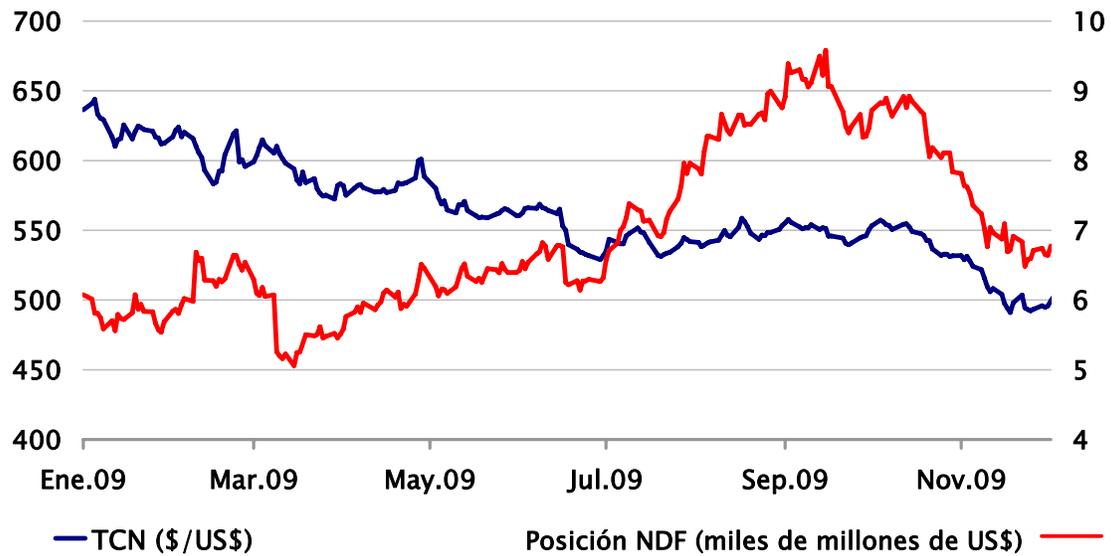
(1) Entre el 15 de septiembre del 2008 y el cierre estadístico de este IPoM.

(2) Variación entre el máximo valor registrado por la moneda y su valor al 15 de septiembre de 2008.

(3) Variación entre el valor mínimo y máximo alcanzado por cada moneda.

Fuente: Bloomberg.

Gráfico 13  
Tipo de cambio nominal y posición NDF



Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla 3  
Inflación  
(variación anual, porcentaje)

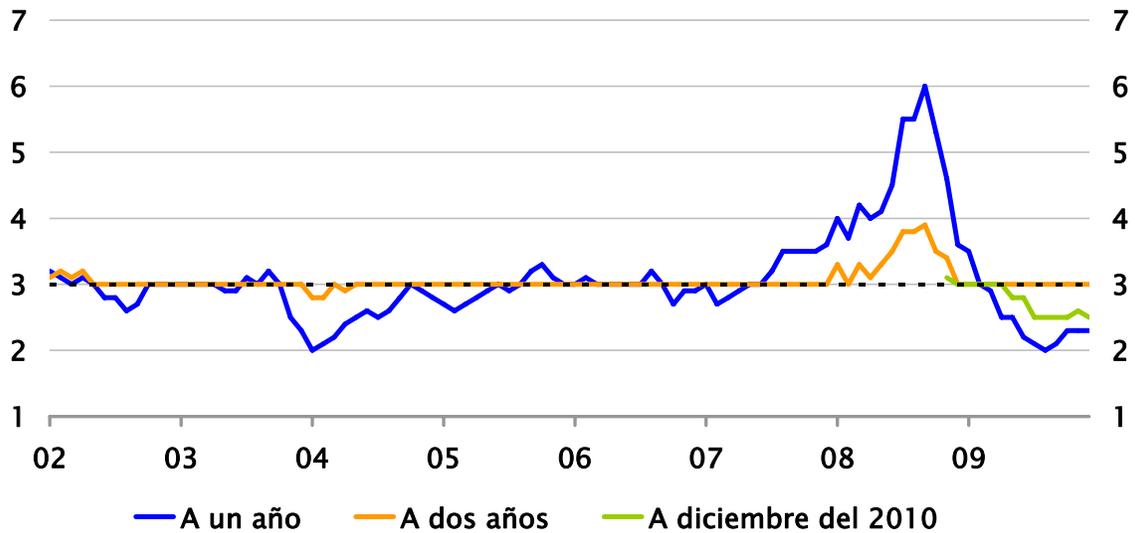
	2008	2009 (f)	2010 (f)	2011 (f)
Inflación IPC promedio	8,7	1,6	1,0	2,7
Inflación IPC diciembre	7,1	-1,4	2,5	
Inflación IPC en torno a 2 años (*)				3,0
Inflación IPCX promedio	8,4	2,8	0,3	2,5
Inflación IPCX diciembre	8,6	-1,5	1,9	
Inflación IPCX en torno a 2 años (*)				3,0
Inflación IPCX1 promedio	7,8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

(f) Proyección.

(\*) Corresponde a la inflación proyectada para el cuarto trimestre del 2011.

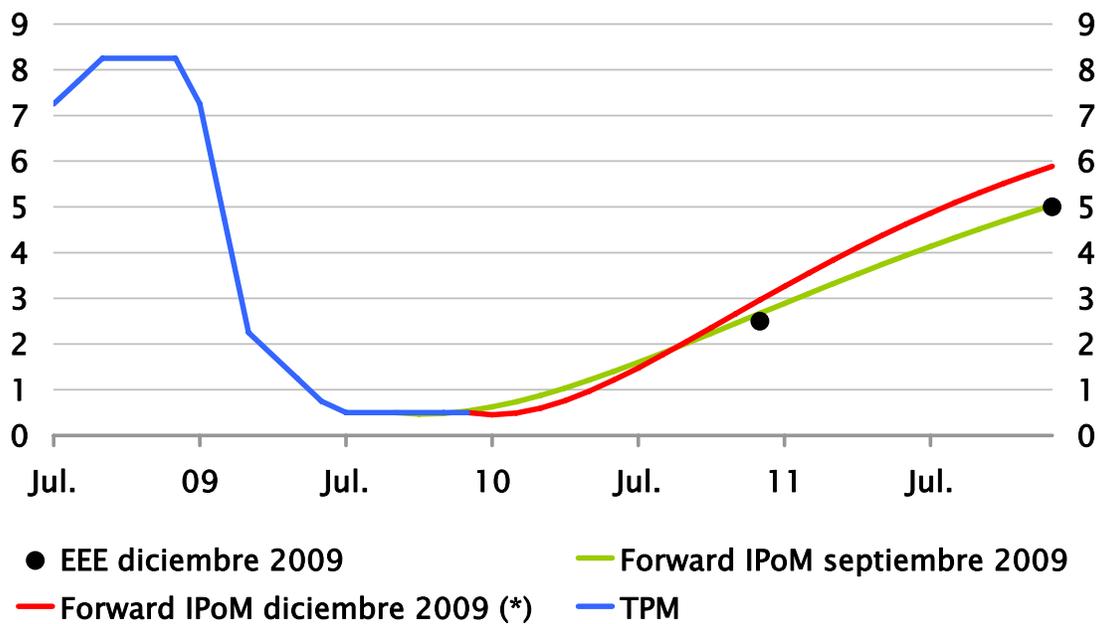
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 14  
**EEE: Expectativas de inflación**  
 (variación anual, porcentaje)



Fuente: Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) del Banco Central de Chile.

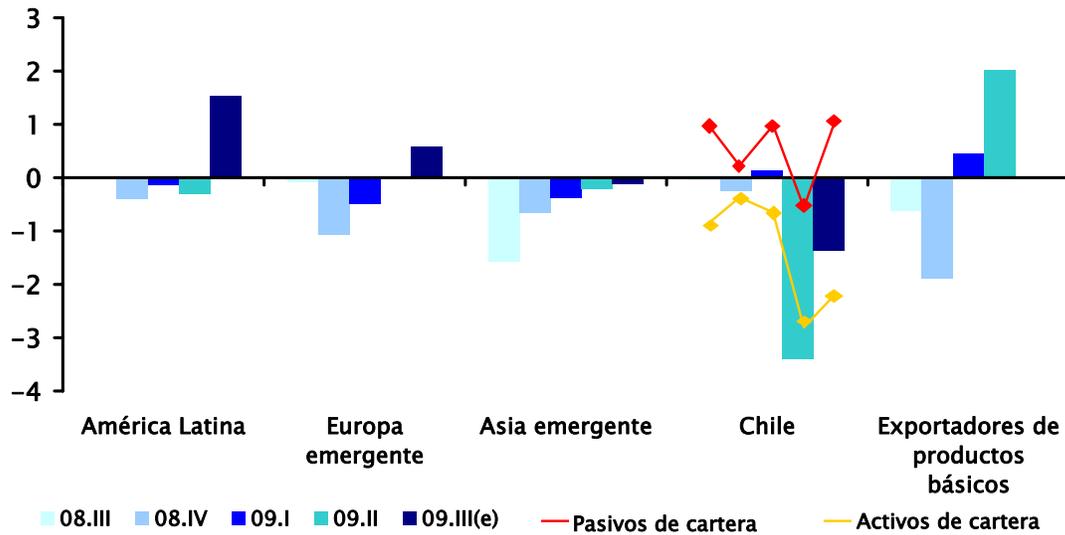
Gráfico 15  
**Expectativas para la TPM**  
 (porcentaje)



(\*) Calculada utilizando los precios de los activos financieros promedio de las últimas 2 semanas al 15 de diciembre de 2009.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 16  
**Saldo neto de cartera (\*)**  
 (porcentaje del PIB)



(e) Estimación en base a datos preliminares de Brasil, República Checa, Indonesia, Pakistán, Polonia, Taiwán y Turquía.

(\*) Flujo del trimestre dividido por PIB acumulado 12 meses. Promedios simples. América Latina: Brasil, Colombia, México y Perú; Europa Emergente: Bulgaria, Hungría, Polonia, Rep. Checa, Rusia, Turquía y Ucrania; Asia Emergente: Filipinas, India, Indonesia, Malasia, Pakistán, Taiwán, Tailandia y Vietnam; Exportadores de productos básicos: Australia, Canadá y Nueva Zelanda.

Fuente: Banco Central de Chile sobre la base de CEIC Data.