



# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA Y DESARROLLOS POSTERIORES

Enrique Marshall  
Banco Central de Chile



# Introducción

---

- La noticia más relevante de los últimos días es la decisión de mantener sin variaciones el programa de compra de bonos por parte de la Reserva Federal de EEUU.
- Los mercados anticipaban el pronto inicio del retiro de dicho programa y ello había tenido efectos sobre las condiciones financieras enfrentadas por las economías emergentes. La decisión comentada ha sorprendido a los mercados y ha generado volatilidad.
- Pero más allá de estos desarrollos, en el escenario externo, se ha consolidado un panorama de recuperación gradual de las economías desarrolladas, especialmente de EE.UU., y perspectivas de mayor desaceleración de las emergente, pero con variantes significativas entre países.
- El efecto agregado de todos estos movimientos es que, en el escenario más probable, la economía nacional se verá enfrentada a un impulso externo menor que el contemplado en junio.



# Introducción

---

- En lo interno, la actividad y la demanda han continuado con el proceso de normalización gradual iniciado este año, manteniendo tasas de expansión inferiores a las del 2012 por segundo trimestre consecutivo, pero el consumo privado se mantiene dinámico.
- La inflación ha evolucionado en línea con lo anticipado y volvió al rango de tolerancia, mientras las medidas subyacentes continúan en valores cercanos a 1%.
- Las expectativas inflacionarias a dos años plazo siguen en torno a la meta.
- En este contexto, el Consejo ha mantenido la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 5%.



# Escenario internacional



En las economías avanzadas destaca el crecimiento por sobre lo esperado en el segundo trimestre. Para las emergentes, en general, éste ha sido menor a lo previsto.

## PIB economías avanzadas

(variación trimestral anualizada, porcentaje)

	2011	2012	2013	
			1T	2T
EE.UU.	1,8	2,8	1,1	<b>2,5</b>
Japón	-0,6	2,0	<b>4,1</b>	<b>3,8</b>
China (a/a)	9,3	<b>7,7</b>	7,7	7,5
Zona Euro	1,5	-0,6	<b>-0,6</b>	<b>1,2</b>
Alemania	3,3	0,7	0,0	2,9
Francia	2,0	0,0	-0,6	1,9
Italia	0,4	-2,4	-2,2	-1,0
España	0,1	-1,6	-1,5	-0,4
Grecia (a/a)	-7,2	-6,4	-5,6	-4,6
Portugal	-1,6	-3,2	-1,4	4,5
Holanda	1,0	-1,3	-1,5	-0,7
Bélgica	1,9	-0,3	-0,1	0,4
Reino Unido	1,1	0,2	1,2	<b>2,8</b>
Noruega	1,3	3,1	-0,4	3,2
Suiza	1,8	1,1	2,3	<b>2,1</b>
Canadá	2,5	1,7	2,2	<b>1,7</b>
Australia	2,4	3,7	2,0	<b>2,4</b>
Nueva Zelanda	1,3	3,2	1,2	--

## PIB economías emergentes

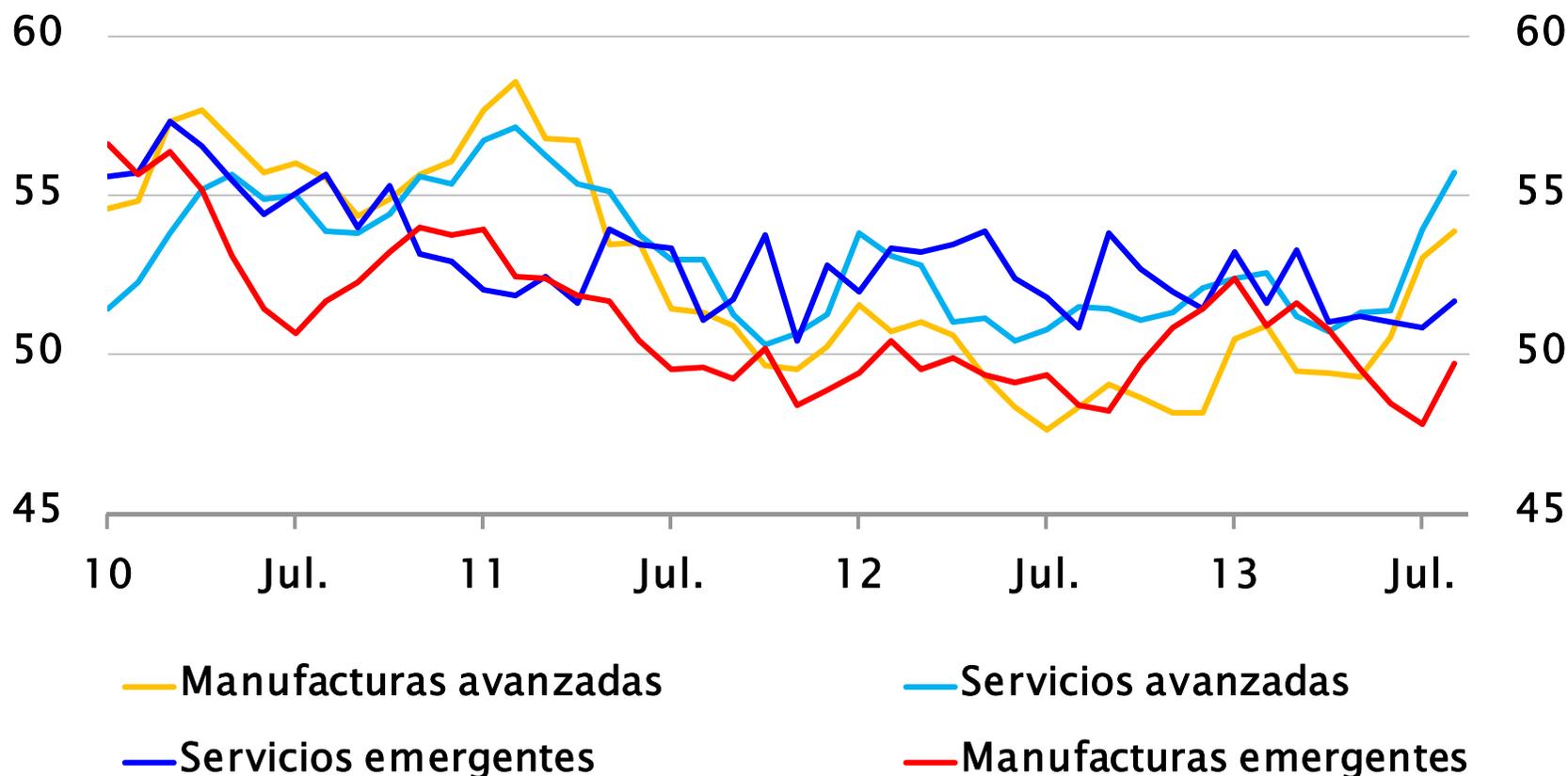
(variación trimestral anualizada, porcentaje)

	2011	2012	2013	
			1T	2T
Brasil	2,8	0,9	2,5	<b>6,0</b>
Colombia	6,6	4,0	1,2	--
Perú	7,0	6,3	4,8	5,6
Mexico	3,9	3,9	0,1	<b>-2,9</b>
Tailandia	0,1	6,5	<b>-6,6</b>	<b>-1,2</b>
Malasia (a/a)	5,1	5,6	4,1	<b>4,3</b>
Rep. Corea	3,7	2,0	3,2	4,5
India	7,5	5,1	4,8	<b>4,4</b>
Indonesia (a/a)	6,5	6,2	6,0	<b>5,8</b>
Hong Kong	4,9	1,5	0,8	<b>3,2</b>
Singapur	5,3	1,3	1,7	<b>15,5</b>
Taiwán	4,1	1,3	1,6	<b>2,5</b>
Filipinas	3,6	6,8	2,3	<b>1,4</b>
Rep. Checa	1,9	-1,2	-5,1	2,5
Hungría	1,7	-1,7	2,9	0,3
Polonia	4,5	1,9	0,9	1,5



Así, en las economías desarrolladas se va confirmando un panorama de recuperación gradual, en particular en Estados Unidos. En el mundo emergente, se reafirman perspectivas de desaceleración con diferencias significativas entre países.

### Expectativas de gerentes de compra: PMI (\*) (índice de difusión)



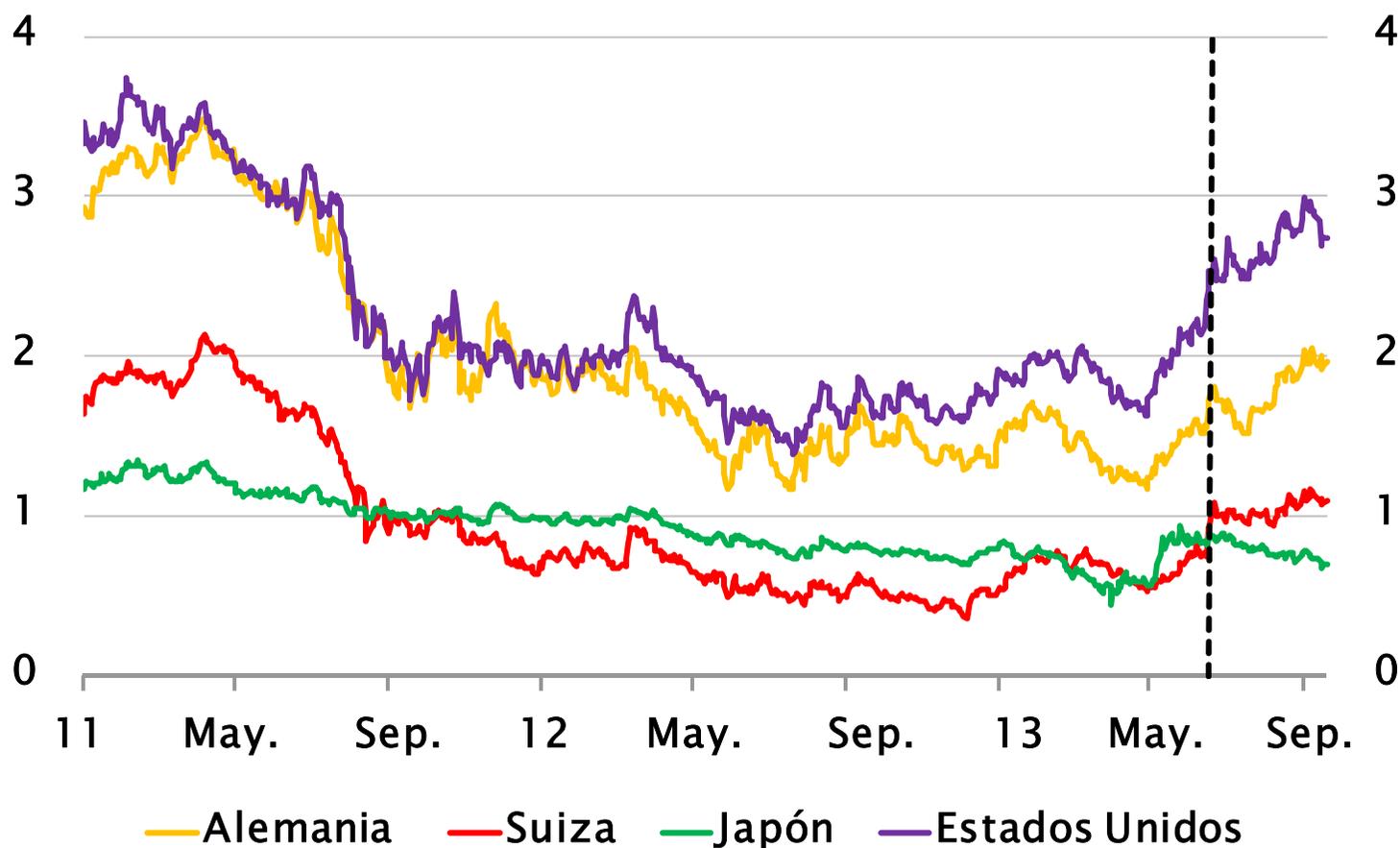
(\*) Un valor sobre (bajo) 50 indica expansión (contracción).

Fuente: Banco Central de Chile en base a Bloomberg.



Las tasas de interés de largo plazo han continuado subiendo en las economías desarrolladas, anticipando el inicio de una reducción de las compras de activos por parte de la Reserva Federal. La reciente decisión de no innovar por el momento ha sorprendido a los mercados y ha generado volatilidad.

Tasas de interés de bonos de gobierno a 10 años plazo (\*)  
(porcentaje)



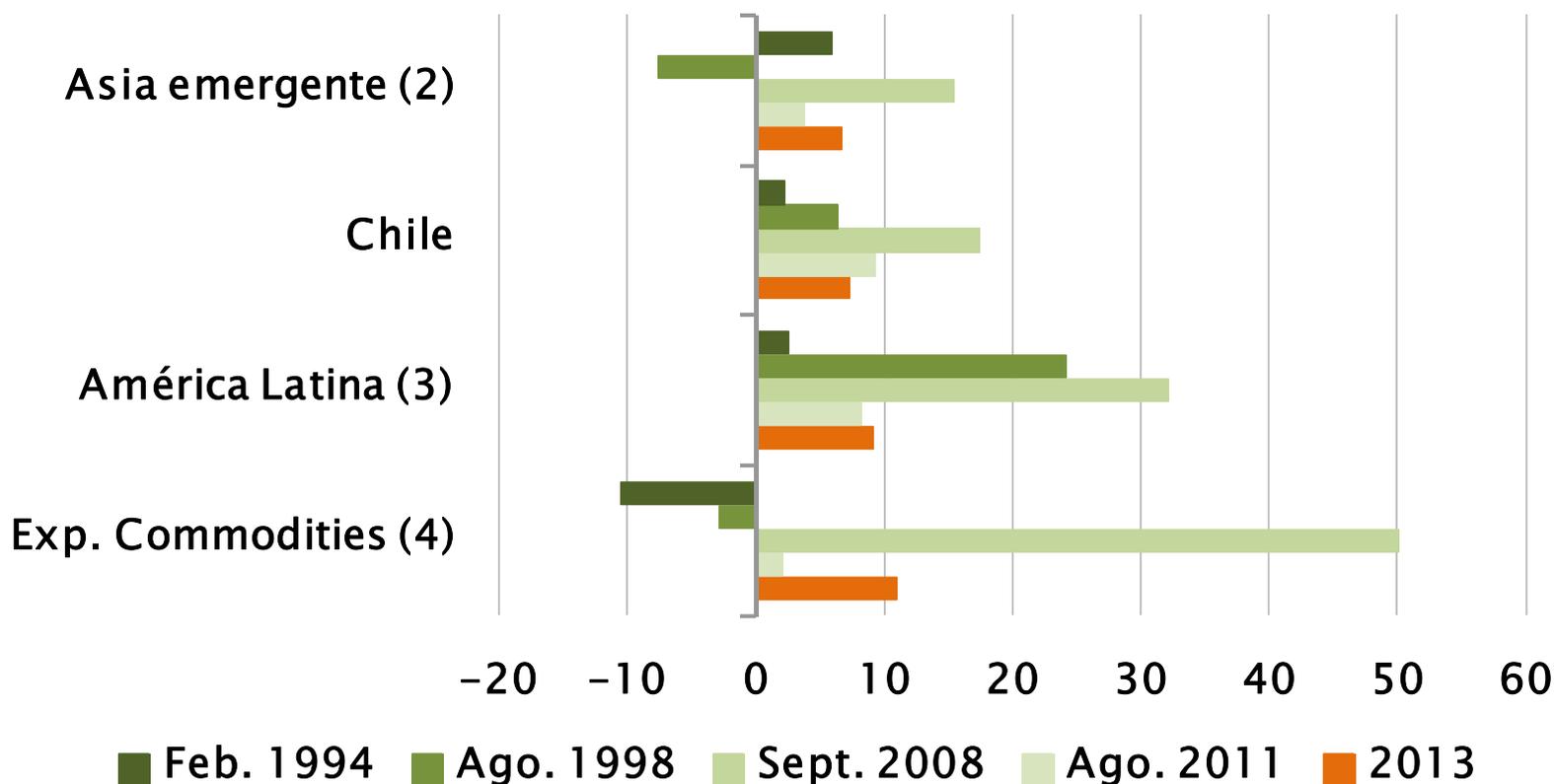
(\*) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPOM de junio 2013.

Fuente: Bloomberg.



Al igual que en otros períodos de estrés financiero, las principales depreciaciones se han dado en las monedas de los países exportadores de materias primas y de América Latina.

### Variación tipo de cambio nominal (1) (porcentaje)



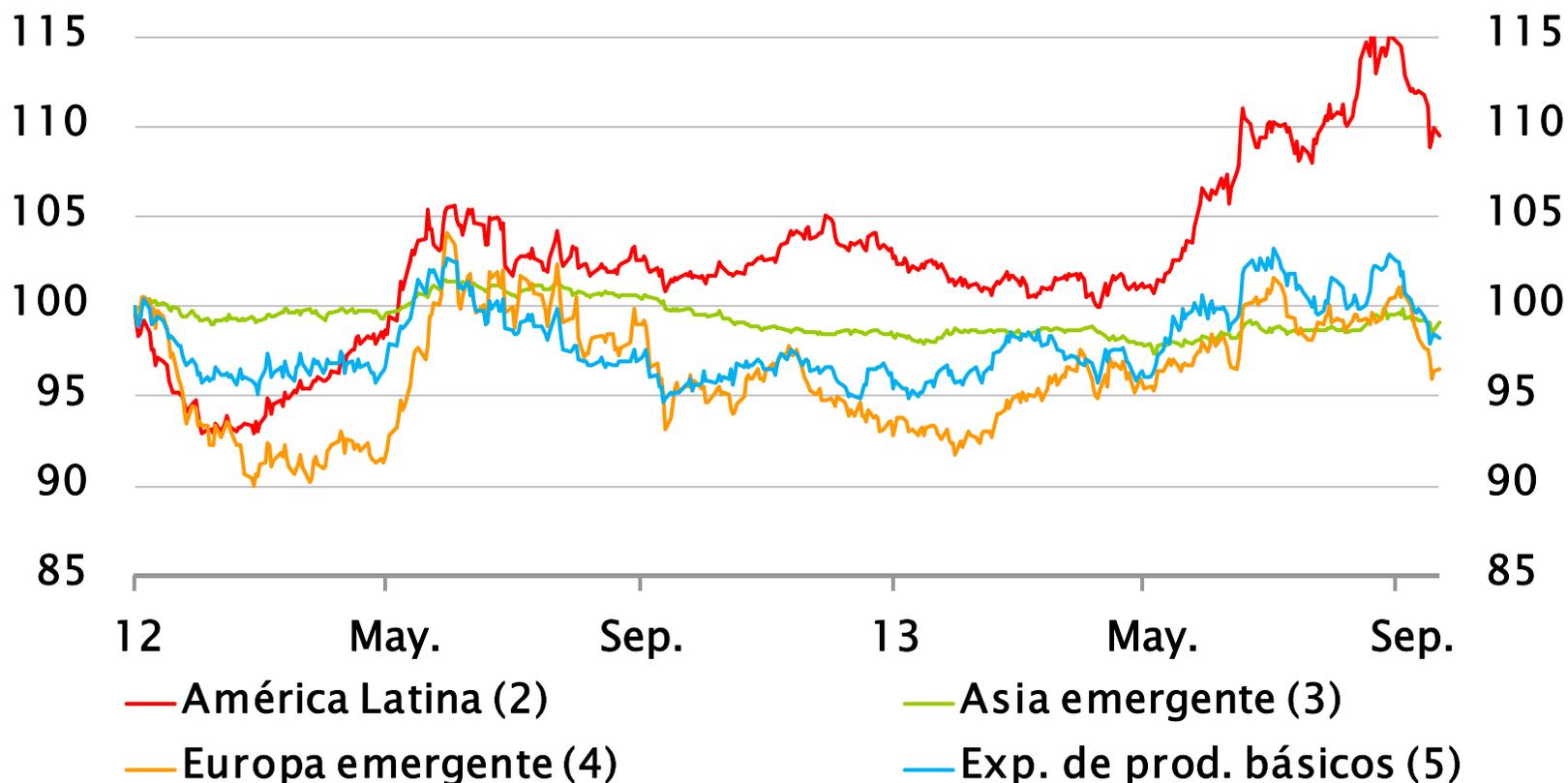
(1) Aumento indica depreciación. Corresponde a la variación acumulada desde 60 días antes del momento de comenzado el episodio de estrés financiero y hasta 110 días hábiles posteriores. (2) Incluye China, Singapur, Rep. Corea, Indonesia, Malasia, Filipinas y Tailandia. (3) Incluye Chile, Brasil, México, Colombia y Perú. (4) Incluye Australia y Nueva Zelanda. Fuentes: Banco central de Chile y Bloomberg



En algunas economías emergentes, la desvalorización de sus monedas ha sido particularmente marcada como consecuencia de las vulnerabilidades que se gestaron en años anteriores.

### Tipo de cambio nominal (1)

(índice 1/1/2012=100)



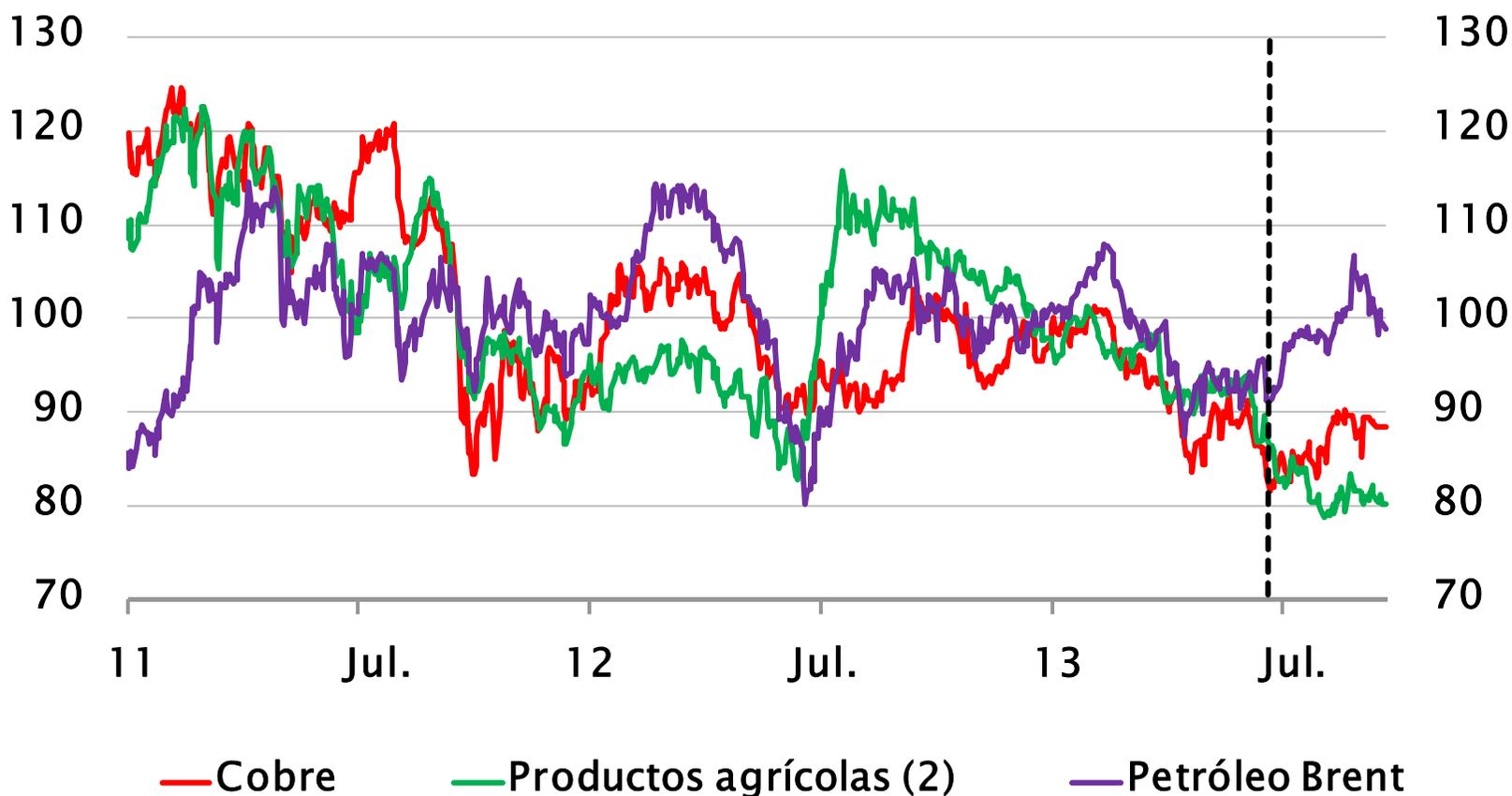
(1) Corresponde al promedio ponderado a PPC para cada región. Aumento indica depreciación. (2) Incluye a Argentina, Brasil, Chile y México. (3) Incluye a China, Indonesia, Malasia, Rep. Corea y Tailandia. (4) Incluye a Hungría, Polonia, Rep. Checa y Rusia. (5) Incluye a Australia, Canadá y Nueva Zelanda. Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.



El precio del petróleo y sus derivados subieron debido a las tensiones en Medio Oriente. Sin embargo, en las últimas semanas éste ha disminuido. El precio del cobre, aunque con vaivenes, detuvo su descenso.

### Precios de materias primas (1)

(índice ene.2011-ago.2013=100)



(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio 2013. (2) Corresponde al índice agregado de Goldman Sachs. Fuente: Bloomberg.



En este contexto, algunas economías emergentes han adoptado medidas para frenar la depreciación de sus monedas.

### Variación de tasas de política monetaria (1)

	Spot	Variación última RPM	Variación esperada 3 meses (2)	Variación Período (pb.)		
				Acum. 2013	2012	2011
EE.UU. (3)	0,25	-	0	0	0	0
Europa (3)	0,50	0	0	-25	-25	0
Canadá	1,00	0	0	0	0	0
Reino Unido (3)	0,50	0	0	0	0	0
Suecia	1,00	0	0	0	-75	50
Noruega	1,50	-	0	0	-25	-25
Australia	2,50	0	0	-50	-125	-50
Nueva Zelanda	2,50	0	0	0	0	-50
China	6,00	-	0	0	-56	75
India	7,25	-	0	-75	-50	225
Rep. de Corea	2,50	0	0	-25	-50	75
Indonesia	7,25	75	0	150	-25	-50
Malasia	3,00	0	0	0	0	25
Tailandia	2,50	0	0	-25	-50	125
Rusia	8,25	-	-25	0	25	25
Hungría	3,80	-20	-25	-195	-125	125
Rep. Checa	0,05	-	0	0	-70	0
Polonia	2,50	0	-25	-175	-25	100
Israel	1,25	0	-25	-50	-100	75
Turquía	4,50	0	25	-100	-25	-75
Brasil	9,00	50	25	175	-375	25
Chile	5,00	0	-50	0	-25	200
México	3,75	-25	0	-75	0	0
Colombia	3,25	0	0	-100	-50	175
Perú	4,25	-	0	0	0	125

No incluye Japón debido a cambio de objetivo de política monetaria. (2) Mediana de las respuestas de los analistas encuestados por Bloomberg al 11/09/13. (3) Mantuvo sin cambios su programa de compra de activos.

Fuente: Bloomberg.

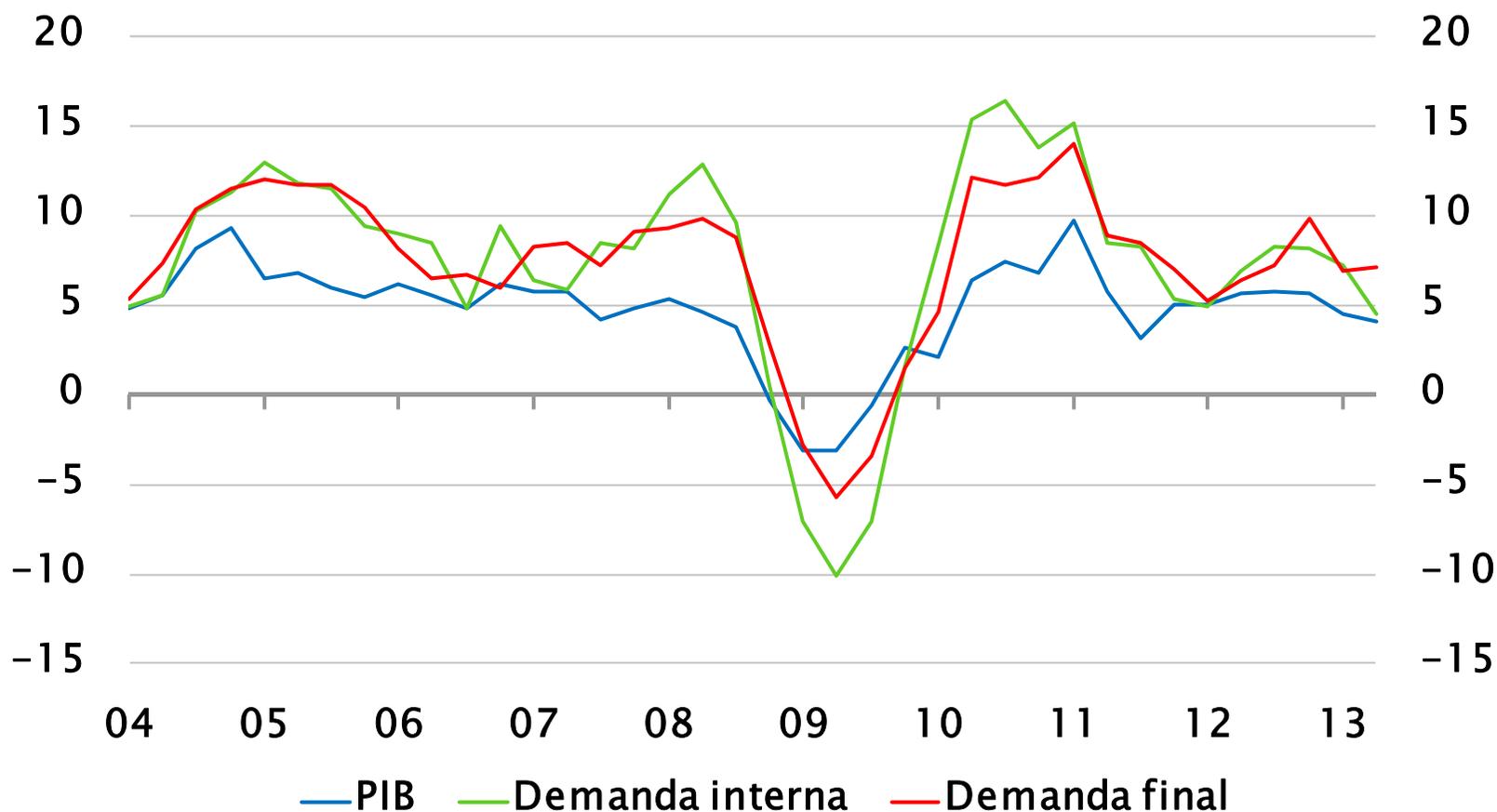


# Escenario interno



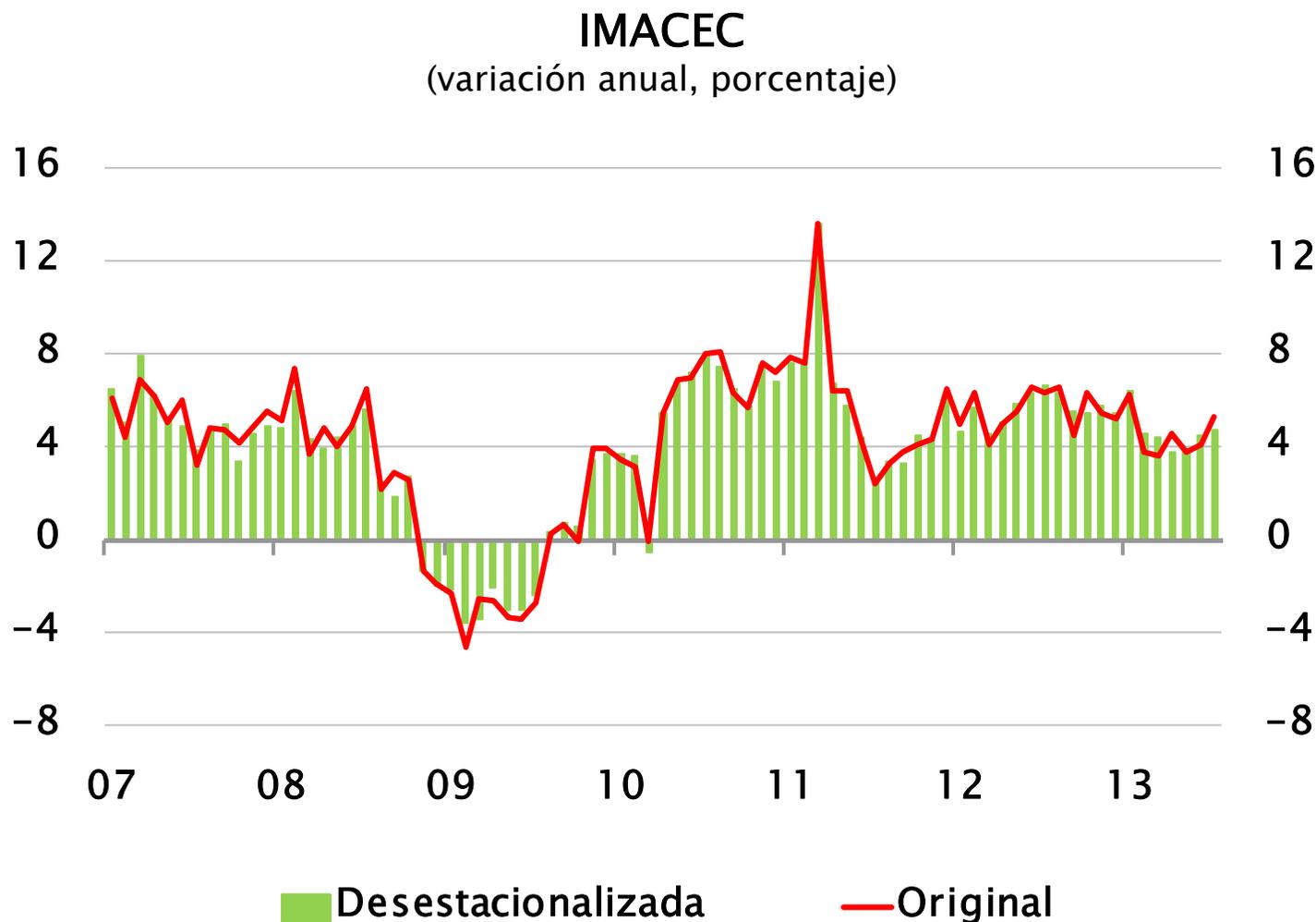
En Chile, el PIB creció 4,1% el segundo trimestre. Sin embargo, la demanda final mantuvo un crecimiento anual similar al del primer trimestre, pero inferior al de la segunda mitad del 2012, lo que se explica por la evolución del consumo privado.

**Crecimiento del PIB**  
(variación anual, porcentaje)





En julio, el Imacec creció 5,3% anual, liderado por la minería, cuyo crecimiento se explica por la baja base de comparación del 2012 y por la producción asociada a los nuevos proyectos.

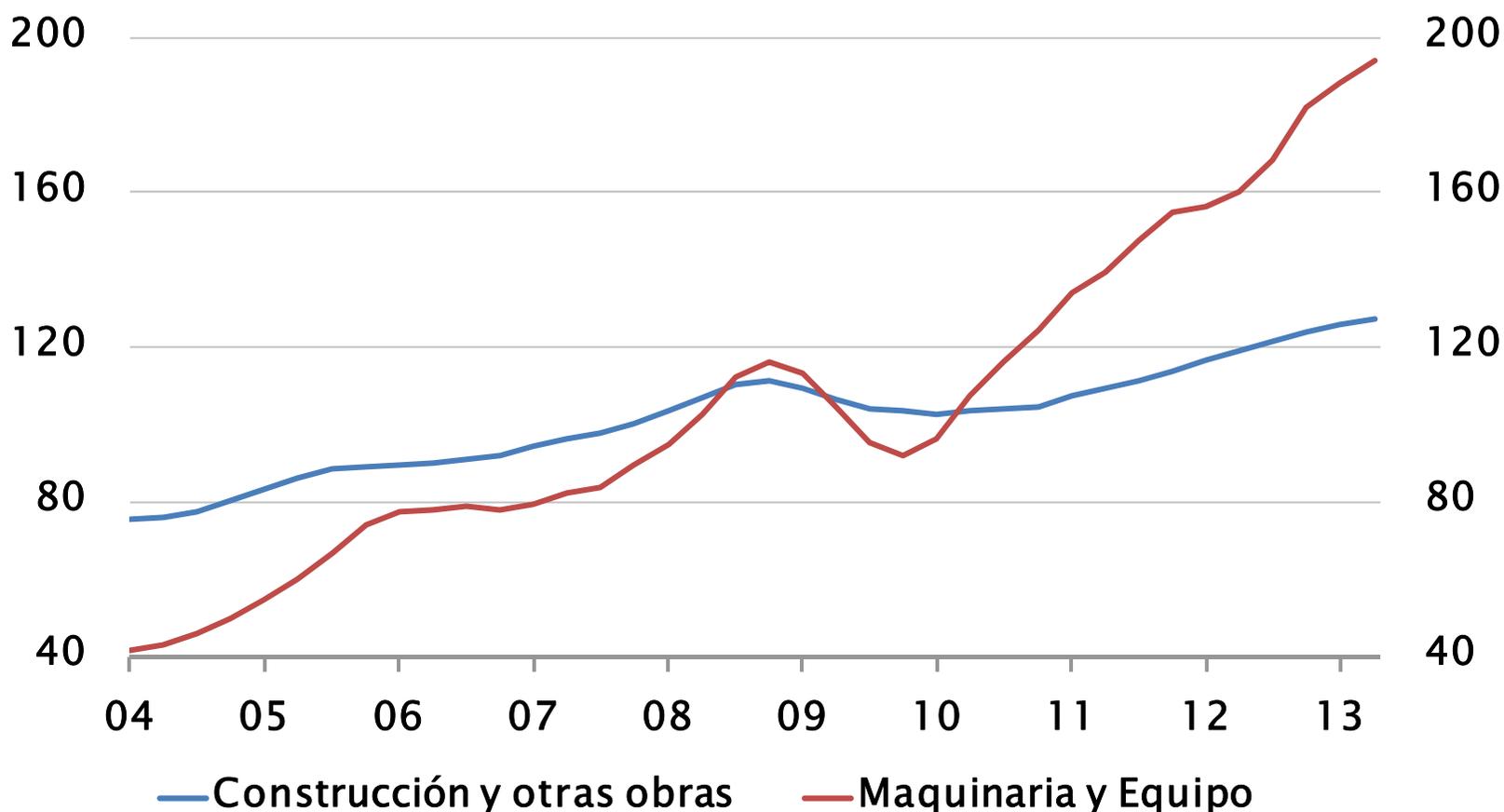




La formación bruta de capital fijo registró una expansión anual equivalente a la del primer trimestre, aunque por debajo de lo observado en la segunda mitad del 2012. Esta desaceleración se debe principalmente a la maduración del ciclo de inversiones mineras.

## Inversión

(índice 2004-2012=100, acumulado anual)

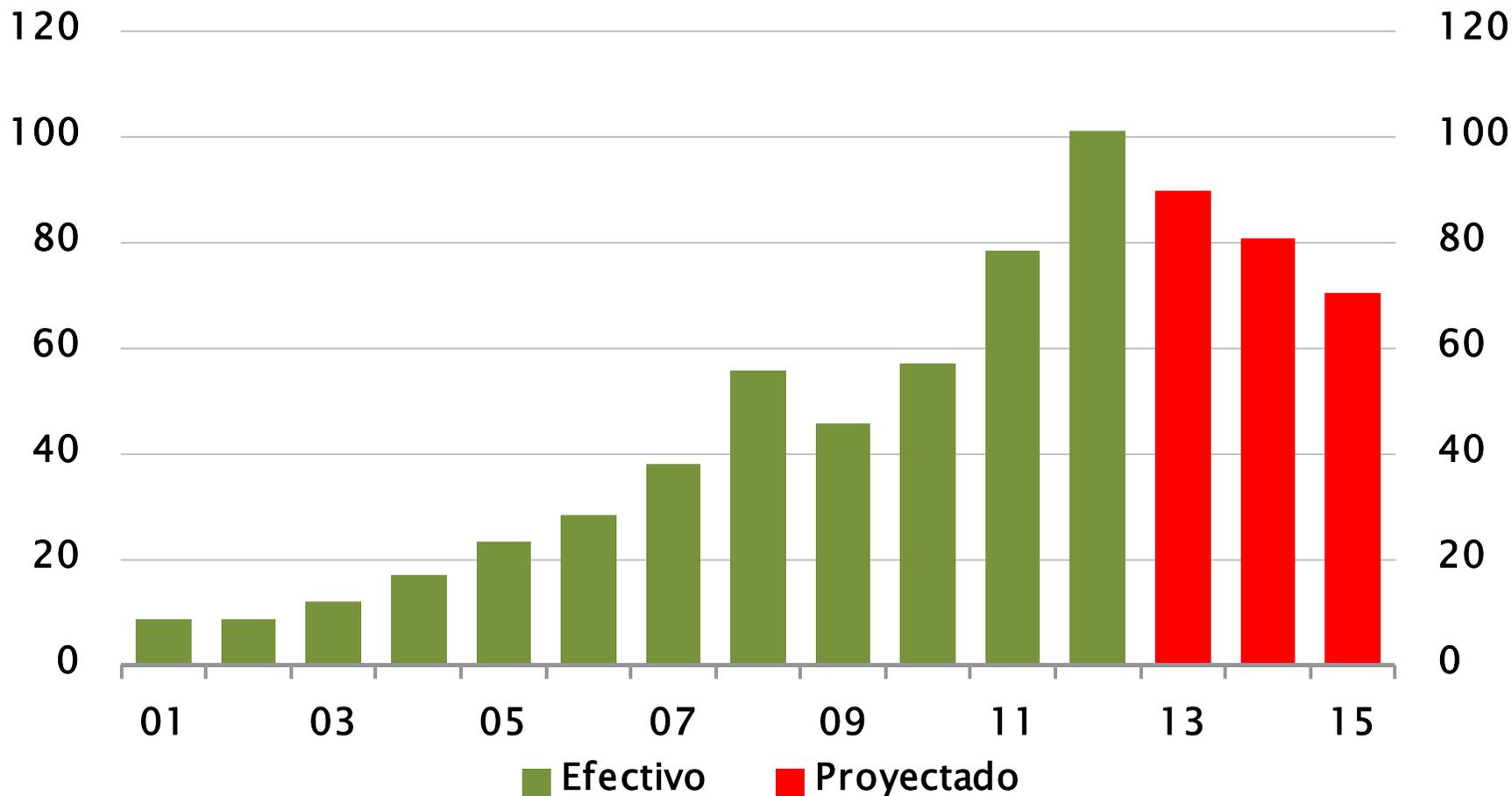




Lo observado con la inversión minera es un fenómeno global. En efecto, las proyecciones de gasto de capital de las principales empresas mineras relacionadas con el cobre, luego de alcanzar su máximo en el 2012, contemplan niveles inferiores para los próximos años.

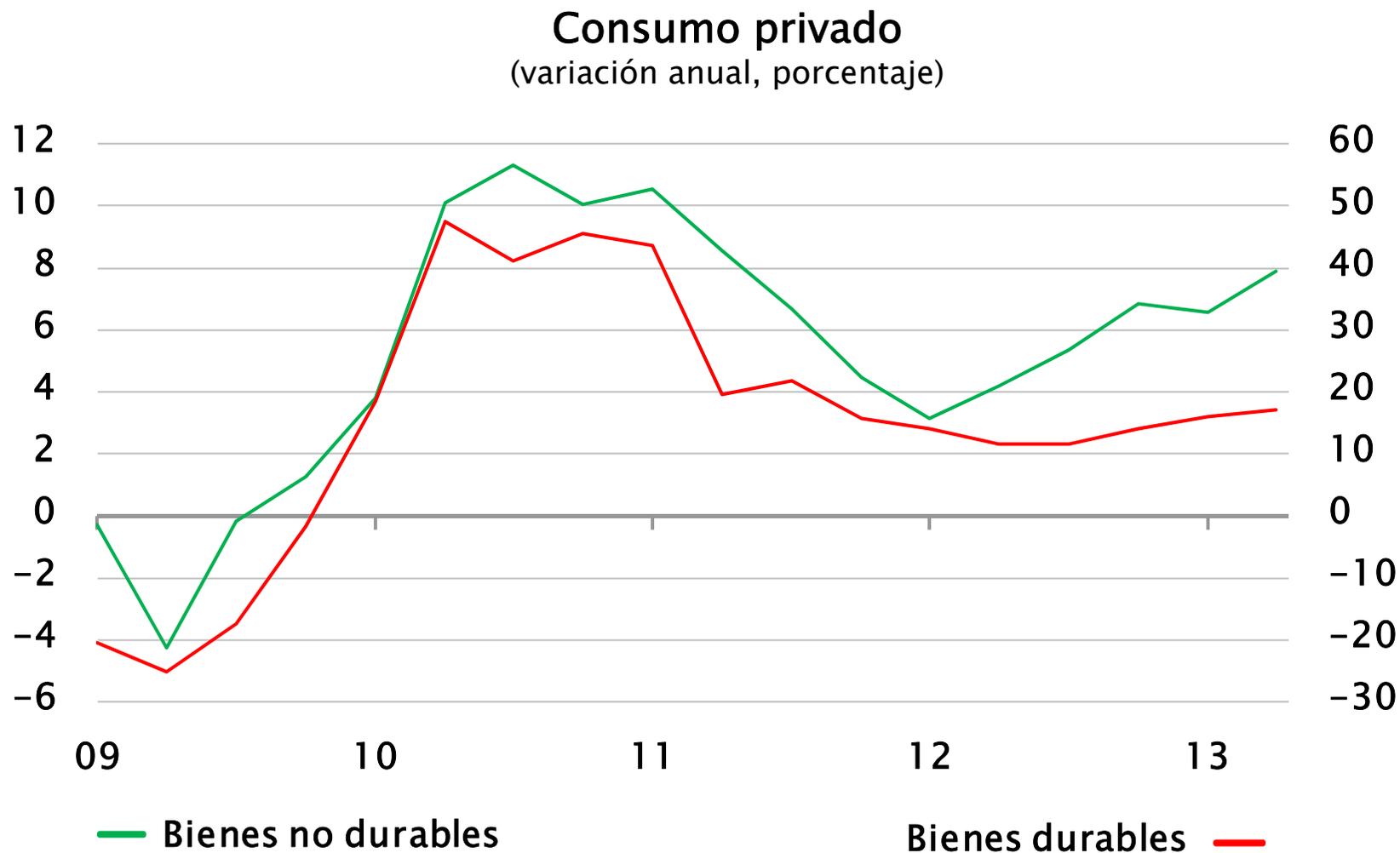
### Gasto de capital en empresas relacionadas al cobre

(miles de millones de dólares)





En el segundo trimestre, el consumo privado mostró un mayor dinamismo en su componente habitual, mientras que el componente durable permaneció en niveles elevados.

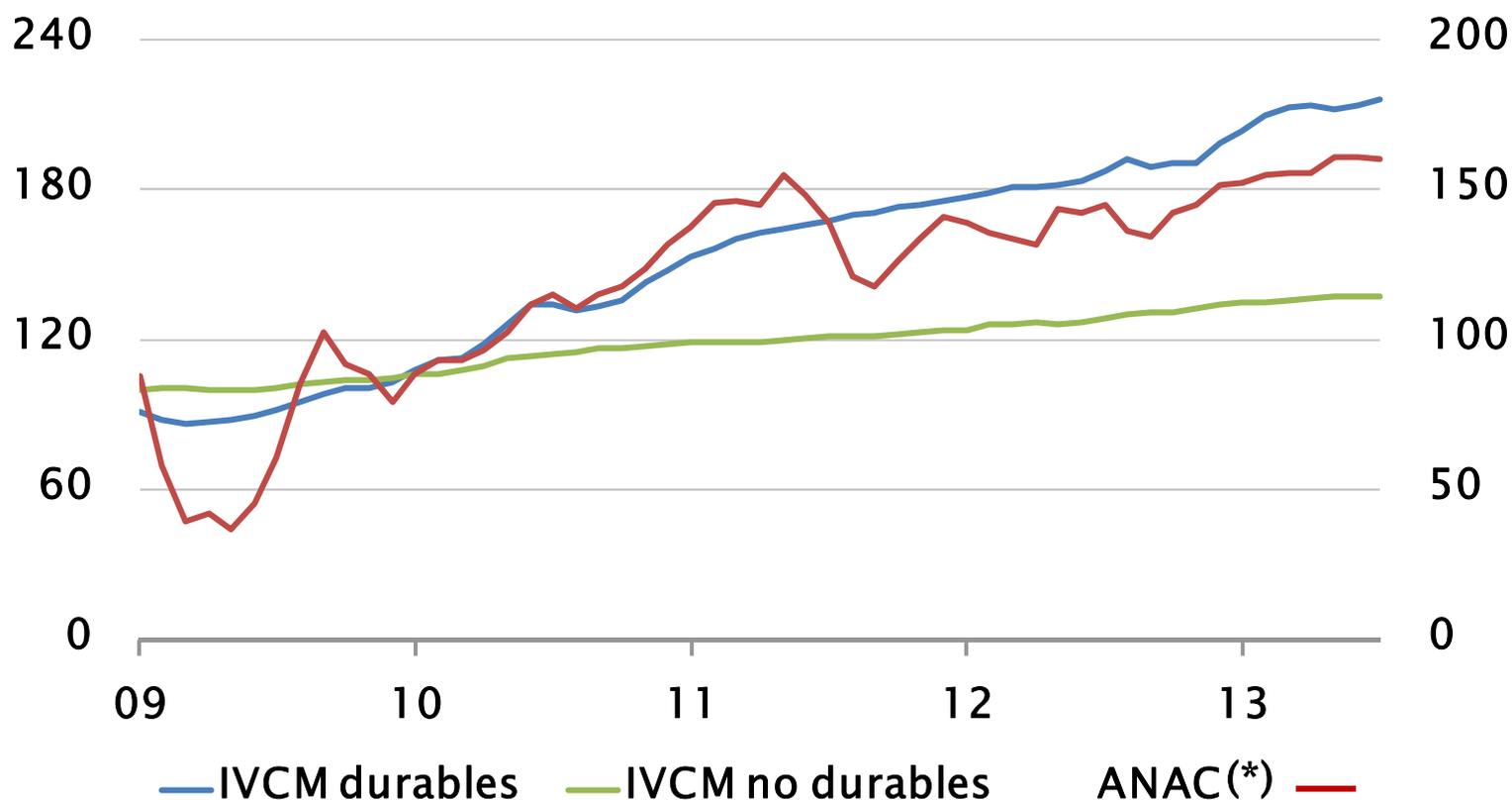




Indicadores parciales del tercer trimestre muestran que el consumo continuó robusto, apoyado principalmente en el dinamismo del componente durable.

### Indicadores de consumo

(índice 2008=100, promedio móvil trimestral de la serie desestacionalizada)



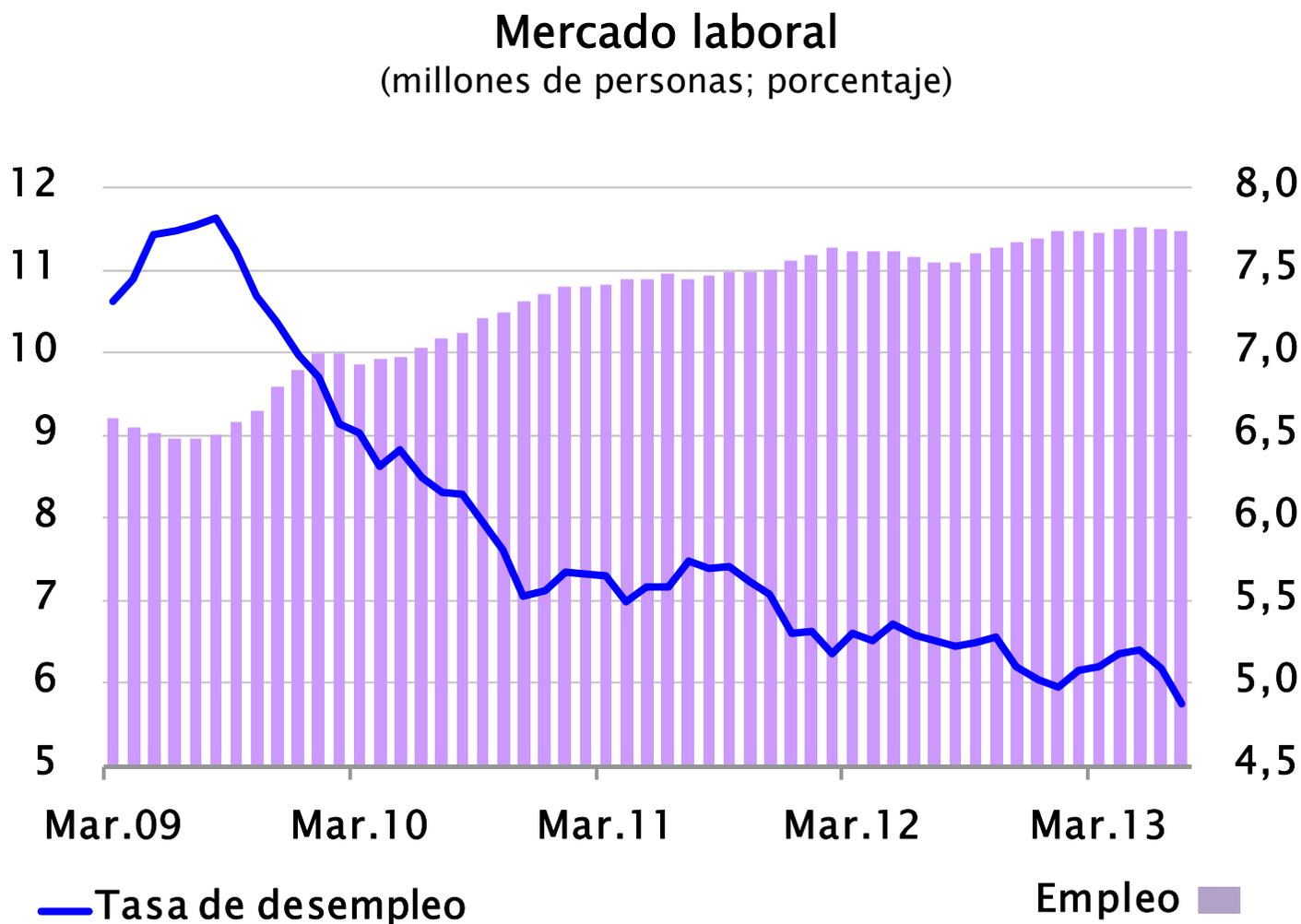
(\*) Corresponde al número de automóviles vendidos de acuerdo a la ANAC.

IVCM: Índice de ventas de comercio al por menor del INE.

Fuentes: Asociación Nacional Automotriz de Chile (ANAC), Banco Central de Chile e INE.



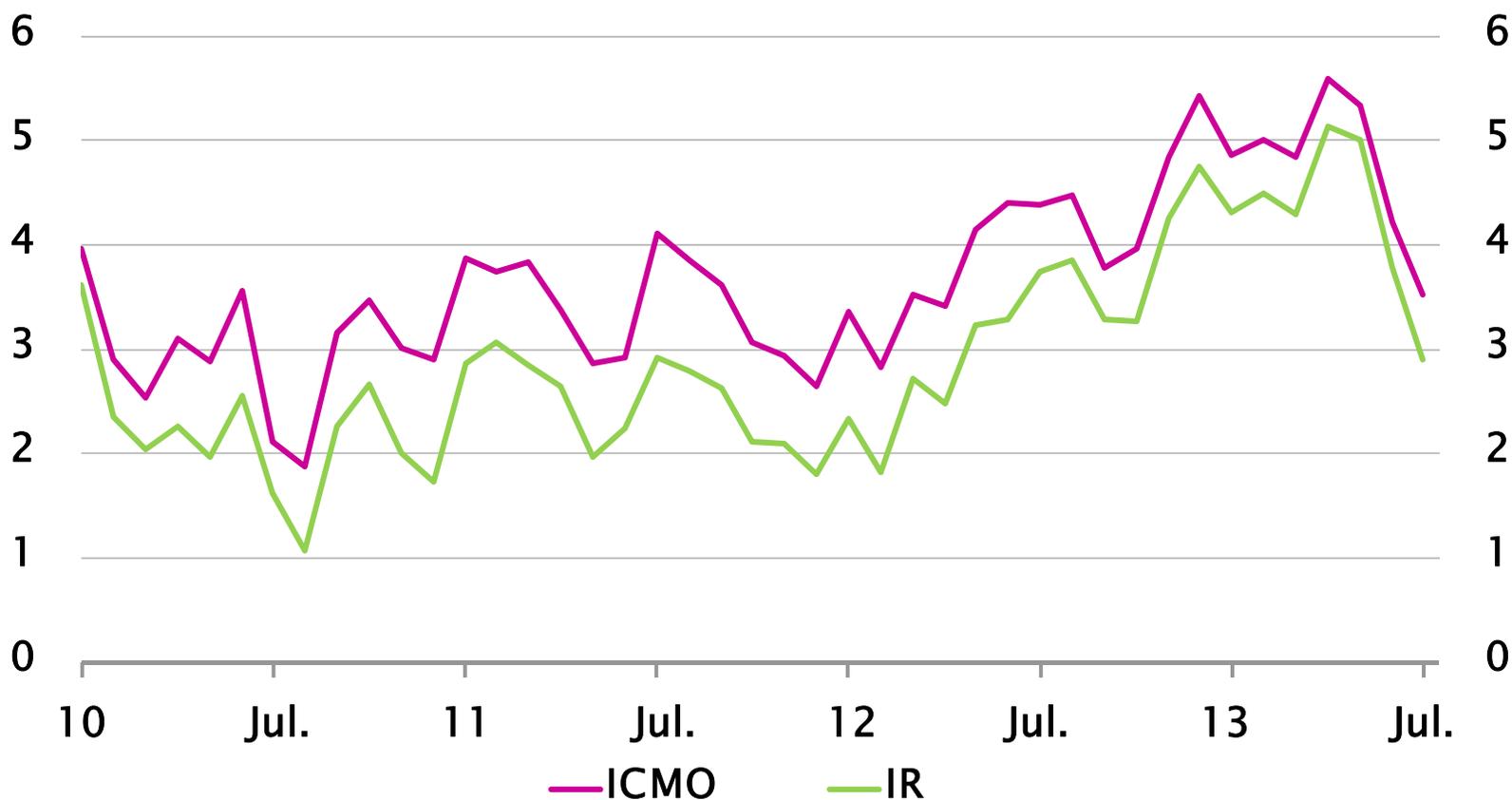
El mercado laboral sigue siendo el principal impulsor del consumo. La tasa de desempleo se sitúa cercana a sus mínimos históricos.





Por su parte, los salarios nominales y reales han moderado su variación anual.

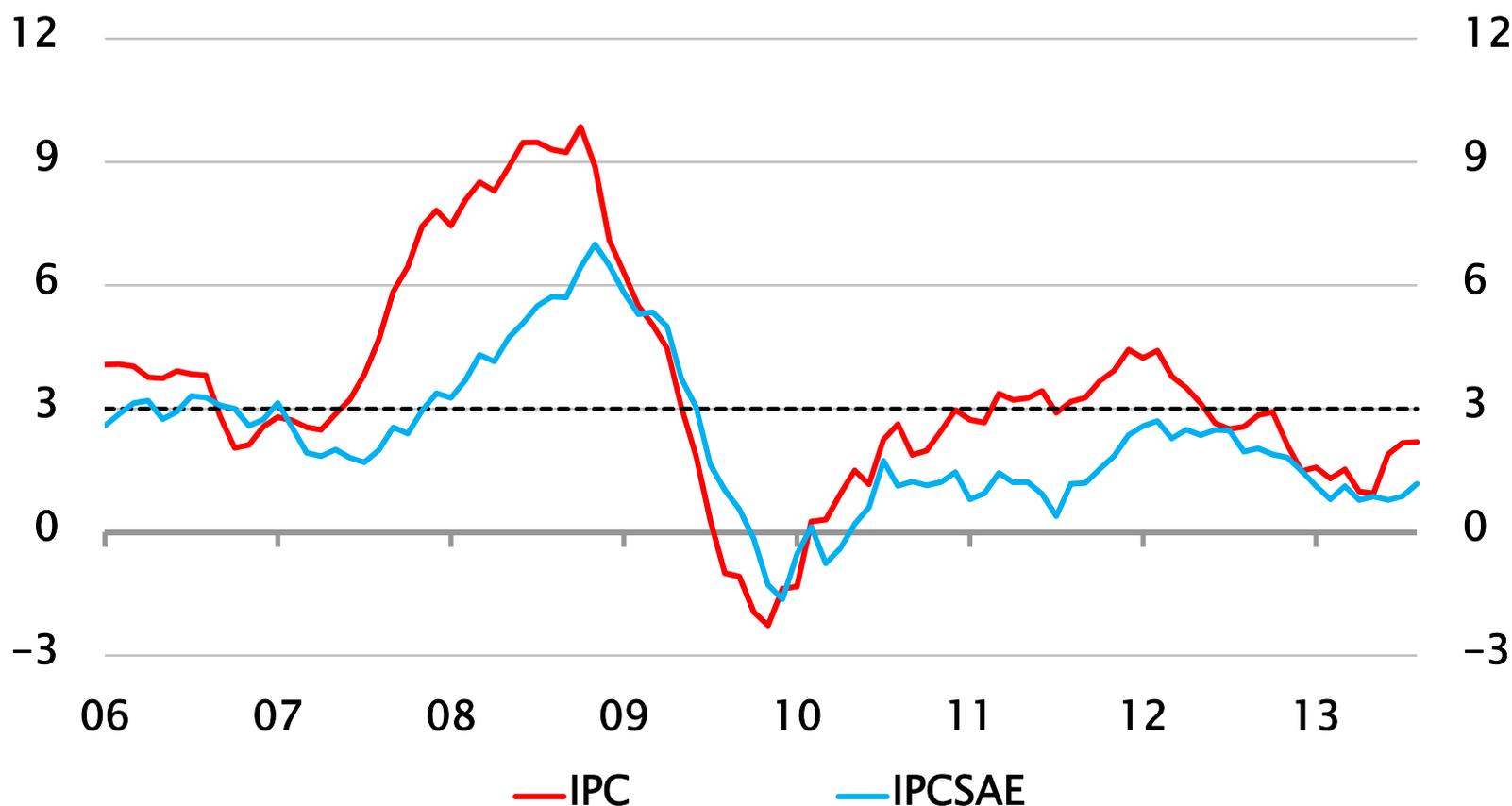
### Remuneraciones reales (variación anual, porcentaje)





De acuerdo con lo anticipado, la inflación del IPC ha vuelto a ubicarse dentro del rango de tolerancia. La medida subyacente IPCSAE ha permanecido en torno a 1% anual.

Indicadores de inflación  
(variación anual, porcentaje)

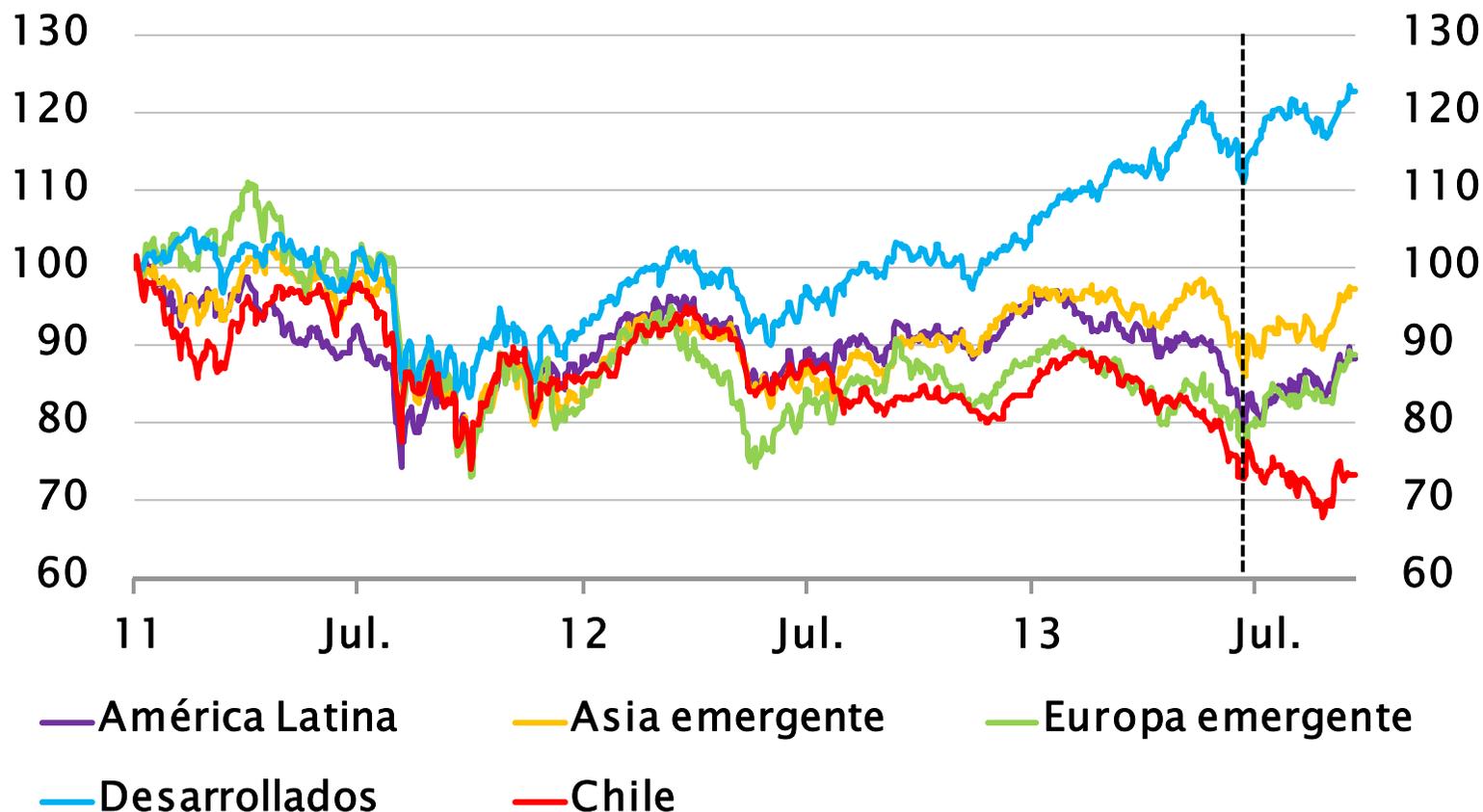




En Chile, los efectos de la mayor volatilidad internacional han sido acotados y se han manifestado principalmente en los mercados bursátil y cambiario. La depreciación ha experimentado cierta reversión en lo más reciente.

### Indicadores bursátiles (1) (2)

(índice 03/01/2011=100)

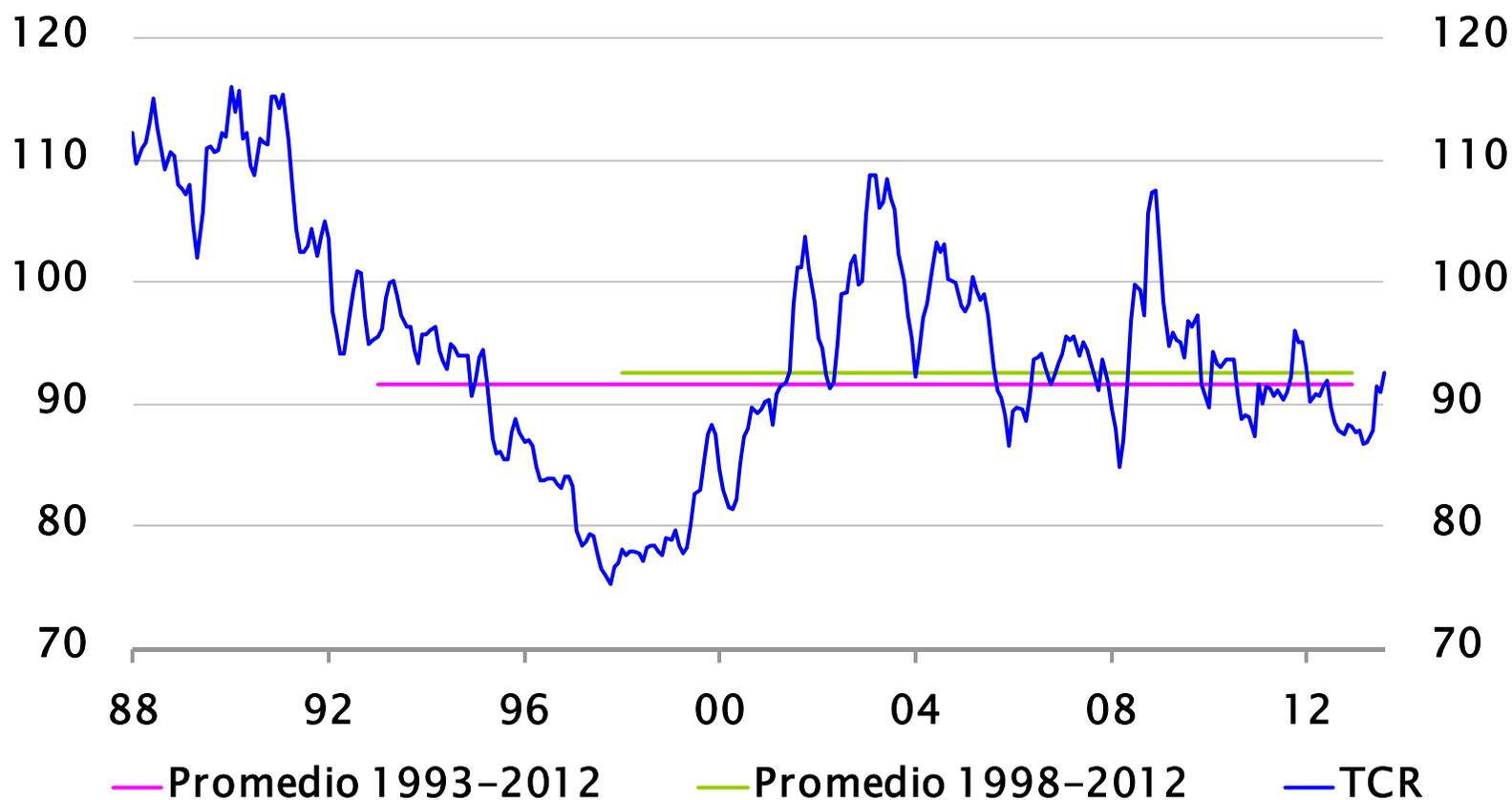


(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio 2013. (2) Corresponde a los índices accionarios por región de Morgan Stanley Capital International denominado en dólares.



El tipo de cambio real también se ha depreciado y se estima que está en un rango coherente con sus fundamentos de largo plazo.

### Tipo de cambio real (índice 1986=100)





# Perspectivas



El escenario base ajusta levemente a la baja las proyecciones de crecimiento mundial y de los socios comerciales para el 2013 y el 2014. Los términos de intercambio son inferiores principalmente por mayores precios del petróleo.

### Supuestos del escenario base internacional

	2012	2013 (f)			2014 (f)			2015 (f)
		IPoM Mar. 13	IPoM Jun. 13	IPoM Sept. 13	IPoM Mar. 13	IPoM Jun. 13	IPoM Sept. 13	IPoM Sept. 13
Crecimiento		(variación anual, porcentaje)						
PIB socios comerciales	3,4	3,6 ▼	3,4 ▼	3,3	4,2 ▼	3,7 ▼	3,6	4,0
PIB mundial a PPC	3,1	3,3 ▼	3,1 ▼	3,0	3,9 ▼	3,6 ▼	3,5	3,9
Estados Unidos	2,8	1,9 =	1,9 ▼	1,5	2,5 ▲	2,7 ▼	2,6	2,7
Eurozona	-0,5	-0,4 ▼	-0,6 ▲	-0,5	1,3 ▼	1,0 =	1,0	2,1
Japón	2,0	1,1 ▲	1,8 ▼	1,7	1,3 ▼	1,0 =	1,0	0,8
China	7,8	8,1 ▼	7,6 ▼	7,5	8,2 ▼	7,5 ▼	7,4	7,5
India	5,1	6,3 ▼	5,4 =	5,4	6,4 ▼	5,9 ▼	5,8	6,3
Resto de Asia (excl. Japón, China e India)	3,8	4,3 ▼	3,8 =	3,8	4,7 ▼	4,1 ▼	3,9	4,1
América Latina (excl. Chile)	2,7	3,3 ▼	2,8 ▼	2,7	3,7 ▼	3,1 ▼	2,9	3,7
		(en niveles)						
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	361	350 ▼	325 ▲	330	340 ▼	305 =	305	290
Precios del petróleo Brent (US\$/barril)	112	108 ▼	105 ▲	108	101 ▼	98 ▲	108	97
		(variación anual, porcentaje)						
Términos de intercambio	-4,1	-0,4 ▼	-3,5 ▼	-5,2	-1,6 ▲	0,4 ▼	0,1	-1,2

(f) Proyección.

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.



El PIB este año crecerá entre 4,0 y 4,5%, dentro de lo considerado en el IPoM de junio. Para el 2014, se estima un rango entre 4,0 y 5,0%. Ello contempla, entre otros factores, la desaceleración que ya se ha observado de la actividad.

## Crecimiento económico y cuenta corriente (variación anual, porcentaje)

	2012	2013 (f)			2014 (f)
		IPoM Mar.13	IPoM Jun.13	IPoM Sep.13	
PIB	5,6	4,5-5,5	4,0-5,0	4-4,5	4,0-5,0
Demanda interna	7,1	6,1	4,9	4,9	4,9
Demanda interna (sin var. de existencias)	7,3	6,1	5,1	5,7	4,8
Formación bruta de capital fijo	12,3	7,2	5,5	5,6	4,5
Consumo total	5,8	5,7	5,0	5,6	5,0
Exportaciones de bienes y servicios	1,0	3,1	3,8	4,0	3,3
Importaciones de bienes y servicios	4,9	5,9	5,0	5,6	4,5
Cuenta corriente (% del PIB)	-3,5	-4,4	-4,7	-4,5	-4,8

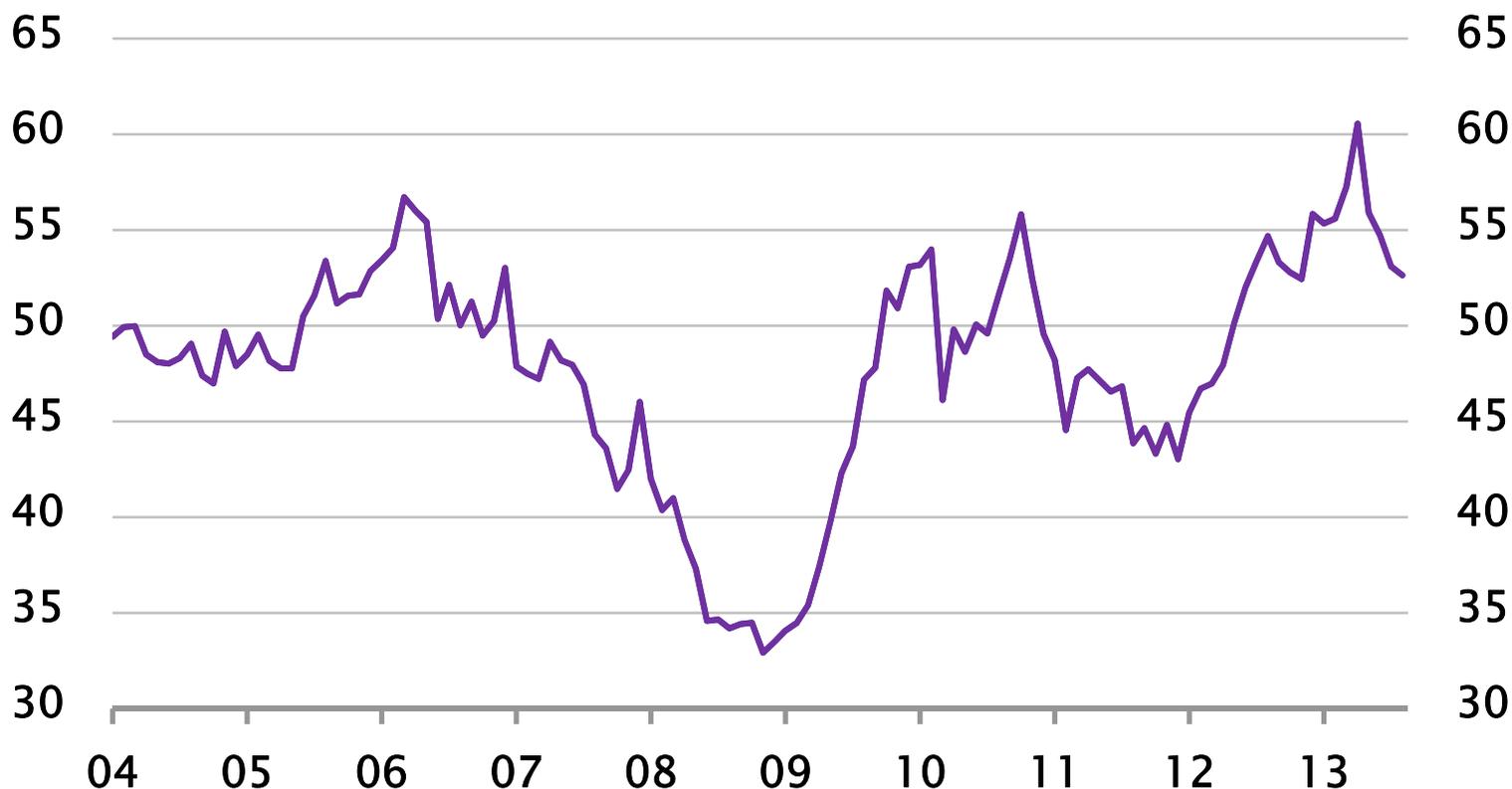
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



Se prevé que la desaceleración del consumo será gradual. Esto se apoya en la evolución de las expectativas de los consumidores que se han vuelto menos optimistas...

Expectativas de los consumidores: IPEC (\*)  
(serie desestacionalizada)



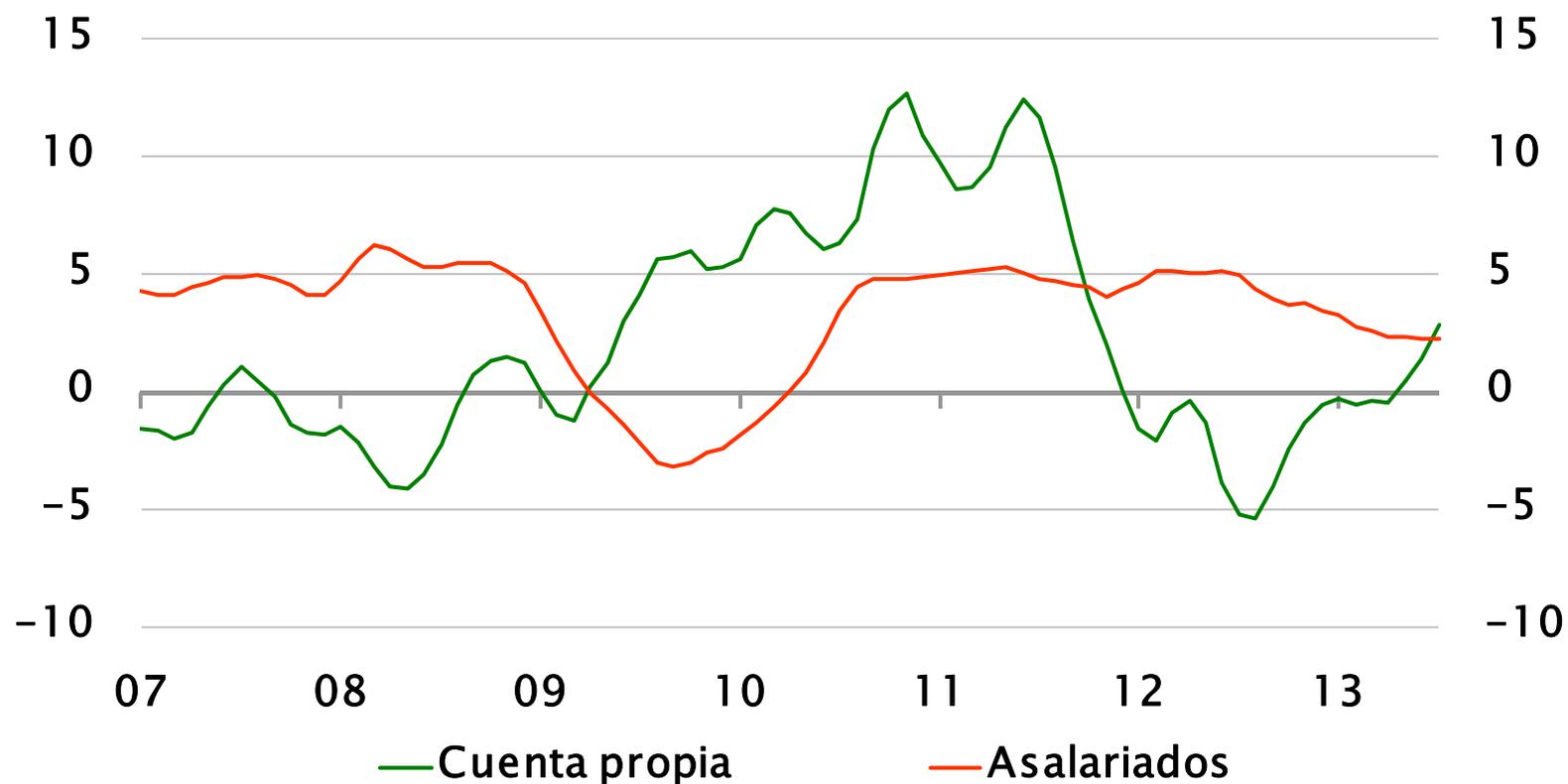
(\*) Valores sobre (bajo) 50 indican optimismo (pesimismo).

Fuente: Adimark.



... y en la moderación del ritmo de creación de empleos y, en particular, del referido a los empleos asalariados.

Creación de empleo (\*)  
(variación anual, porcentaje)

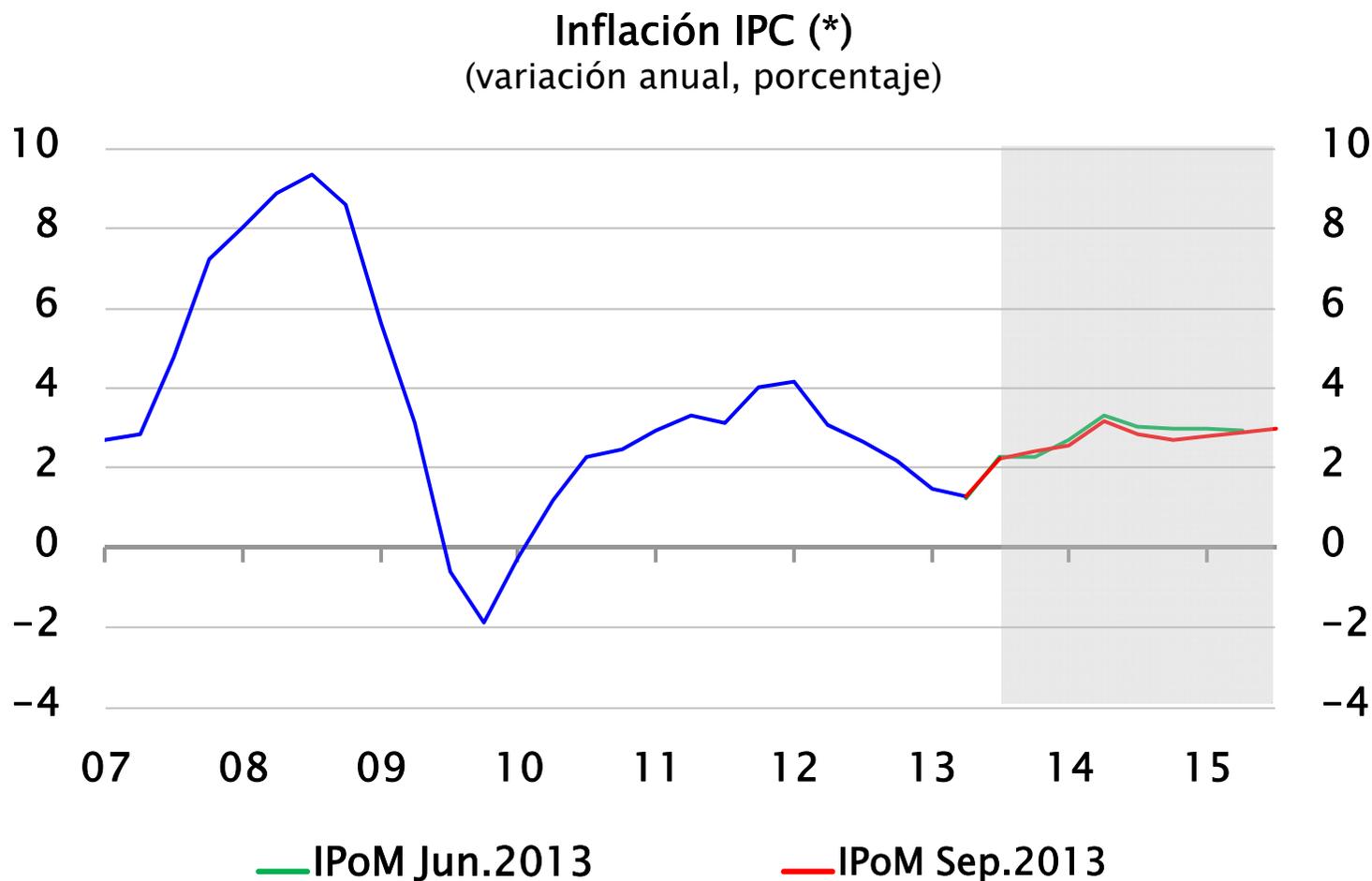


(\*) Promedio móvil trimestral.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.



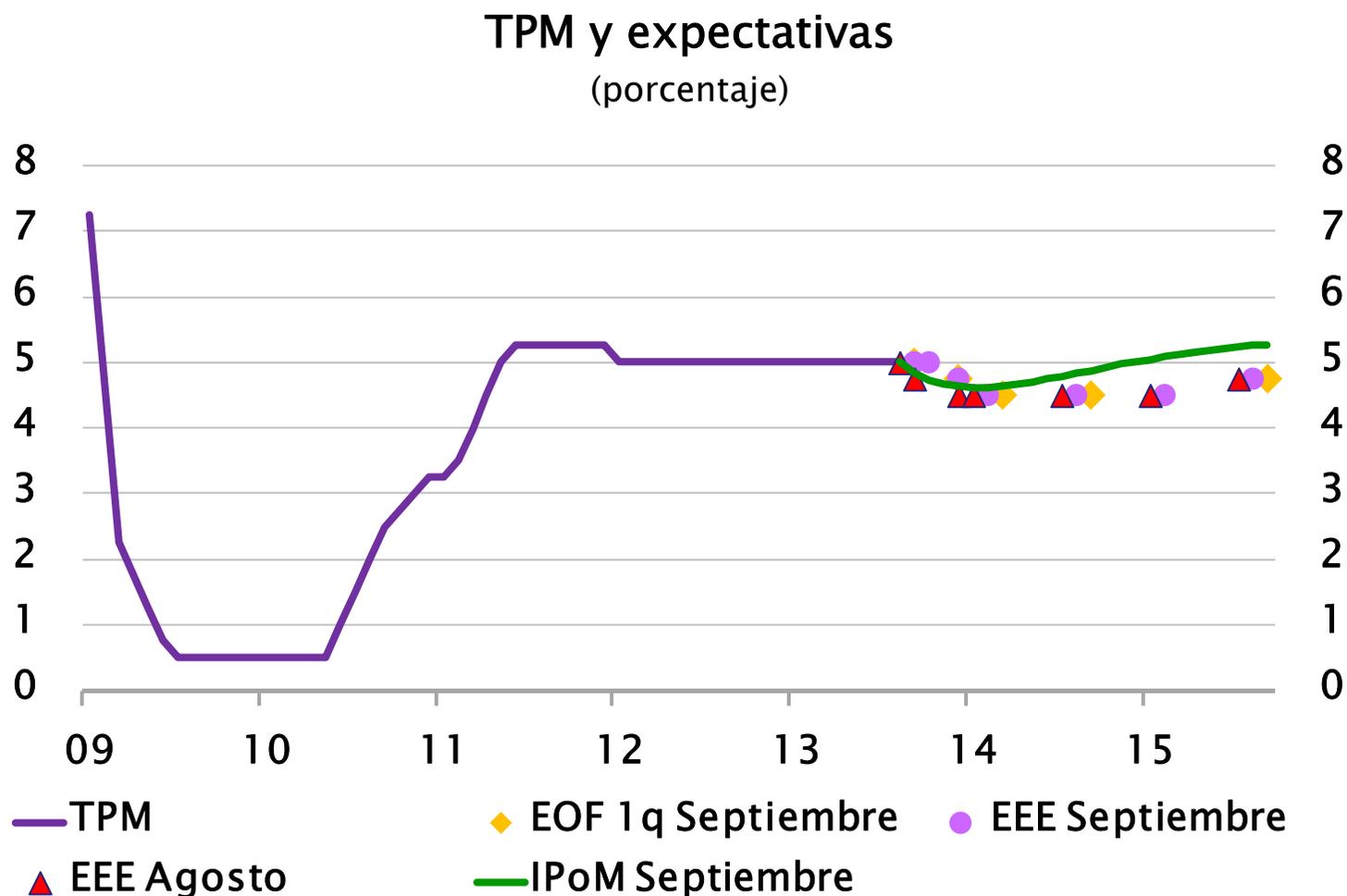
La inflación seguirá aumentando gradualmente hasta ubicarse en 3% durante el primer semestre del 2014 y permanecerá en torno a este valor hasta fines del horizonte de proyección.



(\*) El área gris, a partir del tercer trimestre de 2013, corresponde a la proyección.  
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



El escenario base utiliza como supuesto metodológico de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria similar a la implícita en las encuestas de expectativas vigentes al cierre del IPoM de septiembre.





El Consejo estima que el balance de riesgos para la actividad está sesgado a la baja y para la inflación está equilibrado.

---

- Riesgos externos:
  - El crecimiento de China, entre otros, por la fragilidad de su sistema financiero.
  - El retiro del estímulo monetario en los países desarrollados y su impacto sobre las economías emergentes.
  - La compleja situación fiscal y financiera de la Eurozona.
  - La evolución del precio del petróleo por los conflictos en Medio Oriente.



El Consejo estima que el balance de riesgos para la actividad está sesgado a la baja y para la inflación está equilibrado.

---

- Riesgos internos:
  - Un ajuste de la demanda final y, particularmente del consumo privado, más lento que lo deseado, aumentando el riesgo de una inflación más alta y una mantención o ampliación del déficit de cuenta corriente.
  - Una ampliación del déficit de cuenta corriente en un escenario en el cual se intensifica el deterioro de los términos de intercambio.



# Comentarios finales

---

- La economía mundial está transitando por un proceso conducente a un crecimiento más equilibrado entre regiones que implicará un impulso externo para la economía chilena menor al observado en años anteriores.
- Durante esta transición, lo más probable es que los mercados financieros experimenten cierta volatilidad.
- Asimismo, se espera un menor empuje de la inversión extranjera lo que reducirá las presiones sobre el déficit de la cuenta corriente y la utilización de los recursos internos.
- El Consejo sigue de cerca la evolución del escenario macroeconómico externo e interno y sus consecuencias sobre la inflación, y reitera su compromiso de conducir la política monetaria de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.



# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA Y DESARROLLOS POSTERIORES

Enrique Marshall  
Banco Central de Chile