

## El momento económico internacional y nacional

VITTORIO CORBO

- En los últimos dos meses las condiciones financieras se han seguido normalizando y se fortalecen las señales que apuntan a que la economía mundial ha iniciado su recuperación. Las medidas tomadas por los bancos centrales y las autoridades fiscales para arrestar el pánico que generó la quiebra de Lehman han contribuido a estabilizar a los mercados financieros y a alejar el pánico de su colapso, con efectos pronunciados en la actividad mundial. La recuperación ha sido notable especialmente en Asia emergente que pasó de caer a tasas de dos dígitos a crecer a tasas de dos dígitos en el segundo trimestre de este año.
- Dado que la recuperación ha llegado antes de lo anticipado, las proyecciones del Consensus Forecasts de los últimos meses se han estado revisando al alza, especialmente para el año 2010. Aun así las proyecciones para el 2010 y más allá, incluyendo las del FED, el BCE, el FMI, son de una recuperación lenta. El escenario base de una recuperación en forma de U (y en forma de V en Asia emergente) es el más probable y tiene una probabilidad subjetiva en torno al 70%, no se puede descartar que termine tomando una forma de W.
- El retomar en el más mediano plazo tasas de crecimiento de la economía mundial más altas y sustentables va a requerir no sólo completar la restauración de un sistema financiero sólido y ágil sino que también buscar un reemplazante del consumidor de EE.UU. para que empuje el crecimiento de la demanda mundial. Aquí se va a requerir que China aumente su dependencia de su consumo interno para que compense por el menor dinamismo anticipado de sus exportaciones y, a su vez, se transforma paulatinamente en un mercado para las exportaciones de los países industriales.
- A pesar de sus muy buenos fundamentos macroeconómicos y financieros la economía chilena sufrió con fuerza los efectos de la crisis mundial. Sin embargo, las caídas de los indicadores de gasto han perdido fuerza y el IMACEC desestacionalizado, desde Mayo a Julio, ha estado aumentando respecto del mes anterior. Pero dada la fuerza de la contracción y la gran rigidez del mercado laboral, el alto desempleo va a seguir siendo un problema por un período prolongado. En cuanto a perspectivas, lo más probable es que la actividad agregada siga creciendo en el segundo semestre, impulsada por los efectos expansivos de las políticas fiscales y monetarias; la reconstrucción de inventarios ahora que se estabilizan las ventas; el alza en los precios de activos; las mejores expectativas de consumidores y empresarios, y el mejor entorno externo (precios de productos primarios, mayor apetito por riesgo, reducción de la caída del comercio mundial).
- De otra parte, afectada por la caída en los precios internacionales de productos primarios y las crecientes holguras de capacidad, la inflación anual sigue cayendo con fuerza. Lo más probable es que la inflación anual se mantenga en valores negativos en los próximos meses, terminando el año entre el -0,5 y el -1,0%. En cuanto a crecimiento, el PIB caería entre el 1,5 y el 2% este año para crecer entre el 4 y el 4,5% el próximo año. El IPOM reciente proyecta un crecimiento de la economía chilena en el rango de 4,5 al 5,5% el año 2010 con riesgos en ambas direcciones por las condiciones externas. Este escenario es algo optimista, dada la evolución más probable de la economía mundial y la permanencia de altas tasas de desempleo en Chile por buena parte del año 2010.

Vittorio Corbo. Investigador Asociado Senior, Centro de Estudios Públicos.

En los últimos dos meses las condiciones financieras se han seguido normalizando y se fortalecen las señales que apuntan a que la economía mundial ha iniciado su recuperación. Al final, las medidas tomadas por los bancos centrales y las autoridades fiscales para arrestar el pánico que generó la quiebra de Lehman han contribuido a estabilizar a los mercados financieros y a alejar el pánico de su colapso, con efectos pronunciados en la actividad mundial. La recuperación ha sido notable especialmente en Asia emergente que pasó de caer a tasas de dos dígitos a crecer a tasas de dos dígitos en el segundo trimestre de este año.

### 1. Los mercados financieros y la actividad mundial

En los últimos meses los mercados financieros han continuado de ellos. Los avances se aprecian en varios mercados. Los mercados interbancarios de fondos de corto plazo en EE.UU., la Zona Euro, el Reino Unido y Australia –alcanzan spreads (entre la tasa Libor y los *overnight index swaps* de las tasas de política monetaria) menores a los alcanzados en cualquier momento del año 2008. Lo mismo ocurre en los mercados de bonos de empresas, en los spreads entre bonos de categoría AAA y BBB sobre bonos soberanos a 10 años. A su vez, los spreads de los bonos de empresas de alto riesgo están regresando a valores similares a los observados al comienzo de 2008. El mercado de crédito bancario para grandes empresas también va camino a la normalidad. En paralelo, los precios de activos, especialmente de las acciones, se han recuperado ahora que los riesgos de un escenario catastrófico se han reducido y las perspectivas económicas mejoran.

La recuperación está liderada por la exportación de Asia emergente y cifras mejores a lo esperado tanto en EE.UU. como en la Zona Euro. Alemania y Francia, en particular, han mostrado crecimiento positivo, en términos anualizados, en el segundo trimestre de este año.

Sin embargo, el sistema financiero de los países industriales está lejos de la normalidad. En particular, los demandantes de crédito –especial-

mente las PYMES y familias– siguen enfrentando condiciones difíciles de acceso a financiamiento. El sector privado enfrenta la amenaza de *crowding out* por parte del sector público, como resultado de las necesidades de fondos para los pronunciados déficits públicos. Además, los mercados de valores securitizados sin respaldo estatal siguen muy dañados, lo que afecta especialmente la expansión del crédito en EE.UU..

Pero esto no es todo: el sistema financiero, especialmente el sistema bancario, tiene mucho trabajo pendiente en términos de ajuste y reestructuración. Esto actuará como un freno al crecimiento en los próximos años. Los bancos y demás instituciones financieras mantienen importantes activos tóxicos y enfrentan pérdidas adicionales por caídas en precios de propiedades comerciales, y por deterioro adicional de sus carteras de colocaciones. El FMI estima que la banca de EE.UU., la Zona Euro y el Reino Unido, que ya ha reconocido pérdidas en torno a los US\$ 1,2 trillones de dólares desde el comienzo de la crisis, incurriría en US\$ 1,3 trillones de pérdidas adicionales en el período 2009Q3 a 2010Q4. La mayor parte de estas pérdidas corresponde a la banca europea.

Los bancos tienen que continuar con su proceso de desapalancamiento y de limpieza de sus carteras y prepararse para el nuevo marco regulatorio que aumentará sus requerimientos de capital. Las distintas propuestas de cambios regulatorios, para reducir la probabilidad de crisis y los costos de éstas, tienen algunos puntos en común en lo que se refiere a los bancos. Éstas proponen incrementar los requerimientos de capital, reducir su apalancamiento e introducir requerimientos de liquidez. También tienen que prepararse para una regulación macroprudencial que va a introducir requerimientos de capital y provisiones contra-cíclicas.

Pero sin duda la economía global está dejando atrás la Gran Recesión que la golpeó todo el año 2008 y la primera mitad del 2009. Los efectos de la reducción del pánico, la mejora en la confianza, la mejora en los mercados financieros, y la mayor efectividad de la política monetaria asociada a la estabilización de los mercados financieros comienzan a reflejarse en mejores cifras de actividad real.

De hecho, el segundo trimestre fue mejor de lo esperado: el PIB de los EE.UU. cayó sólo un 0,7% anualizado y el de la Zona Euro sólo un 0,4%, con crecimientos positivos en Alemania y Francia. Pero las mejores noticias han estado en Asia. En el segundo trimestre Japón creció un 2,3% anualizado y Asia Emergente creció más del 10%. En Asia Emergente las mejores cifras han estado en China, donde los programas fiscales expansivos han resultado en un fuerte salto en la inversión pública en infraestructura y también un fuerte crecimiento del gasto en consumo. Las políticas monetaria y financiera expansivas también han empujado el crecimiento. Como resultado, después de haber crecido sólo un 1,9% en el cuarto trimestre del 2008 y un 8,3% en el primer trimestre de este año, terminó creciendo en torno al 15% anualizado en el segundo trimestre. En el resto de Asia Emergente los programas de estímulo y la reversión del ciclo de inventarios también empujan su recuperación.

En cuanto a la inflación, con crecientes brechas de capacidad y caídas anuales en los precios de productos primarios, la inflación no se ve como un problema en los próximos trimestres en los países industriales lo que ha llevado a los bancos centrales a reducir con fuerza las tasas de política y a introducir medidas no convencionales.

## 2. Perspectivas de crecimiento mundial

No sólo en el segundo trimestre la economía mundial terminó sorpresivamente con un crecimiento positivo, sino que cifras recientes muestran que la economía mundial se ha continuado expandiendo. El crecimiento es el resultado de un rebote de la producción industrial, el cambio en el ciclo de inventarios, la estabilización de las ventas al detalle y de las ventas de casas y mejores expectativas (empresarios y consumidores). La reversión del ciclo de inventarios es la consecuencia de los cortes drásticos de la producción después de la crisis de Lehman que terminaron con niveles de producción más bajos que las disminuidas ventas, resultando en una fuerte caída de inventarios. Ésta ha forzado

a las empresas a aumentar su producción para poder satisfacer la demanda que enfrentan.

La consolidación de las mejores cifras ha llevado a una continua revisión al alza en las proyecciones de crecimiento para el año 2009, donde las caídas serían menores que las estimadas hace sólo unos meses, y especialmente para el año 2010. Las proyecciones apuntan a un crecimiento positivo a partir del tercer trimestre, tanto en EE.UU. como en la Zona Euro (en torno al 3% anualizado en ambos casos) y una recuperación en Asia Emergente que continuaría su curso. En el futuro, la recuperación estaría liderada por Asia Emergente, EE.UU. y América Latina.

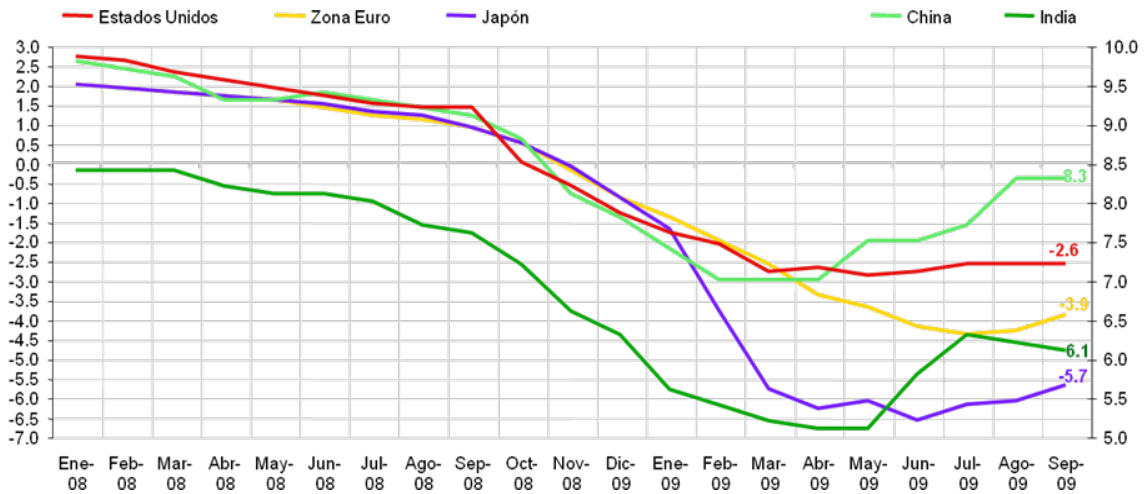
Con todo, el escenario base de las proyecciones de consenso contempla una fuerte contracción el 2009 como resultado de la fuerte caída que ya experimentó el PIB mundial en el cuarto trimestre del 2008 y el primer trimestre del 2009. Como resultado, este va a ser el peor año para la economía mundial desde la Segunda Guerra Mundial. Para EE.UU. la recesión será similar a la de 1973-1974.

Dado que la recuperación ha llegado antes de lo anticipado, las proyecciones del Consensus Forecasts de los últimos meses se han estado revisando al alza, especialmente para el año 2010 (Gráficos 1 y 2). Aun así las proyecciones para el 2010 y más allá, incluyendo las del FMI, la FED y el BCE, son de una recuperación lenta. Las proyecciones para el 2010 del Consensus Forecasts son del mismo tono (Tabla 1).

La lenta recuperación proyectada para los años 2010 e inmediatamente siguientes se explica por: (1) un reducido dinamismo del consumo privado en EE.UU., el Reino Unido y otros países industriales, causado por la necesidad que tienen los consumidores de reducir su apalancamiento, la restricción crediticia que enfrentan, un desempleo alto y creciente y la necesidad de reconstruir sus patrimonios, a través de un aumento en sus tasas de ahorro, frente a pérdidas de riqueza; (2) un reducido dinamismo de la inversión privada causado por las amplias holguras de capacidad, las perspectivas de un crecimiento muy moderado del consumo y la restricción crediticia que enfrentan las empresas

**Gráfico 1**

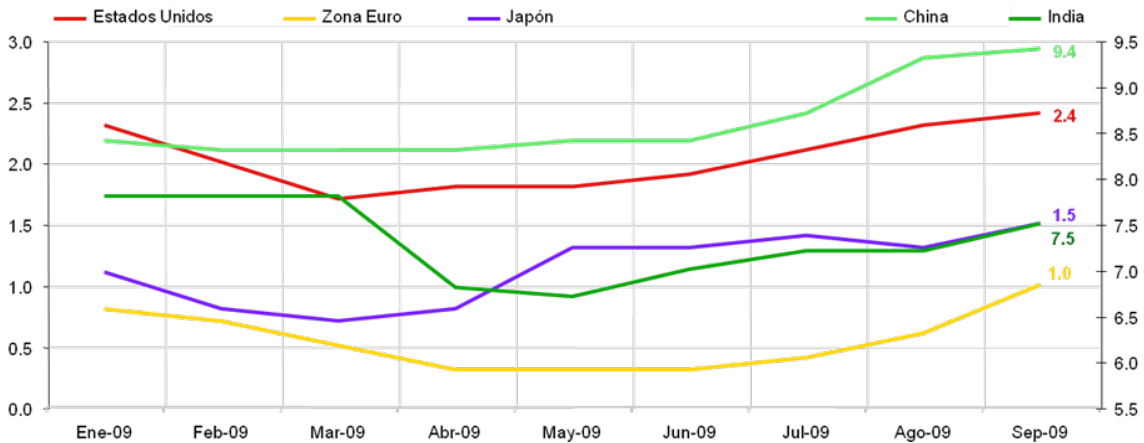
Proyecciones de Crecimiento para 2009  
(mes de la proyección, %)



Fuente: Consensus Forecasts.

**Gráfico 2**

Proyecciones de Crecimiento para 2010  
(mes de la proyección, %)



Fuente: Consensus Forecasts.

**Tabla 1**  
Proyecciones del Crecimiento Mundial  
(variación anual, %)

	2007	2008	2009		2010	
			FMI	CF	FMI	CF
Estados Unidos	2.1	0.4	-2.7 (-2.8)	-2.6 =	1.5 (0.0)	2.4 ↑
Zona Euro	2.7	0.6	-4.2 (-4.2)	-3.9 ↑	0.3 (-0.4)	1.0 ↑
Japón	2.3	-0.7	-5.4 (-6.2)	-5.7 ↑	1.7 (0.5)	1.5 ↑
Asia Emergente	10.6	7.2	6.2 (4.8)	5.7 ↑	7.3 (6.1)	7.7 ↑
China	13.0	9.0	8.5 (6.5)	8.3 =	9.0 (7.5)	9.4 ↑
India	9.4	6.7	5.4 (4.5)	6.1 ↓	6.4 (5.6)	7.5 ↑
América Latina	5.7	4.2	-2.5 (-1.5)	-2.4 ↑	2.9 (1.6)	3.1 ↑
Mundo (PPP)	5.1	2.6	-1.1 (-1.3)	-1.0 ↑	3.1 (1.9)	3.0 ↑
Mundo (TCM)	3.8	2.0	-2.3 (-2.5)	-2.5 =	2.3 (1.0)	2.3 =

*Fuente:* Consensus Forecasts, Septiembre 2009; Asia Pacific Consensus Forecasts, Septiembre 2009; Latin America Consensus Forecasts, Septiembre 2009; FMI: WEO Octubre 2009 y en paréntesis WEO Abril, 2009.

(especialmente en Europa); (3) una situación fiscal menos expansiva por la reducción paulatina de los efectos de los programas de estímulo fiscal introducidos como respuesta a la crisis y el reducido espacio para nuevos programas dada la situación precaria de las finanzas públicas en los principales países industriales.

El crecimiento de los próximos años también va a estar afectado por una trayectoria más baja del producto potencial como resultado de la destrucción de capacidad productiva y capital humano asociada a la Gran Recesión.

Aunque el escenario base de una recuperación en forma de U (y en forma de V en Asia emergente) es el más probable y tiene una probabilidad subjetiva en torno al 70%, no se puede descartar que termine tomando una forma de W (probabilidad de 20%), afectado por: (1) una caída del producto mundial una vez que la reversión del ciclo de inventarios se complete y que los efectos de los programas de estímulo fiscal se comiencen a disipar; (2) un retiro muy prematuro de los estímulos monetarios y fiscales por confundir un rebote temporal en la actividad con una recuperación sustentable de la demanda

privada; (3) nuevos embates al crecimiento mundial causados por: aumentos en los precios del petróleo causado por un aumento en su demanda como activo financiero, recrudescimiento de la epidemia de la gripe H1N1 o eventos geopolíticos.

Pero la recuperación puede también terminar siendo más vigorosa que las proyecciones de consenso si el alejamiento del pánico y la lenta recuperación de los mercados financieros resultan en un mayor dinamismo del consumo privado y la inversión privada. De hecho, las proyecciones individuales de Consensus Forecast muestran una gran dispersión en torno al escenario base. La distribución cuenta con dos modas: la mayor corresponde a una recuperación más rápida que el promedio, y la moda menor está por debajo del promedio.

Una vez que la recuperación esté bien asentada se tendrá que enfrentar el problema del retiro de los programas de estímulo. Pero es importante comenzar desde ya a informar a los mercados el compromiso y la preparación para retirar el estímulo cuando las circunstancias lo ameriten. Esto es particularmente importante para las autoridades fiscales, muchas de las cuales están enfrentando un aumen-

to importante en sus niveles de endeudamiento y deben mostrar la forma en que se va a asegurar la solvencia del sector público. En el caso de los bancos centrales de los principales países industriales (la FED, el BCE y el Banco de Inglaterra) la autonomía de sus bancos centrales y su claro compromiso con la estabilidad de precios debieran ser señales adecuadas para confiar en que se empeñarán en retirar el fuerte estímulo monetario al primer indicio de que las proyecciones de inflación comienzan a moverse hacia su meta explícita (el BCE y el Banco de Inglaterra) o implícita (la FED). En esta dirección, los bancos centrales tienen que planear cuando comenzar a deshacer sus operaciones no convencionales y comenzar a normalizar las políticas monetarias. La reducción de su balance puede tomar mucho más tiempo, dado que queda mucha tarea pendiente en la normalización del sistema financiero. En cuanto al retiro de los programas de apoyo a los sectores financieros, éste tiene que ser gradual comenzando por los que crean más distorsiones (garantías estatales a la emisión de deuda).

En la parte fiscal se requiere elaborar una estrategia clara de cómo asegurar la solvencia fiscal en el tiempo. En los principales países industriales esto va a requerir indicar cómo se van a controlar los gastos en pensiones y salud y la forma cómo se va a aumentar la presión fiscal cuando esto sea parte del programa.

El retomar en el mediano plazo tasas de crecimiento de la economía mundial más altas y sustentables va a requerir, primero que todo, completar la restauración de un sistema financiero sólido, ágil y competitivo para que apoye la expansión del comercio y el producto mundial. Pero también va a ser necesario estar preparados para un mundo en que los consumidores de EE.UU. y de algunos países europeos van a mostrar un crecimiento muy anémico de su consumo en los próximos años. Dada la importancia de estos países en la demanda mundial, esto puede limitar el crecimiento mundial.

Así, una pregunta fundamental sobre las perspectivas de crecimiento mundial de mediano plazo tiene que ver con la necesidad de introducir algún grado de coordinación o entendimiento sobre cómo asegurar un alto crecimiento mundial en un mundo

donde, cómo se discutió en la reunión de líderes del G-20 en Pittsburg el fin de semana pasado, los países que son importantes exportadores como China, Alemania y Japón tienen que prepararse para un mundo en que los consumidores de EE.UU. no van a seguir siendo los consumidores de última instancia. Si las grandes economías no ajustan sus estructuras de oferta y demanda a esta nueva realidad, la sustentabilidad de la recuperación no está asegurada.

Compensar los efectos en la demanda agregada mundial de la atenuación de la expansión fiscal y de un crecimiento del consumo privado más moderado en EE.UU. y otros países industriales no será una tarea fácil e implica que: (1) EE.UU. tendrá que aumentar el dinamismo de las exportaciones y la inversión; (2) Asia emergente, Alemania y Japón tendrán que facilitar la expansión del gasto interno; (3) los países asiáticos, y en especial Japón, tendrán que facilitar también la apreciación real que tiene que acompañar a su ajuste para que la estructura de producción se oriente hacia los sectores no transables al mismo tiempo que reformas más fundamentales en la seguridad social y acceso al crédito, especialmente en Asia Emergente, faciliten la expansión del consumo privado y el gasto interno en general.

Aunque la tarea por delante para asegurar un crecimiento sustentable es ardua, no se debe perder de vista que la economía mundial ha mejorado en forma significativa en los últimos meses.

Gracias a las mejoras en los mercados financieros y las mejores perspectivas de crecimiento mundial, el entorno externo de los países emergentes ha mejorado en forma importante con respecto al de comienzos de marzo pasado. Esto se refleja en varios frentes: (1) los precios de los productos primarios han recuperado parte de las cuantiosas pérdidas experimentadas entre julio del 2008 y marzo del 2009; (2) con la reducción de la volatilidad en los precios de activos financieros en los mercados mundiales, el apetito por riesgo ha aumentado, lo que reduce su costo del financiamiento externo y aumenta los flujos netos de capitales recibidos; (3) el volumen de comercio mundial comienza a recu-

perarse después de la profunda caída que había experimentado durante la Gran Recesión.

### 3. Perspectivas de la economía chilena

A pesar de sus muy buenos fundamentos macroeconómicos y financieros (situación fiscal, política monetaria/cambiaria, y solidez de su sistema bancario y financiero), la economía chilena sufrió con fuerza los efectos de la crisis mundial. El PIB va a registrar una caída superior a la experimentada el año 1999 como resultado de la crisis asiática, que fue particularmente severa para Chile. Por el otro lado, el PIB mundial creció un 3,8% durante la crisis asiática, y tendrá una caída en torno al 1% este año –la caída más pronunciada desde la segunda guerra mundial. Chile estuvo mejor preparado para esta crisis, pero siendo un pequeño país exportador no hay manera de blindarse de una crisis internacional de esta magnitud.

Así, el producto cayó un 4,5% anual entre el segundo trimestre del 2008 y el segundo trimestre del 2009, caída que supera a la observada en EE.UU. en el mismo período y levemente por debajo de la observada en la Zona Euro.

Por el lado de la demanda, las mayores caídas han estado en la inversión en capital fijo, en inventarios y en consumo de durables. En Chile, al igual que en los países industriales, los consumidores y los empresarios se habían preparado para un escenario mundial mucho peor que el que finalmente se materializó.

Sin embargo, las caídas de los indicadores de gasto han perdido fuerza y el IMACEC desestacionalizado, desde Mayo a Julio, aumentó respecto del mes anterior. Pero dada la fuerza de la contracción y la gran rigidez del mercado laboral, el alto desempleo va a seguir siendo un problema por un período prolongado de tiempo.

En cuanto a perspectivas, lo más probable es que la actividad agregada siga creciendo en el segundo semestre, impulsada por una serie de fuerzas: los efectos expansivos de las políticas fiscales y monetarias; la reconstrucción de inventarios

ahora que se estabilizan las ventas; el alza en los precios de activos y las mejores expectativas de consumidores y empresarios, y el mejor entorno externo (precios de productos primarios, mayor apetito por riesgo, reducción de la caída del comercio mundial).

De otra parte, afectada por la caída en los precios internacionales de productos primarios y las crecientes holguras de capacidad, la inflación anual sigue cayendo con fuerza. Lo más probable es que la inflación anual se mantenga en valores negativos en los próximos meses, terminando el año entre el -0,5 y el -1,0%. Las amplias brechas de capacidad, la caída de precios de productos primarios y la reducción abrupta en la inflación anual, aumentan el riesgo de que la inflación se mantenga muy por debajo de la meta por un período prolongado.

No es sorprendente que en estas circunstancias el Banco Central haya respondido con una combinación de baja de tasas, anuncio de que la tasa de política se mantendrá baja por un período prolongado y medidas no convencionales. Como respuesta a estas medidas, las tasas de interés nominales de instrumentos financieros de corto plazo bajaron inicialmente para volver a aumentar en lo más reciente por mejora en las perspectivas económicas. El comportamiento de las tasas cortas, especialmente las en UF, está afectado también por el cambio en las expectativas de inflación para el mes de septiembre. Además, las condiciones crediticias en el mercado local mejoran, tanto en tasas como en condiciones de acceso.

Mirando hacia el 2010, los parámetros anunciados para la preparación del presupuesto del 2010 (precio del cobre y crecimiento del PIB de tendencia) y suponiendo que la regla fiscal se mantiene en un balance estructural, anticipan un crecimiento del gasto público para ese año de algo más del 3% real anual.

El IPOM de Septiembre es consistente con este escenario. En particular, reconoce que la inflación anual en Chile ha disminuido más de lo previsto en el IPOM de Mayo y se ubicaría en niveles negativos por lo que resta del 2009.

**Tabla 2**  
Chile: Variables Macroeconómicas  
(variación porcentual anual, %)

	2007	2008	2009				2010			
			BC	LACF	EIU	EEE	BC	LACF	EIU	EEE
PIB	4.7	3.2	-2.0; 1.5	-1.6 (-2.0; -1.1)	-1.2	-1.5 (-2.1; -1.0)	4.5-5.5	4.2 (3.5; 5.2)	3.5	3.6 (2.7; 4.6)
Consumo Privado	6.9	4.3	0.0*	-0.9	-0.7	-	2.5	4.0	3.6	-
Inversión Total	12.0	19.5	-12.9	-13.3	-15.3	-	7.4	7.0	8.2	-
Bce. Sector Público	8.7	5.3	-	-3.9	-4.2	-	-	-1.5	-1.7	-
Tipo Cambio (fin período)	495.8	629.1	-	552.9**	542.5	560** (520; 580)	-	567.6**	558.2	573** (525; 600)
Inflación (dic-dic)	7.8	7.1	-0.8	-0.9 (-1.5; -0.5)	0.5	-1.0 (-1.5; 0.2)	2.8	2.7 (2.0; 3.2)	3.2	2.5 (1.9; 3.1)

\* Se refiere al consumo total

\*\* Corresponde a fines de septiembre del año siguiente.

Fuentes: LACF: Latin American Consensus Forecasts (Septiembre, 2009) rango en paréntesis; BC: IPOM, Banco Central de Chile (Septiembre, 2009); EEE: Encuesta de Expectativas Económicas BCCH (Septiembre, 2009), deciles 1 y 9 en paréntesis; EIU: Economist Intelligence Unit (Septiembre, 2009).

En cuanto al escenario considerado como más probable, este considera un repunte de la economía a partir de este semestre empujado por: el impulso que han provisto las políticas monetaria y fiscal, la paulatina recuperación de la confianza, y la mejora en la economía global. El IPOM proyecta un crecimiento de la economía chilena en el rango de 4,5 al 5,5% el año 2010 con riesgos en ambas direcciones por las condiciones externas. Esta proyección está en la parte optimista de las estimaciones, y es algo alta dada la evolución más probable de la economía mundial y la permanencia de altas tasas de desempleo en Chile por buena parte del año 2010.

Como supuesto de trabajo el IPOM considera que, con la información actual, lo más probable es que la TPM se mantendrá en su nivel mínimo por un período prolongado, para luego iniciar un proceso de normalización comparable al que se deduce de precios de activos en las dos semanas antes del cierre del IPOM. Esto sugiere que dicho proceso se

iniciaría hacia el segundo trimestre del año próximo. Lo más probable es que dada la evolución de la economía internacional, del precio internacional del petróleo y las proyecciones de inflación, el proceso de normalización de la política monetaria comenzará algo más tarde.

Las proyecciones de la economía chilena para el año 2009 y 2010 apuntan a un crecimiento entre el -1,0 y -2,0% este año y del 2,7 al 5,5% el 2010: Lo más probable es que el crecimiento este entre el -1,5 y el -2% este año y entre el 4 y el 4,5% el próximo. En cuanto a la inflación, las proyecciones apuntan a una inflación del -1,5 al 0,2% este año y del 2 al 3,2% el próximo. Lo más probable es que la inflación este en el rango del -1,0 al -0,5% este año y entre el 2 y el 2,5% el próximo. Esto es suponiendo una trayectoria de política monetaria donde el proceso de normalización monetaria no comienza hasta el segundo semestre del 2010.