



# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA SEPTIEMBRE 2013

Enrique Marshall  
Banco Central de Chile



# Introducción

---

- En el escenario externo, se ha consolidado un panorama de recuperación gradual de las economías desarrolladas y perspectivas de mayor desaceleración de las emergentes, especialmente de China.
- Los mercados anticipan el pronto inicio del retiro del estímulo monetario en Estados Unidos.
- Lo anterior ha afectado la dirección de los flujos de capital y ha generado algunas turbulencias en los mercados emergentes.
- El precio del cobre detuvo su caída y de hecho volvió a subir en las últimas semanas, pero se mantiene en un nivel inferior al promedio observado durante el primer semestre del año.
- Todo ello redundando en un menor impulso externo 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.
- La inflación ha evolucionado en línea con lo anticipado y volvió al rango de tolerancia, mientras las expectativas a dos años plazo siguen en valores cercanos a 3%.
- En este contexto, el Consejo ha mantenido la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 5%.

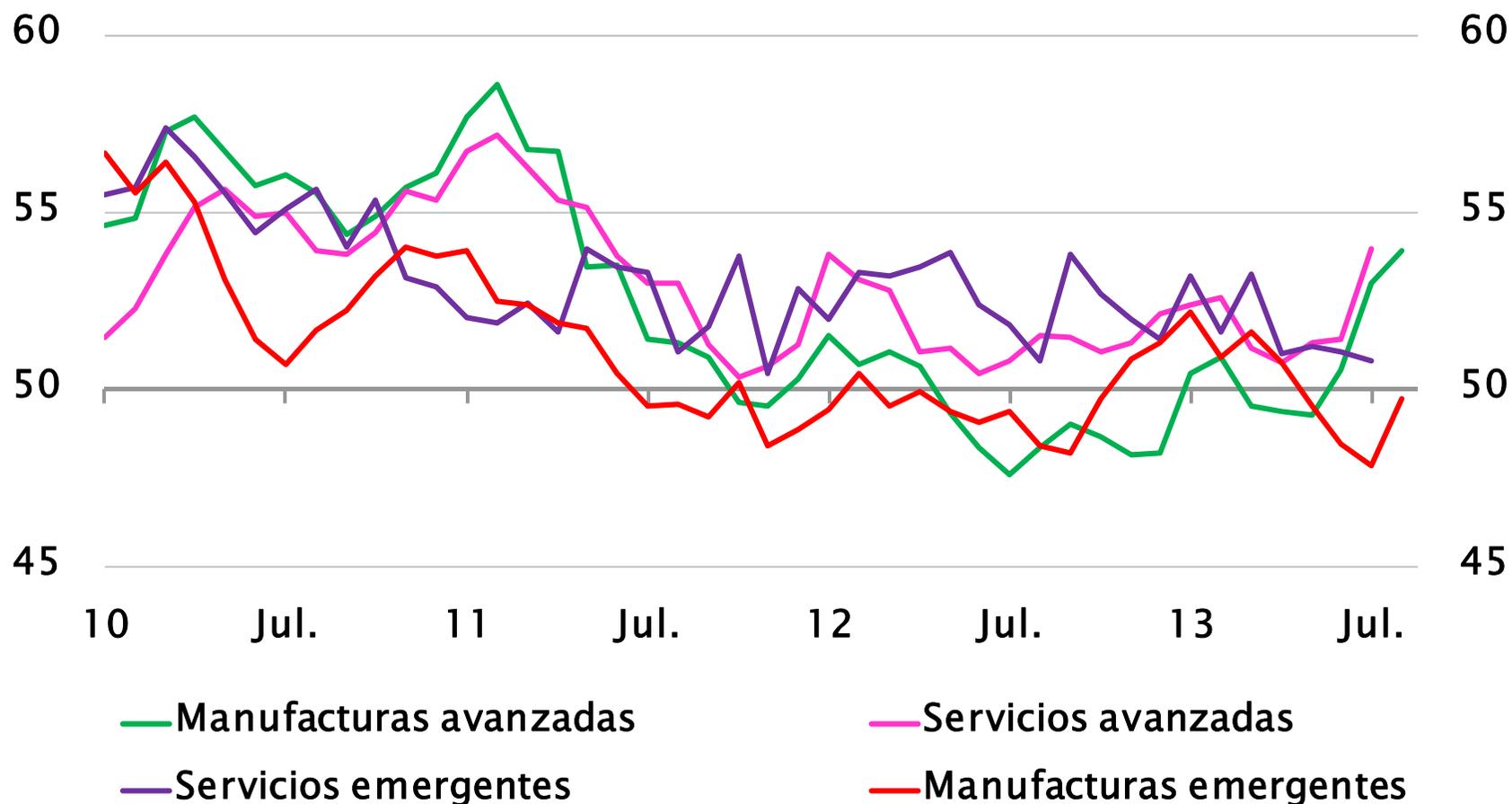


# Escenario internacional



En las economías desarrolladas se ha confirmado un panorama de recuperación gradual, en particular en Estados Unidos. En el mundo emergente, se han consolidado las perspectivas de una mayor desaceleración.

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



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

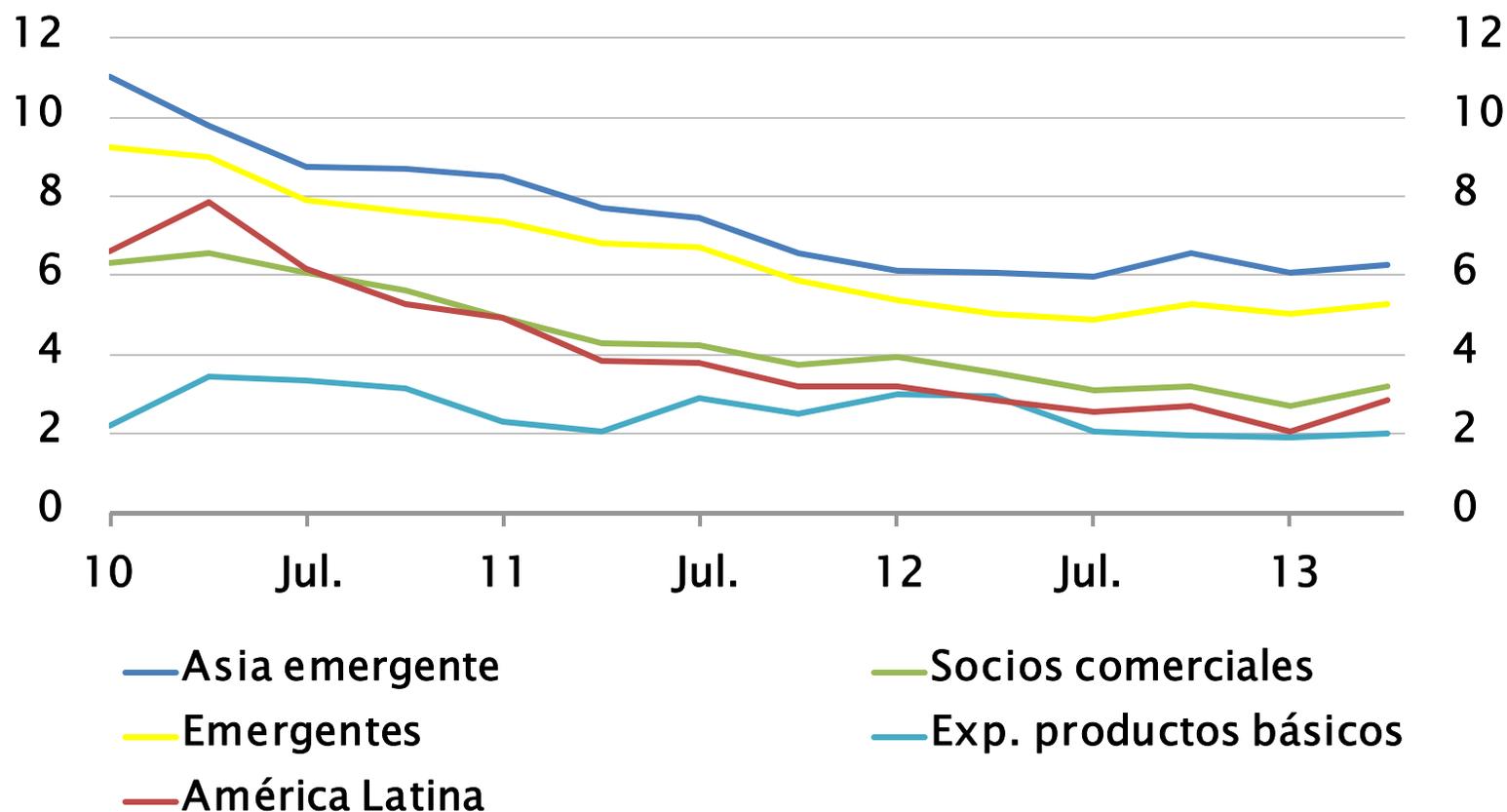
Fuente: Banco Central de Chile en base a Bloomberg.



En particular, América Latina siguió con tasas de expansión inferiores al promedio de los últimos tres años.

### Crecimiento del PIB por regiones (\*)

(variación anual, porcentaje)

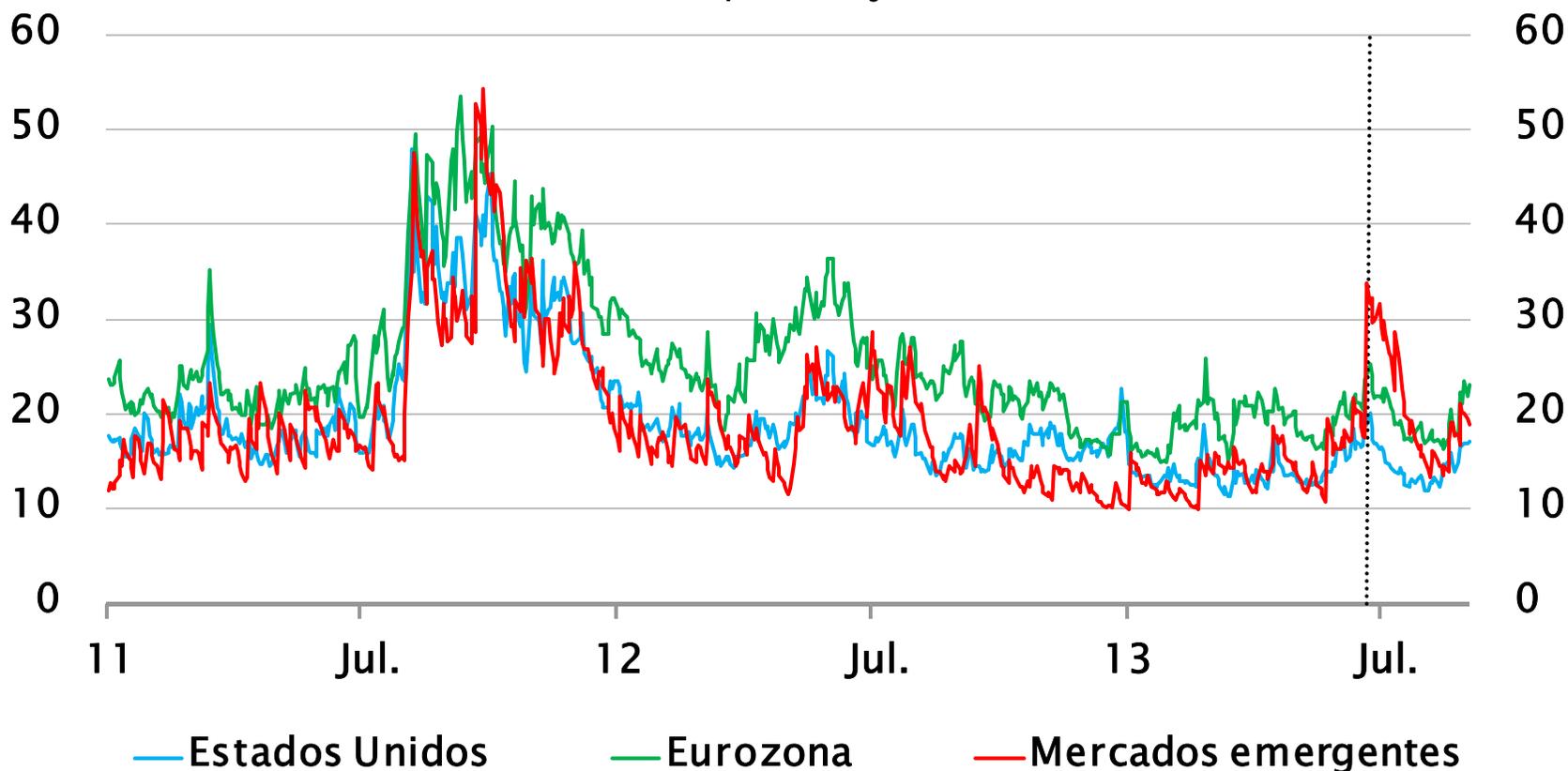


(\*) Para el segundo trimestre del 2013, en aquellos países para los que no existen datos efectivos se consideran proyecciones de la encuesta Bloomberg.



El reacomodo de portafolios que está generando el tránsito hacia una configuración de crecimiento mundial más balanceada no ha estado exento de volatilidad, algo que se hizo evidente en las semanas previas al cierre de este IPoM.

### Volatilidad de mercados bursátiles (1) (2) (porcentaje)

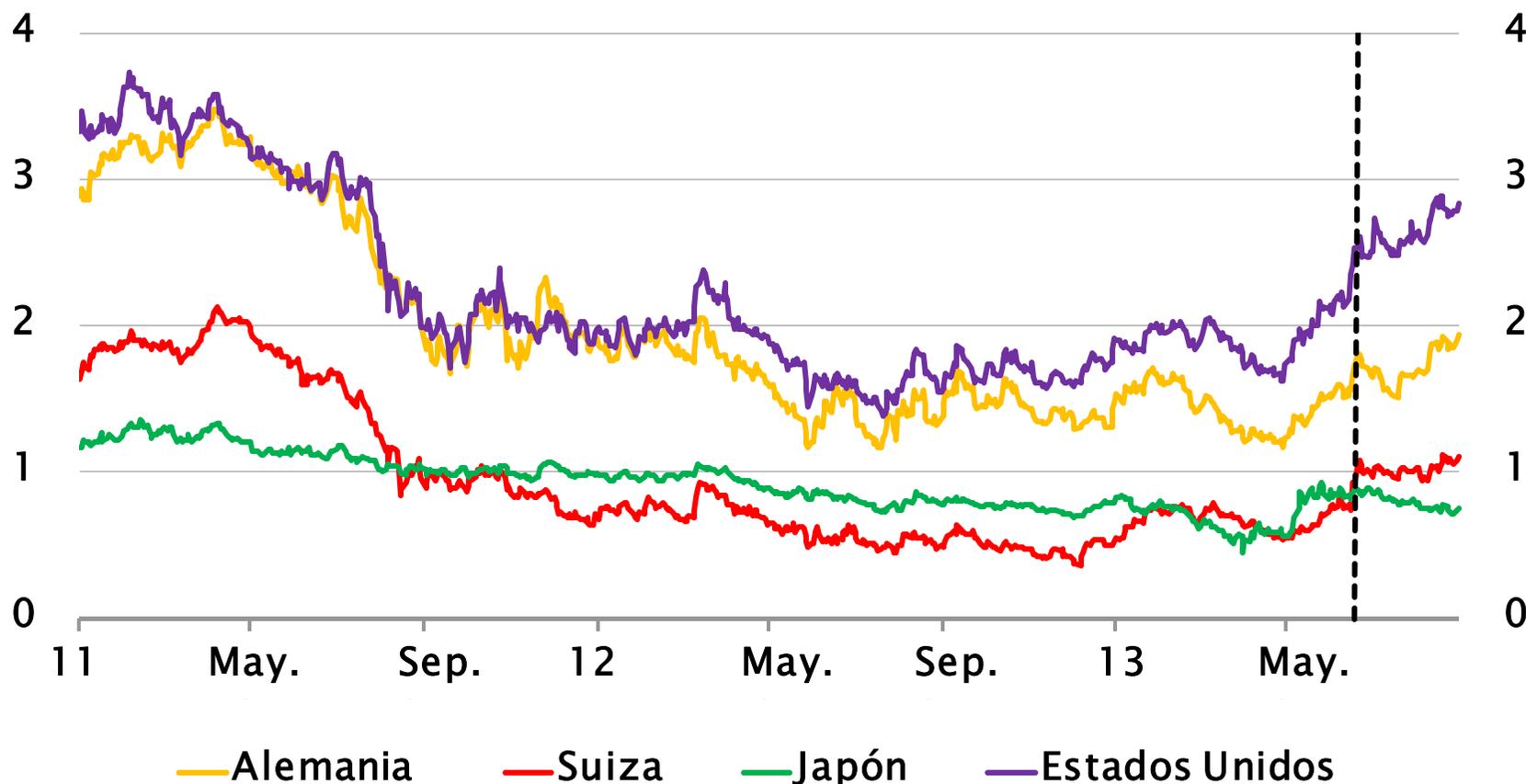


(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio 2013. (2) Estados Unidos corresponde al VIX y Eurozona al Vstoxx. Para emergentes se considera una estimación de la volatilidad histórica del índice MSCI denominado en dólares. Fuente: Bloomberg.



Las tasas de interés de largo plazo han continuado subiendo en las economías desarrolladas, incorporando el pronto inicio de una reducción de las compras de activos por parte de la Reserva Federal.

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



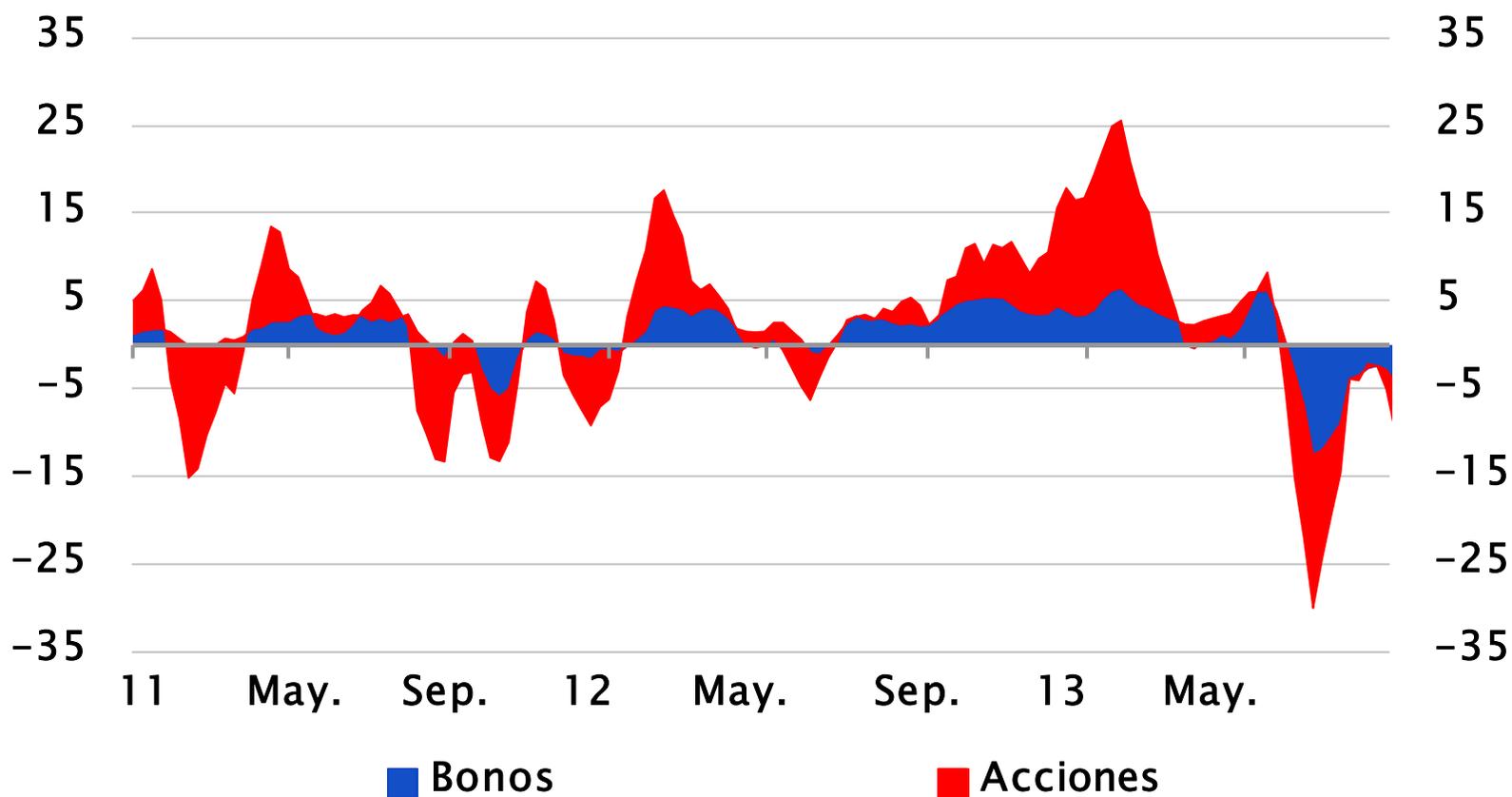
(\*) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio 2013.

Fuente: Bloomberg.



En las economías emergentes se han seguido observando salidas de capitales, ajustes a la baja en las expectativas de crecimiento y pérdidas de valor en sus monedas.

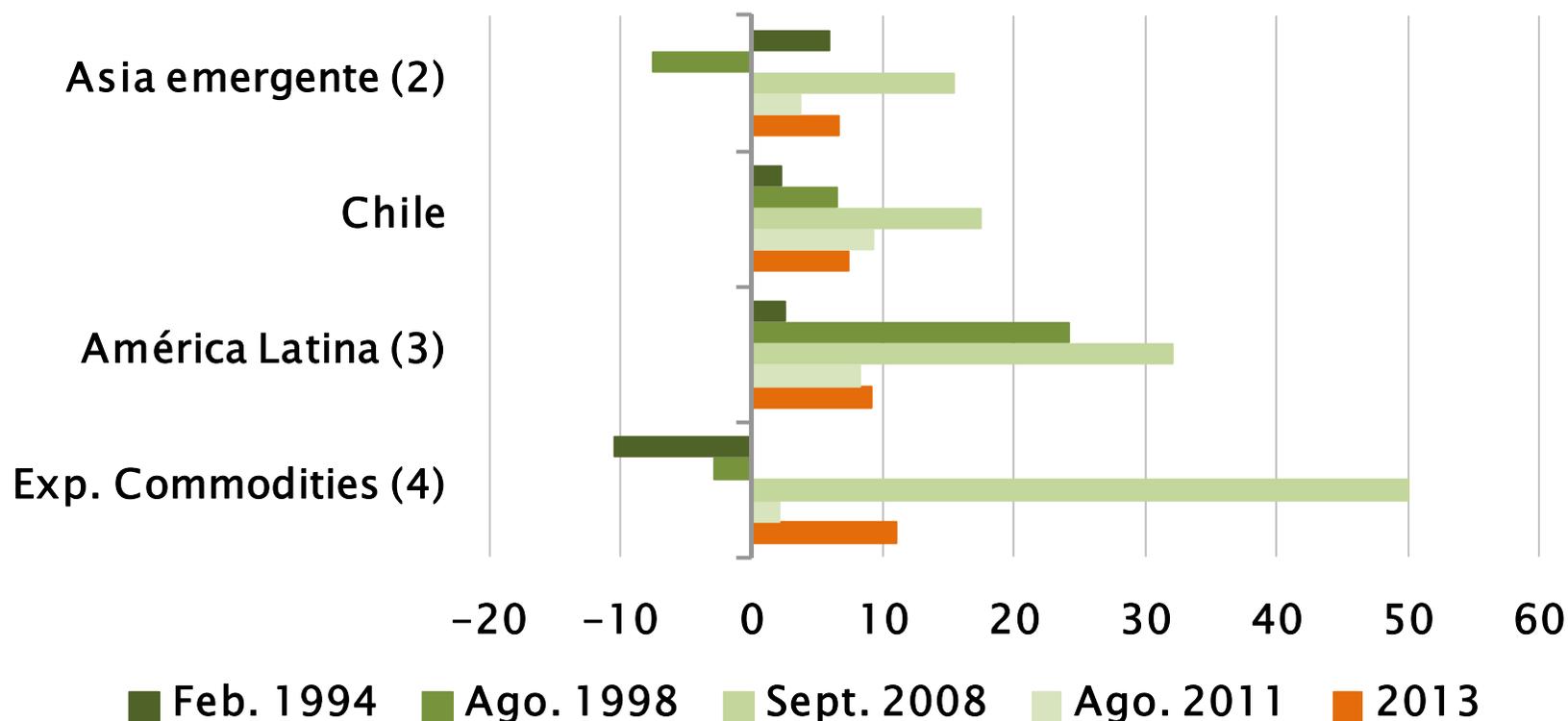
### Flujos de capitales a economías emergentes (miles de millones de dólares, mes móvil)





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)

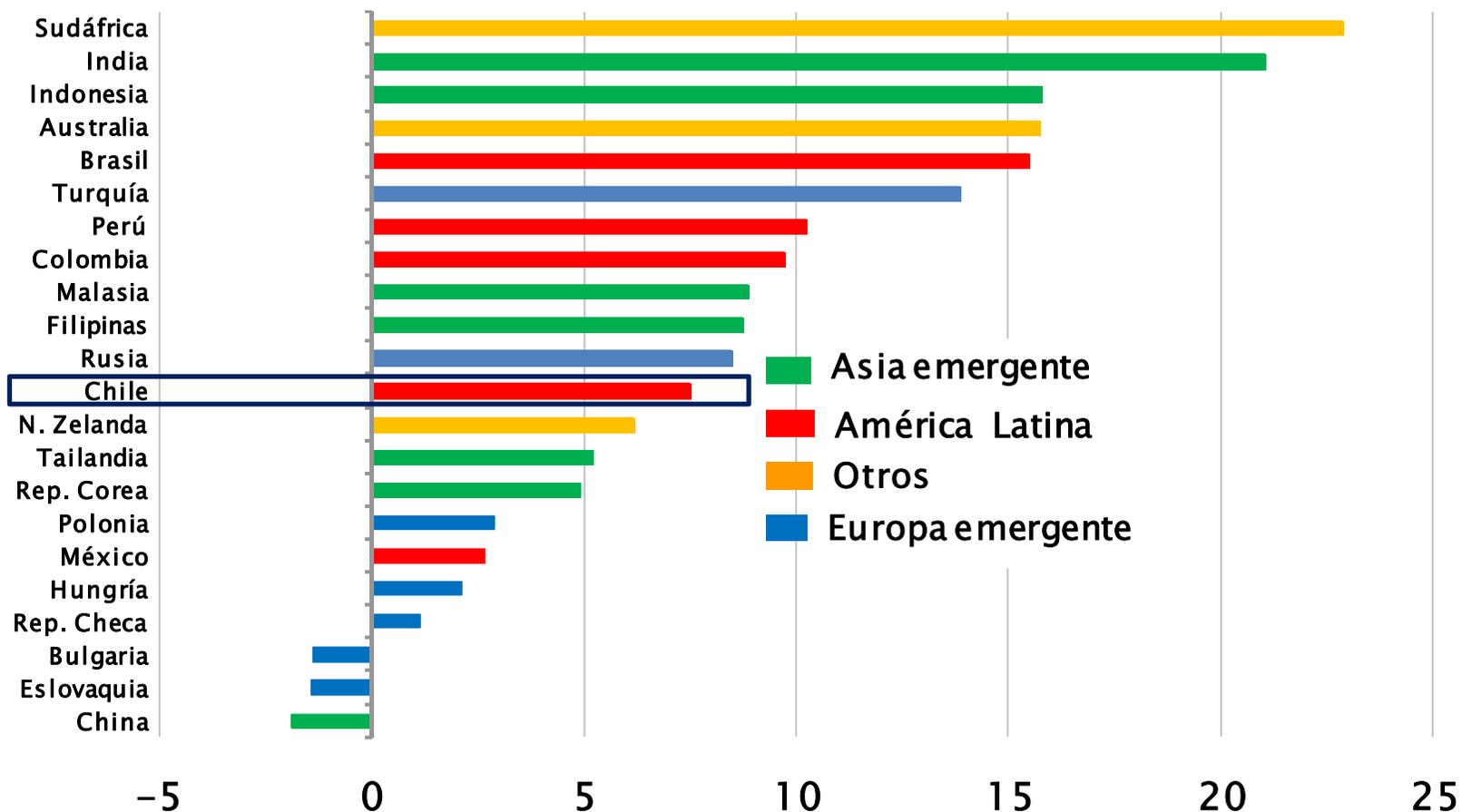


(1) Aumento indica depreciación. Corresponde a la variación acumulada desde 60 días antes del momento de comenzado el episodio de estrés financiero y hasta 110 días hábiles posteriores. (2) Incluye China, Singapur, Rep. Corea, Indonesia, Malasia, Filipinas y Tailandia. (3) Incluye Chile, Brasil, México, 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 más marcada como consecuencia de las vulnerabilidades que se gestaron en años anteriores.

Variación tipo de cambio nominal durante el 2013 (\*)  
(porcentaje)

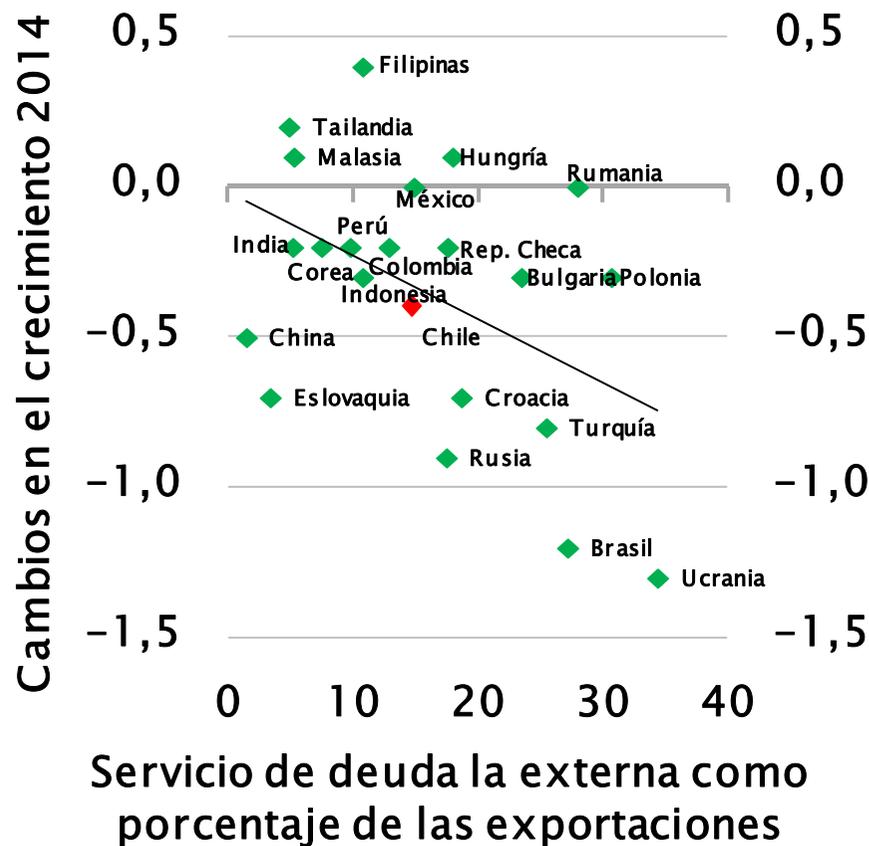
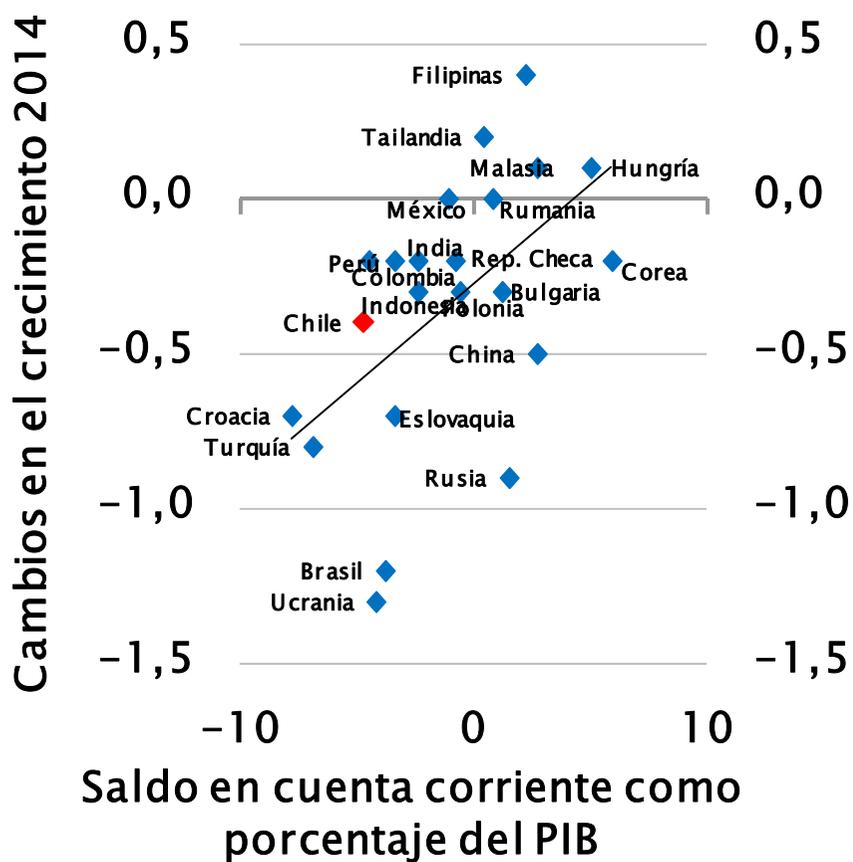


(\*) Aumento significa depreciación.



De hecho, en los países con alta carga financiera externa y mayores necesidades de financiamiento externo son los que han sufrido un mayor ajuste a la baja en las proyecciones de crecimiento.

### Ajuste en las proyecciones de crecimiento para el 2014 (porcentaje)



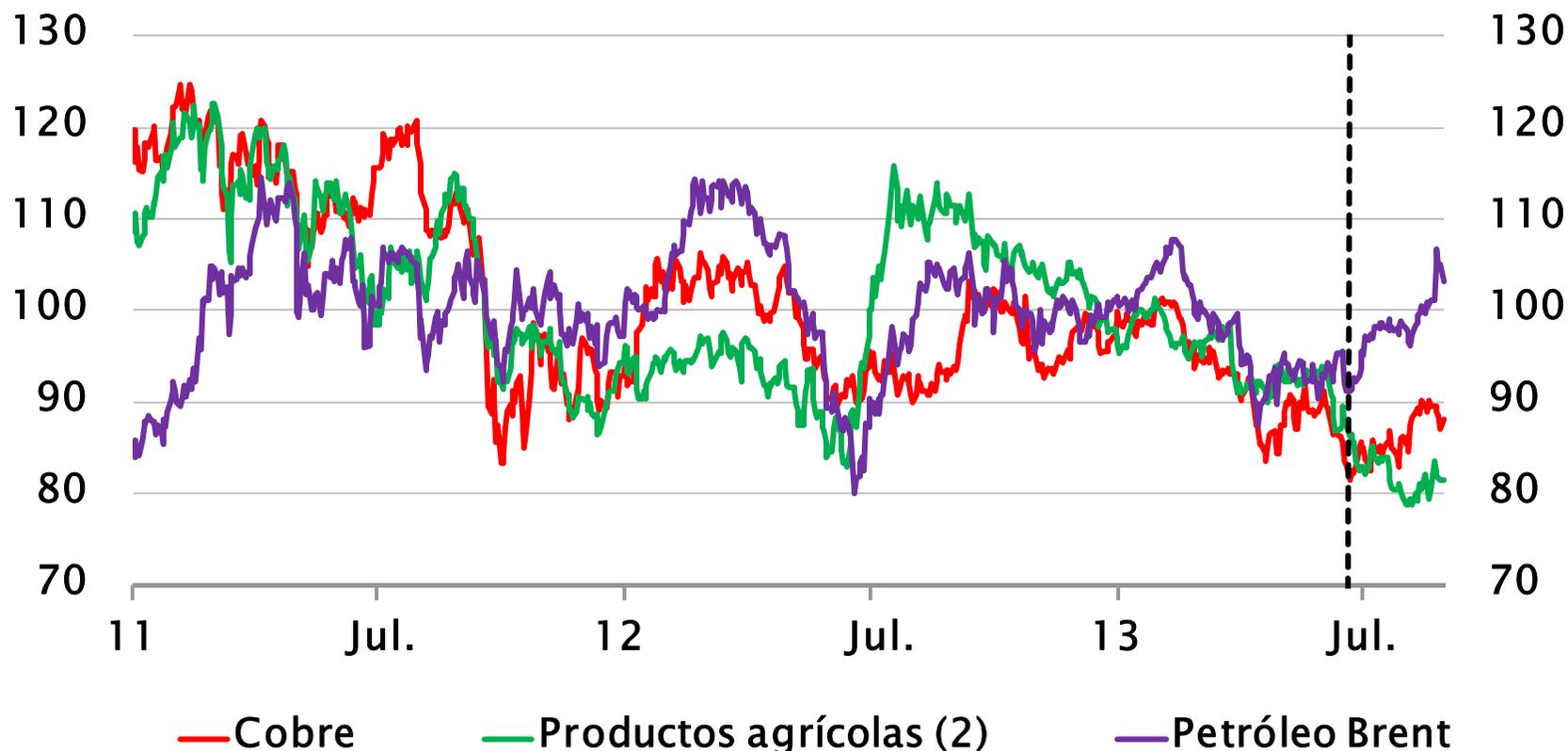
Fuente: Banco Central de Chile y Bloomberg.



En este contexto, el precio del petróleo y sus derivados subieron más marcadamente en las últimas semanas ante la agudización de las tensiones en Medio Oriente. El precio del cobre, aunque con vaivenes, detuvo la tendencia a la baja.

### Precios de materias primas (1)

(índice ene.2011-sep.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.

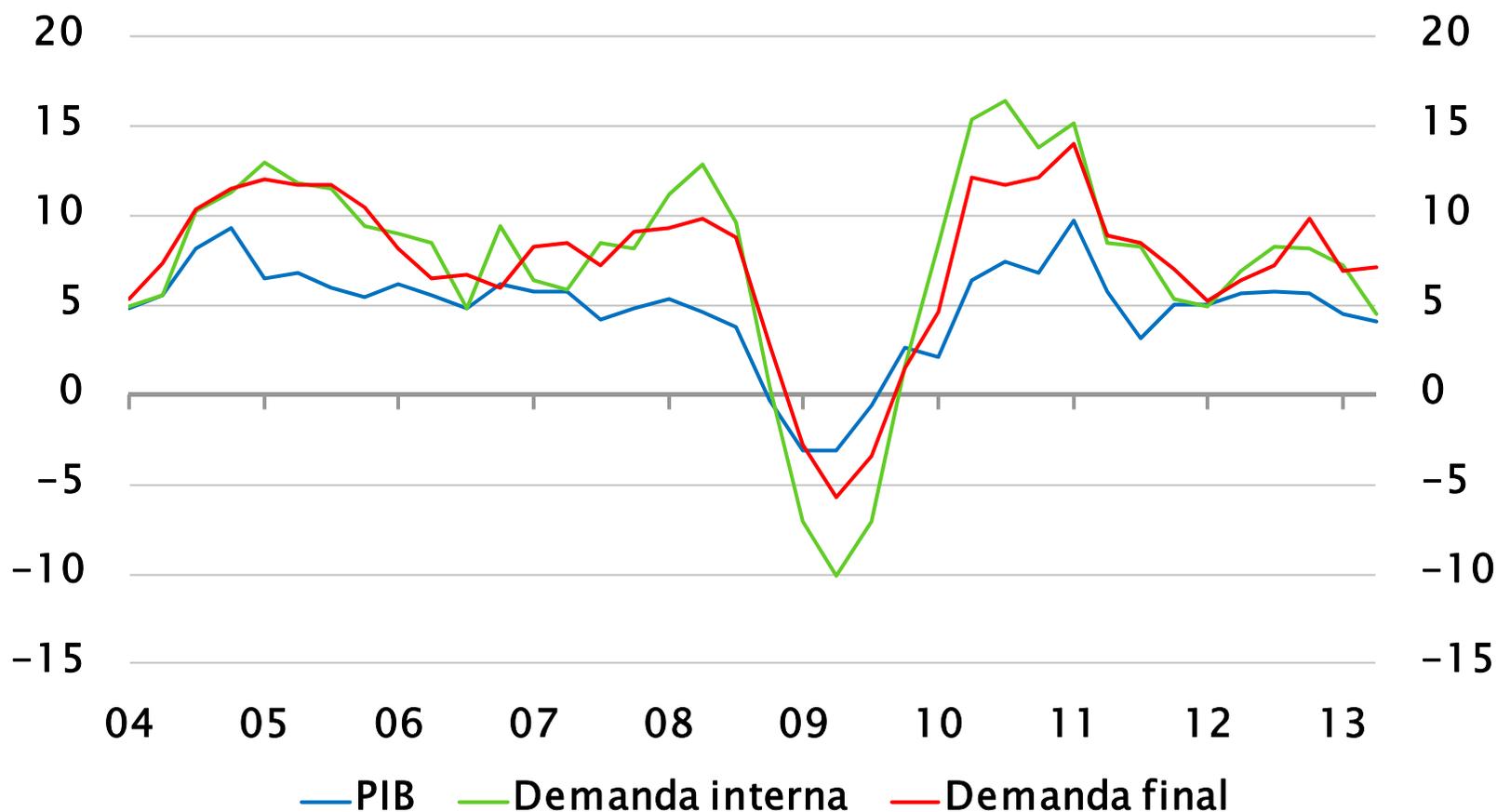


# Escenario interno



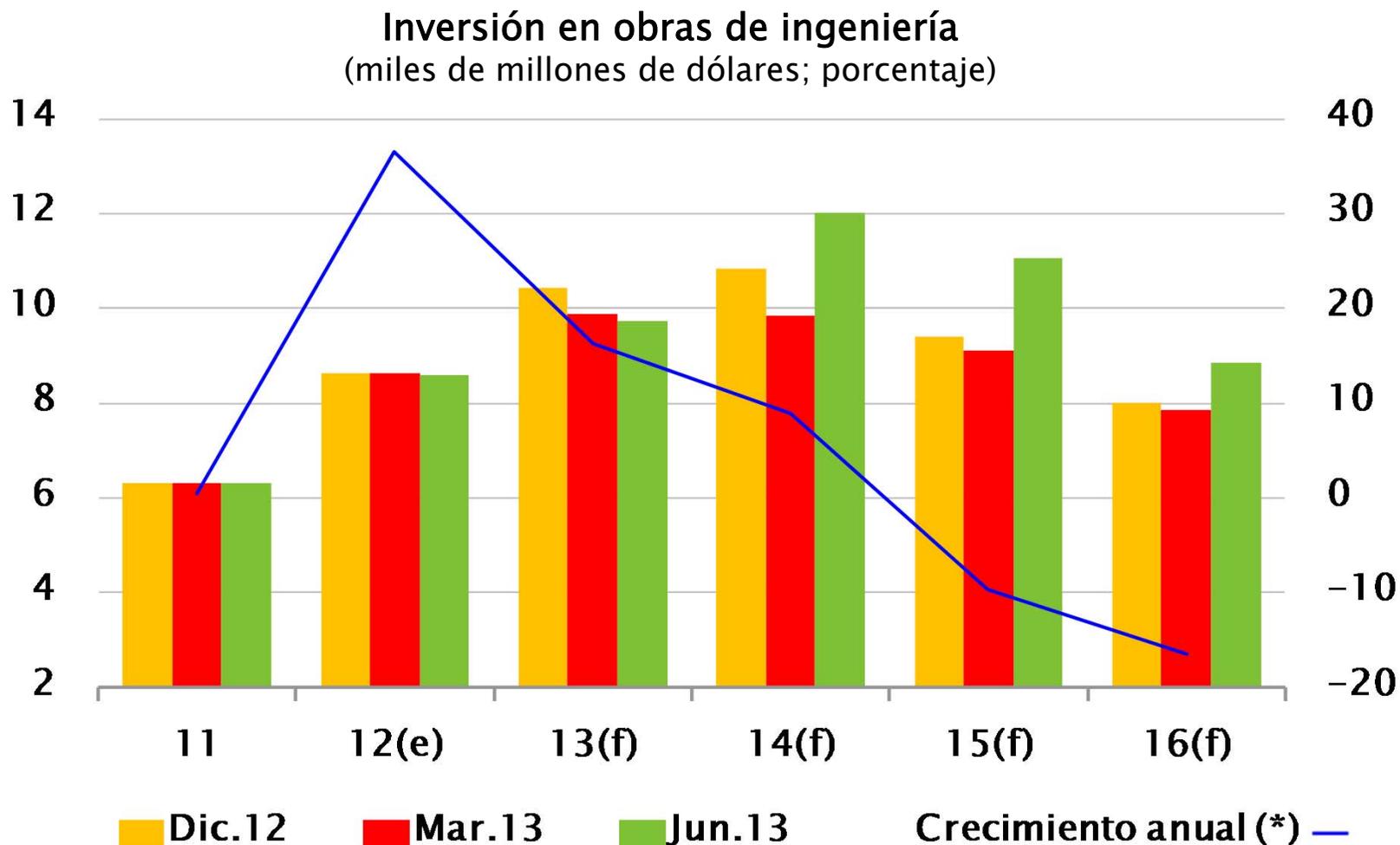
En lo interno, el PIB creció 4,1% el segundo trimestre. La demanda interna continuó desacelerándose. Sin embargo, la demanda final, que excluye las existencias, mantuvo un crecimiento anual similar al del primer trimestre, pero inferior al de la segunda mitad del 2012.

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





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



(e) Estimación (f) Proyección.

(\*) Corresponde al promedio de los últimos tres catastros.

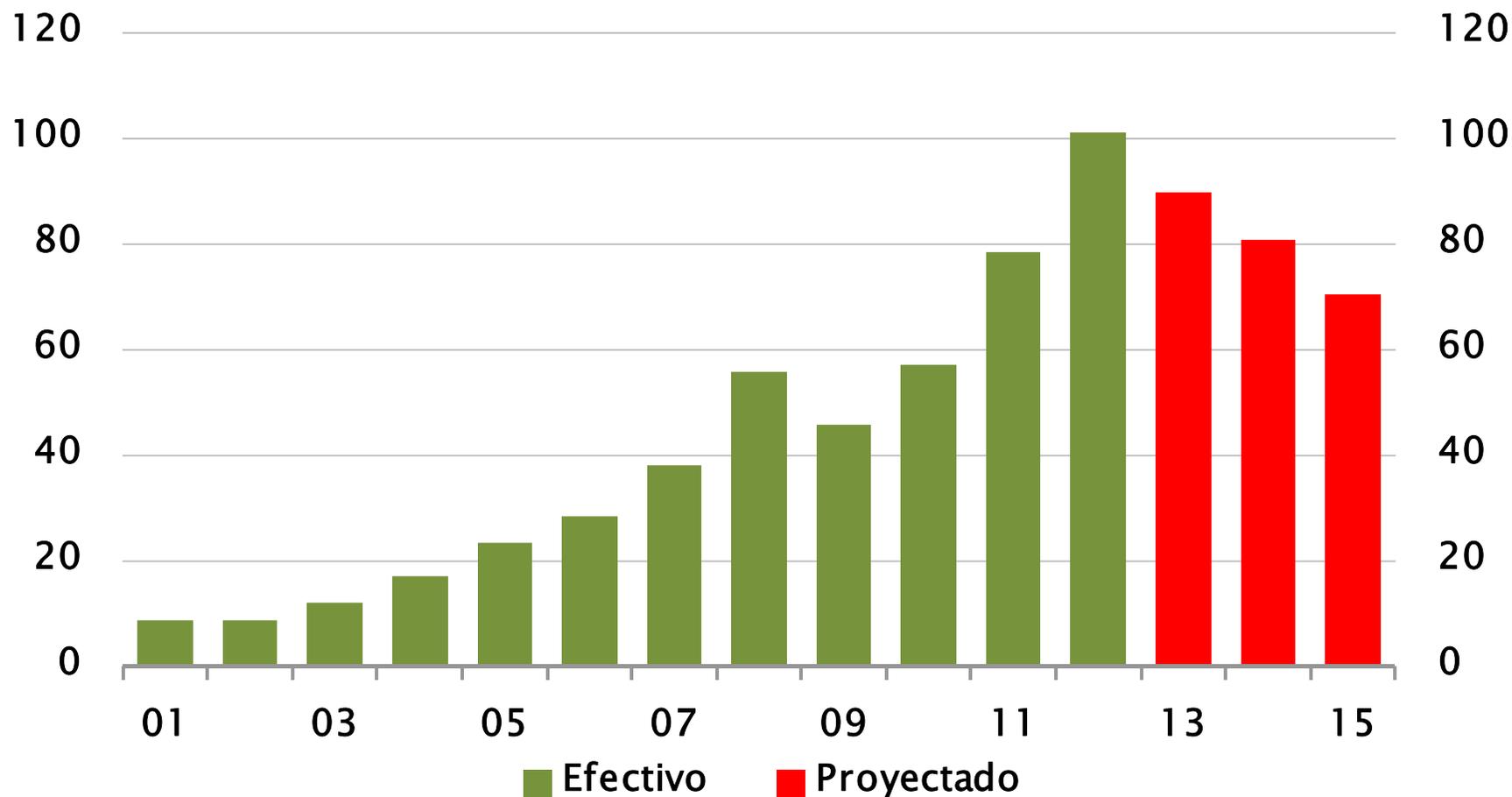
Fuente: Corporación de Bienes de Capital.



Este fenómeno se observa a nivel global. En particular, 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.

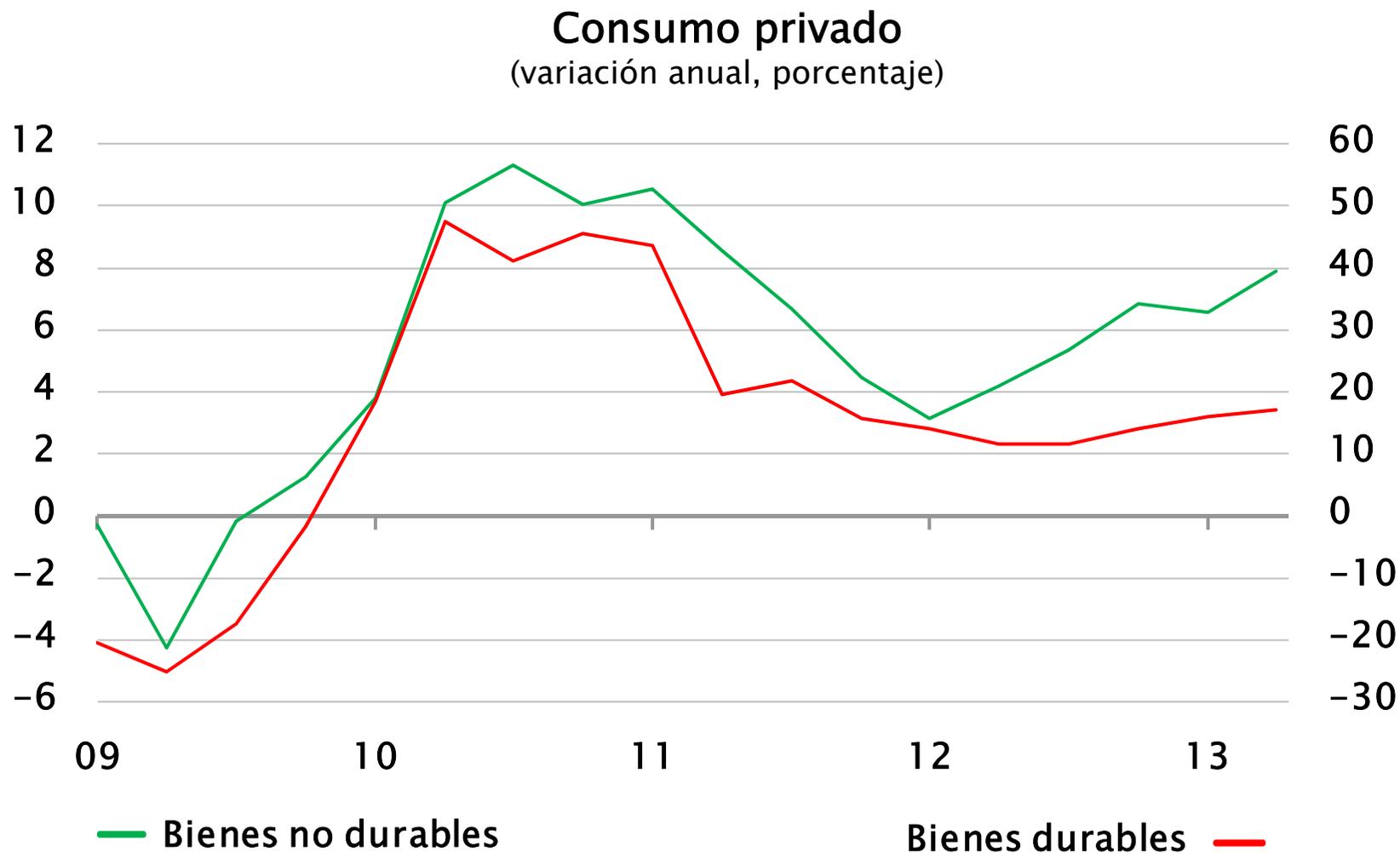
### Gasto de capital en empresas relacionadas al cobre

(miles de millones de dólares)



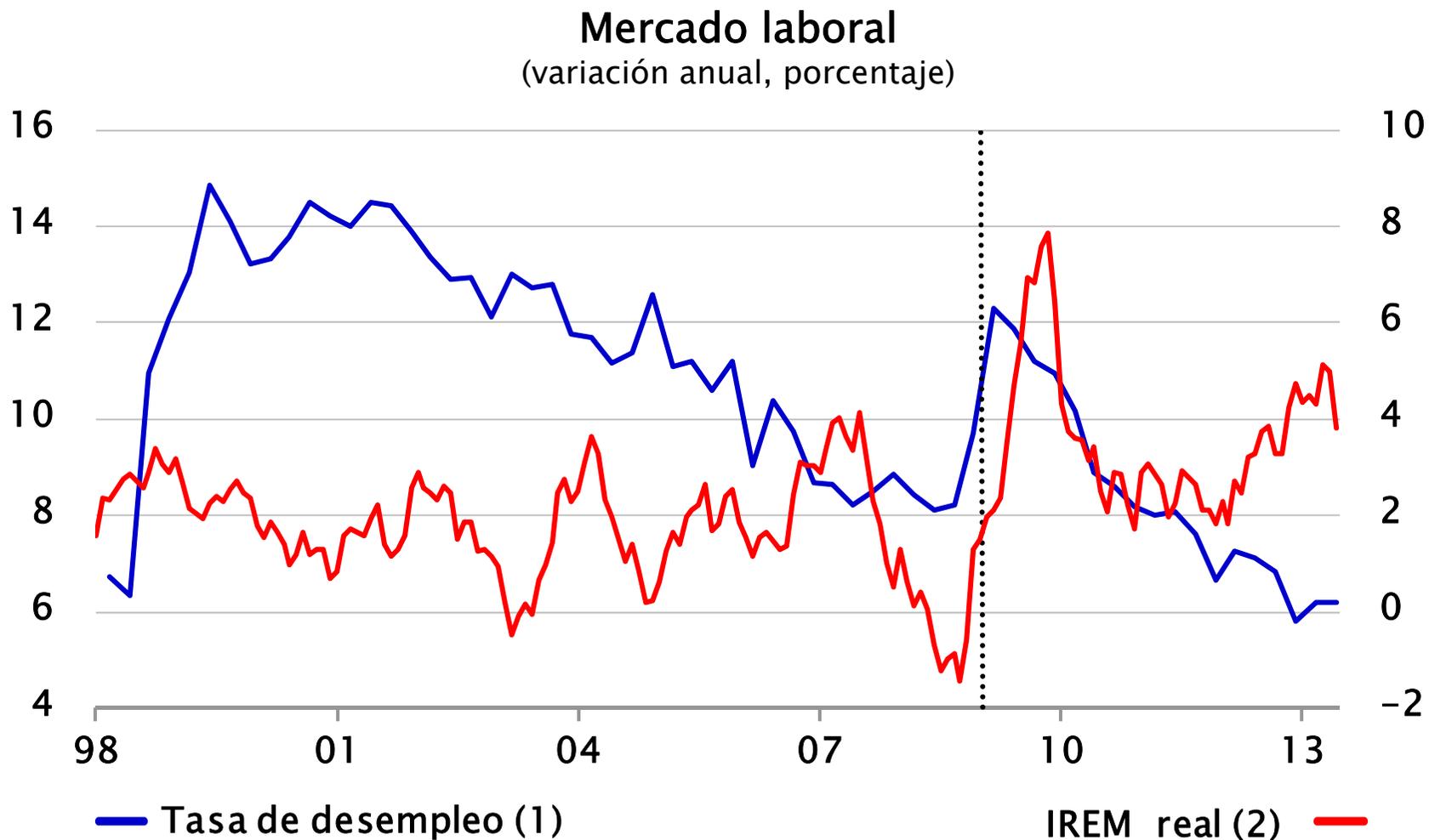


El consumo privado mostró un mayor dinamismo en su componente habitual, mientras que el durable permaneció en niveles elevados.





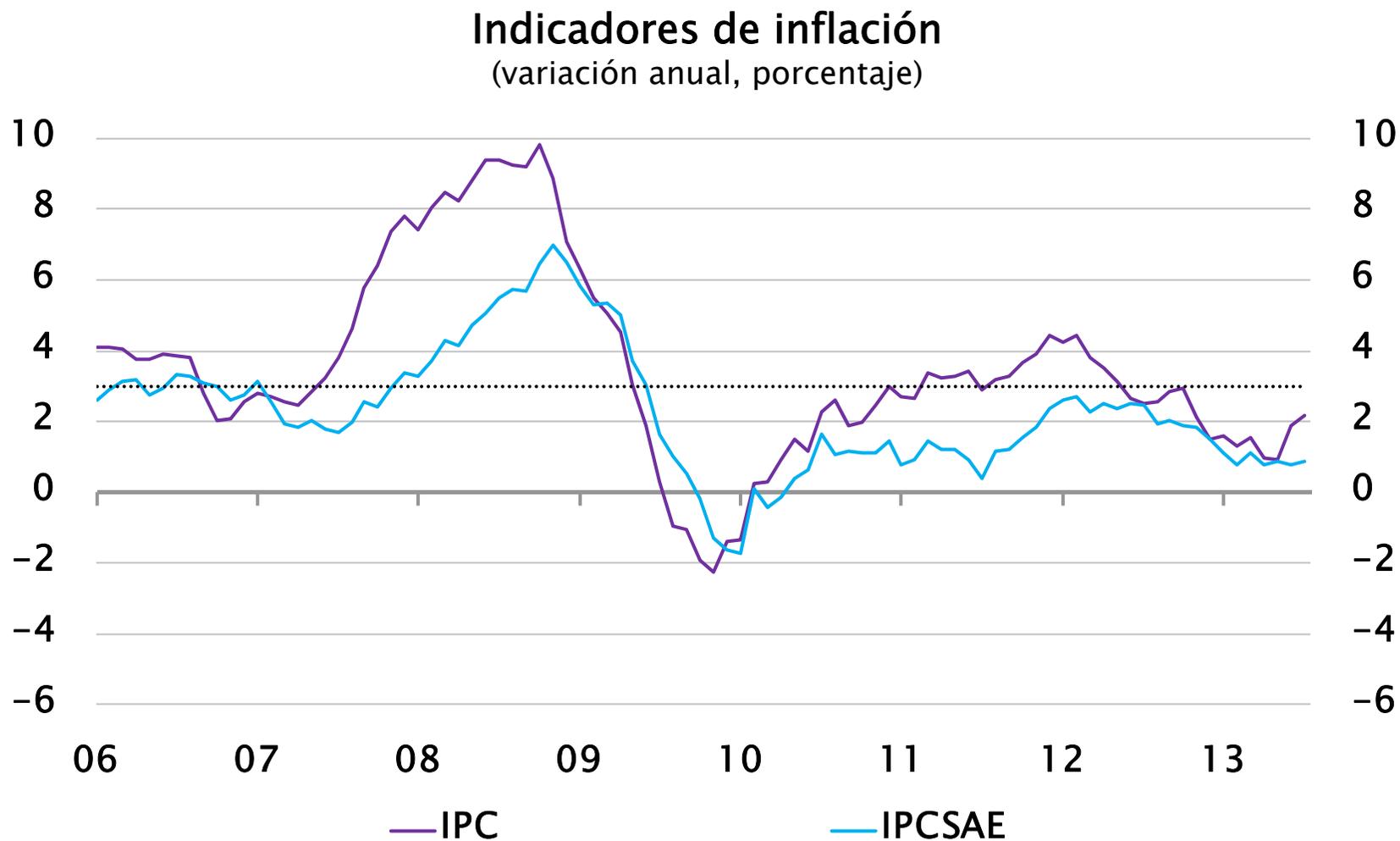
Las condiciones del mercado laboral no han continuado estrechándose, pero siguen siendo el principal impulsor del consumo. Los salarios nominales y reales han moderado su variación anual, mientras la tasa de desempleo sigue cercana a sus mínimos históricos.



(1) Considera la encuesta de la Universidad de Chile. Serie desestacionalizada. (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, INE y Universidad de Chile.



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.

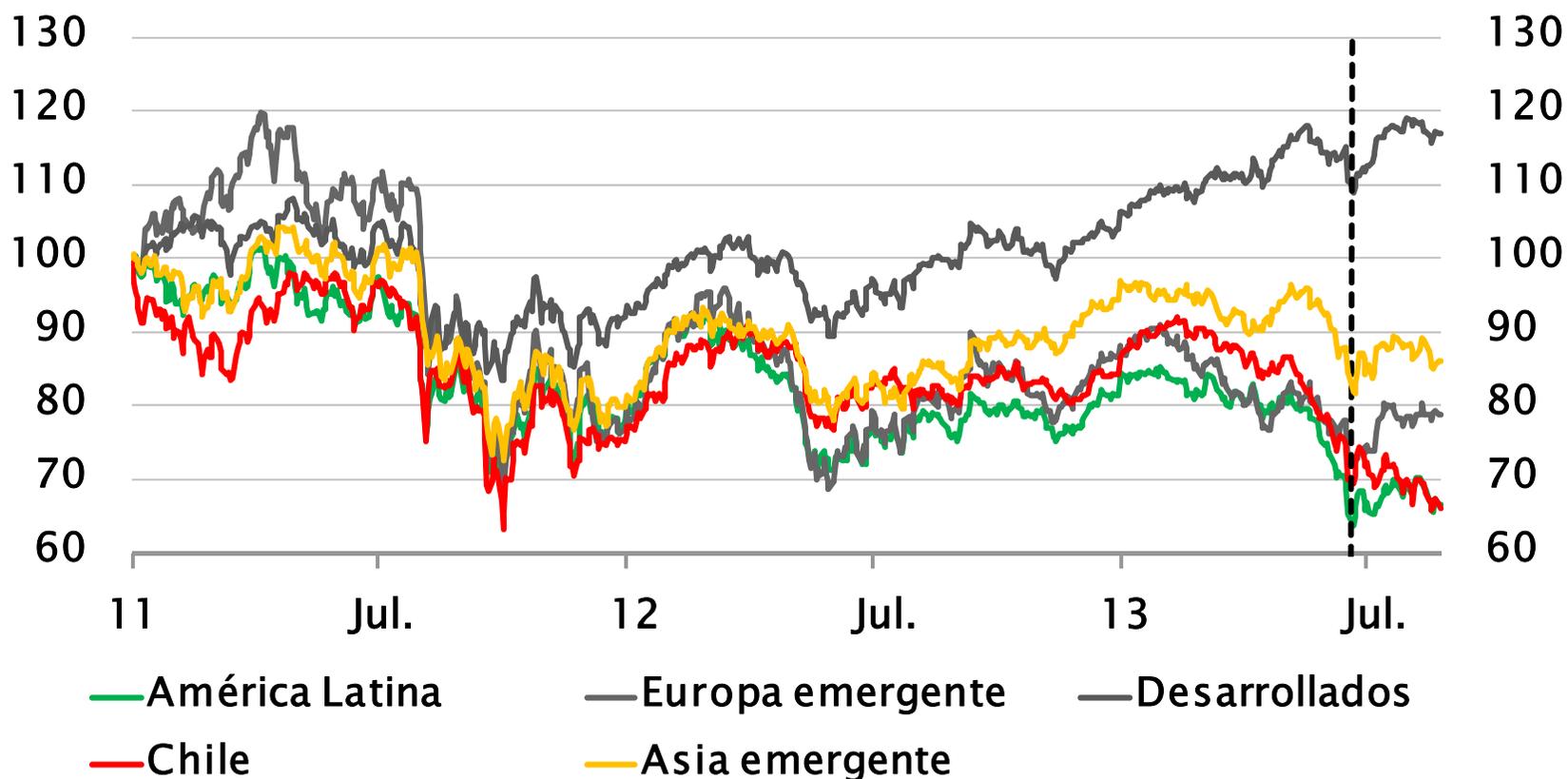




En Chile, los efectos de la mayor volatilidad internacional han sido acotados y se han manifestado principalmente en la caída del mercado accionario y en la depreciación del peso.

### Indicadores bursátiles (1) (2)

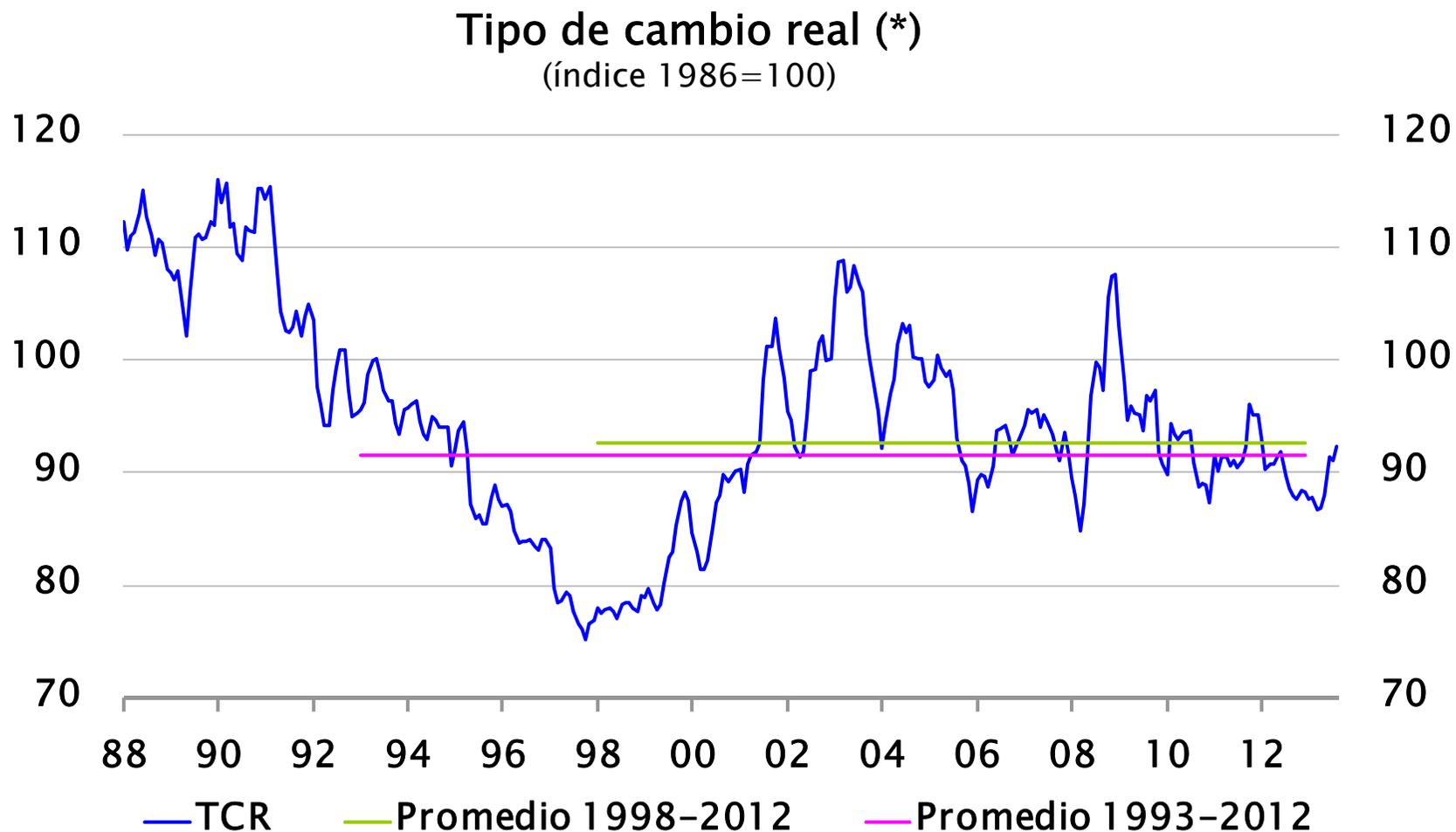
(índice 03/01/2011=100)



(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.  
Fuente: Bloomberg.



Al igual que el tipo de cambio nominal, el tipo de cambio real en Chile también se ha depreciado y se estima que está en un rango coherente con sus fundamentos de largo plazo.



(\*) Cifra de agosto de 2013 incluye información hasta el 27 del mes.

Fuente: Banco Central de Chile.



# 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 considerando 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

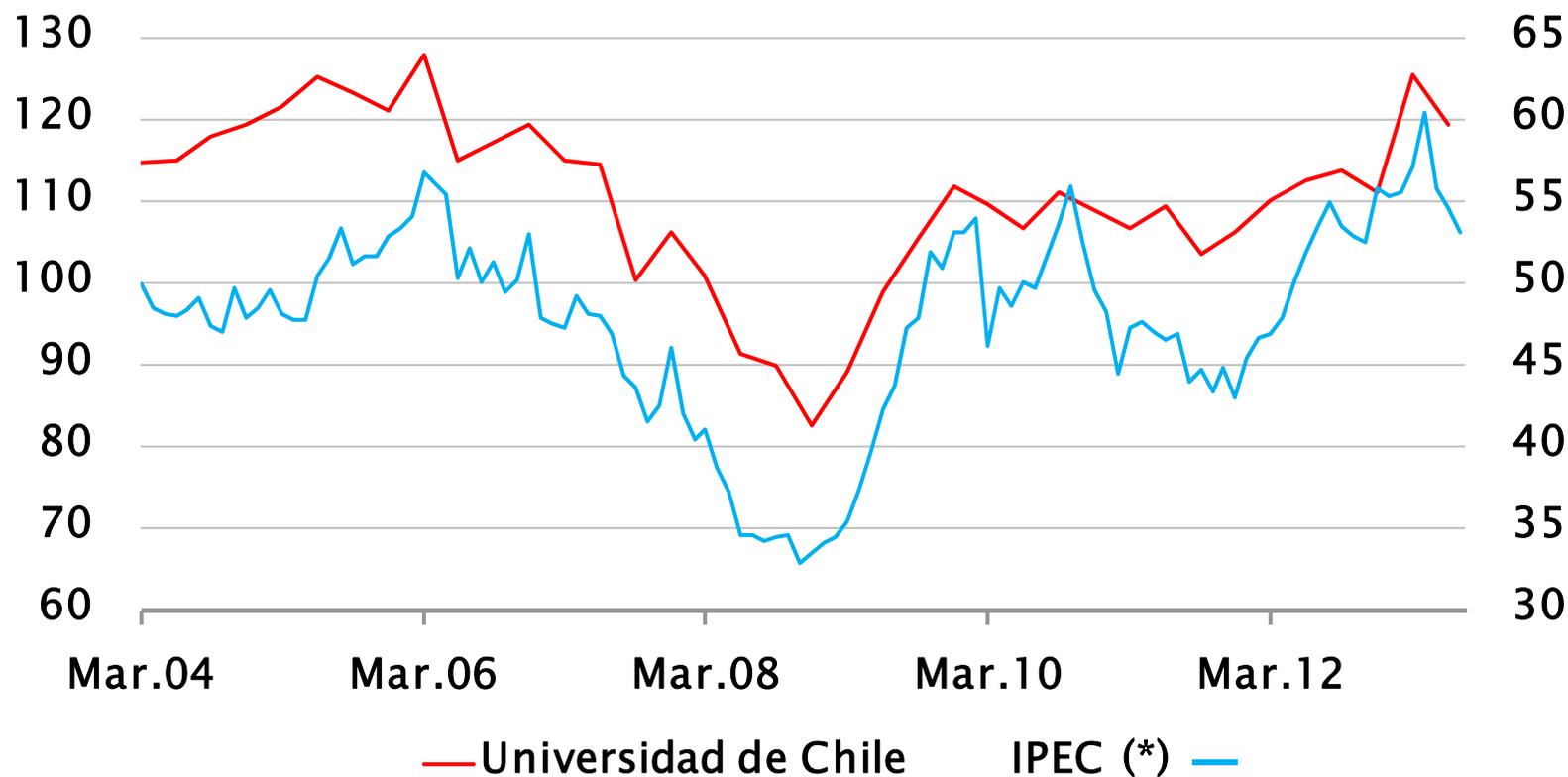
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



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

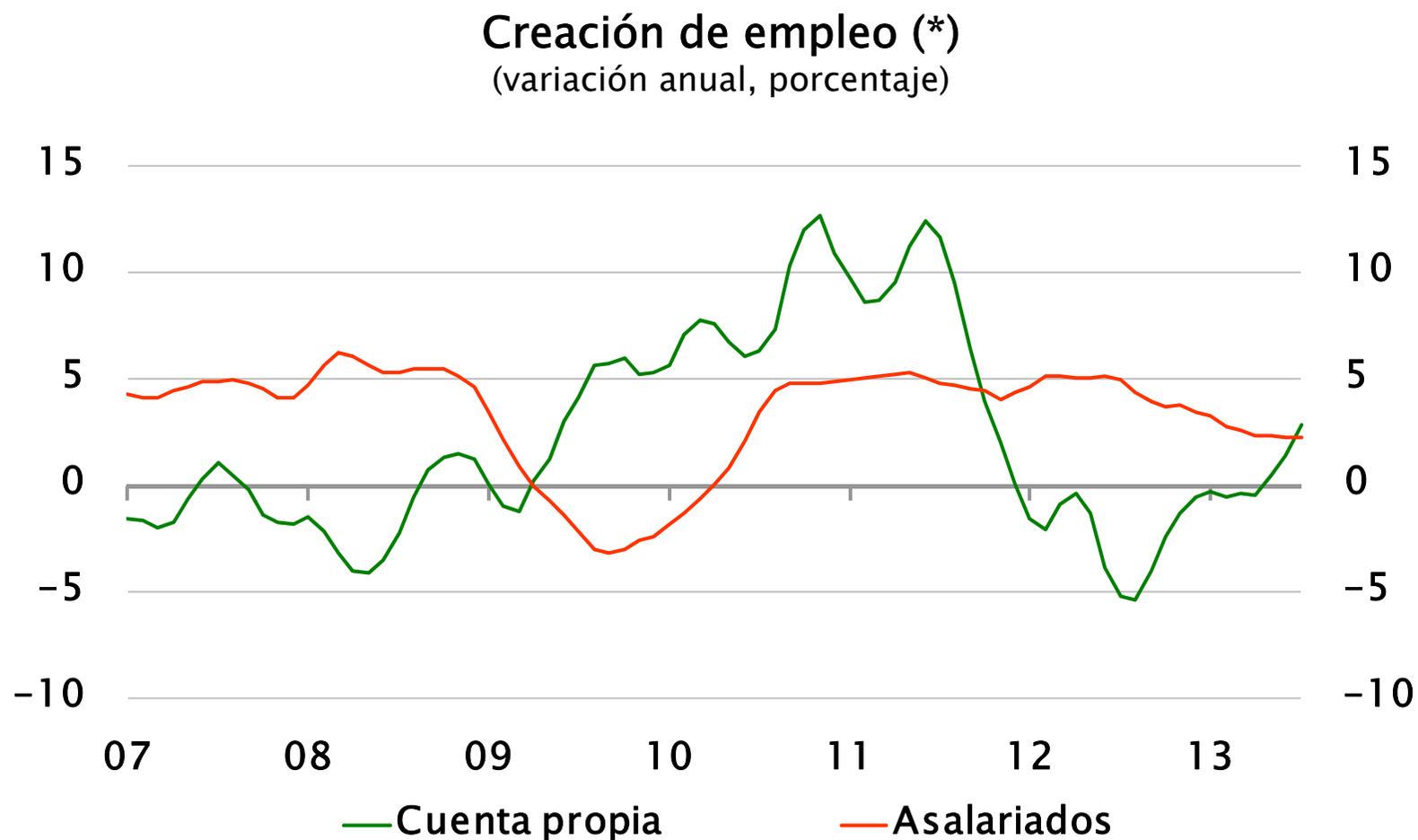
### Expectativas de los consumidores (series desestacionalizadas)



(\*) Valores sobre (bajo) 50 indican optimismo (pesimismo).  
Fuentes: Adimark y Universidad de Chile.



... y en que ha disminuido el ritmo de la creación del empleo, en particular de los asalariados.

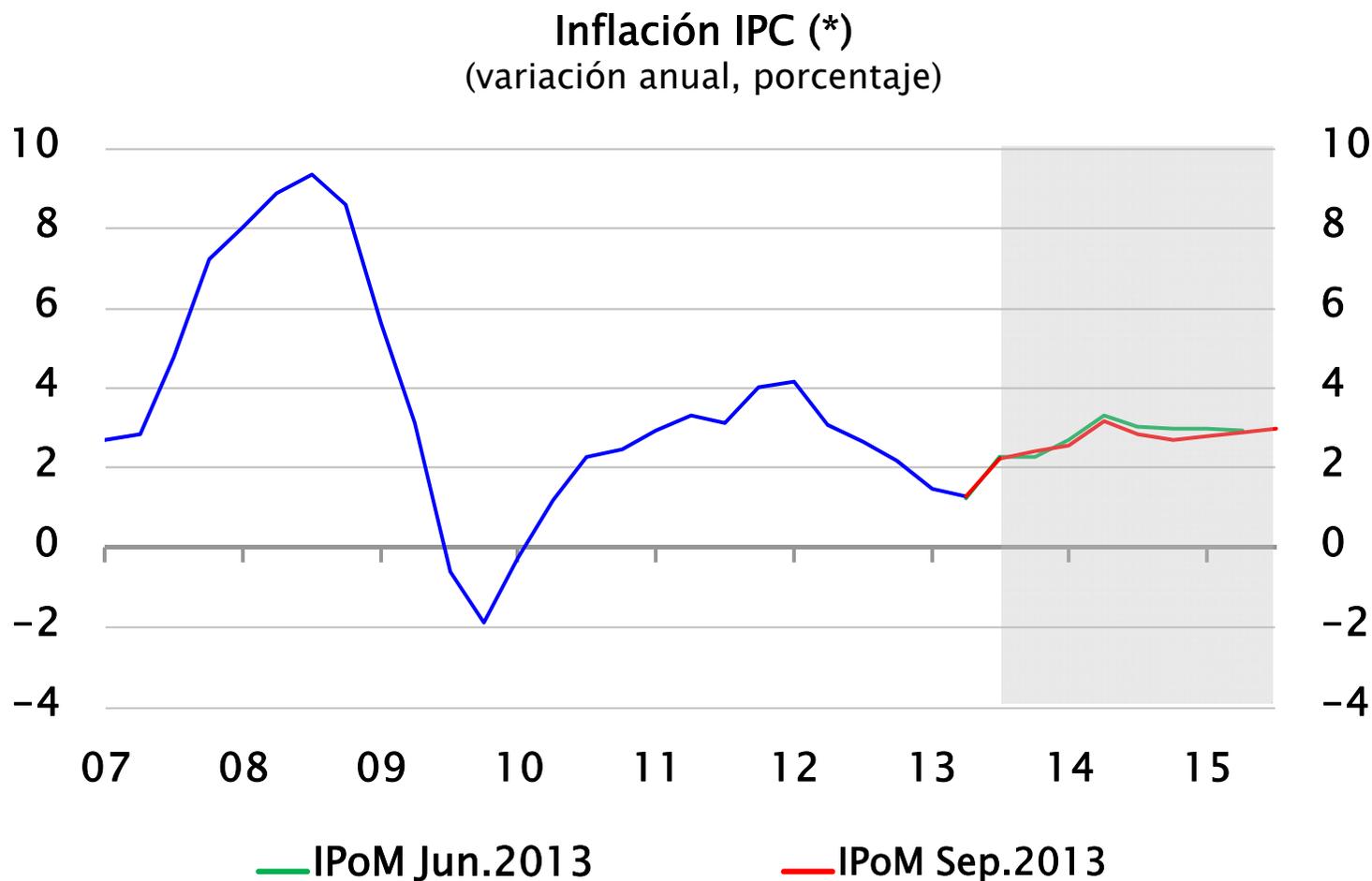


(\*) Promedio móvil trimestral.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.



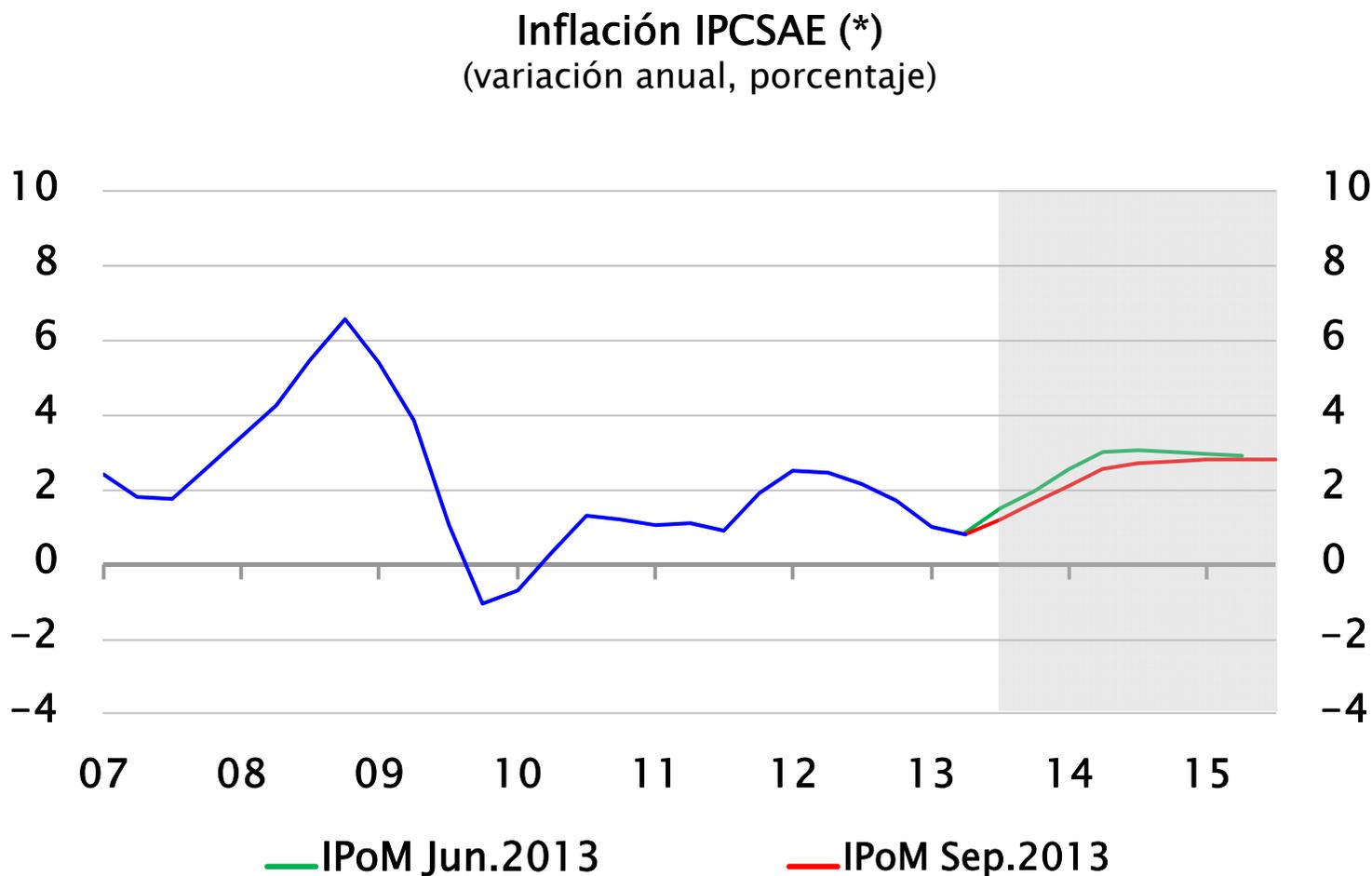
La inflación seguirá aumentando gradualmente hasta ubicarse en 3% durante el primer semestre del 2014 y permanecerá en torno a este valor hasta fines del horizonte de proyección.



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



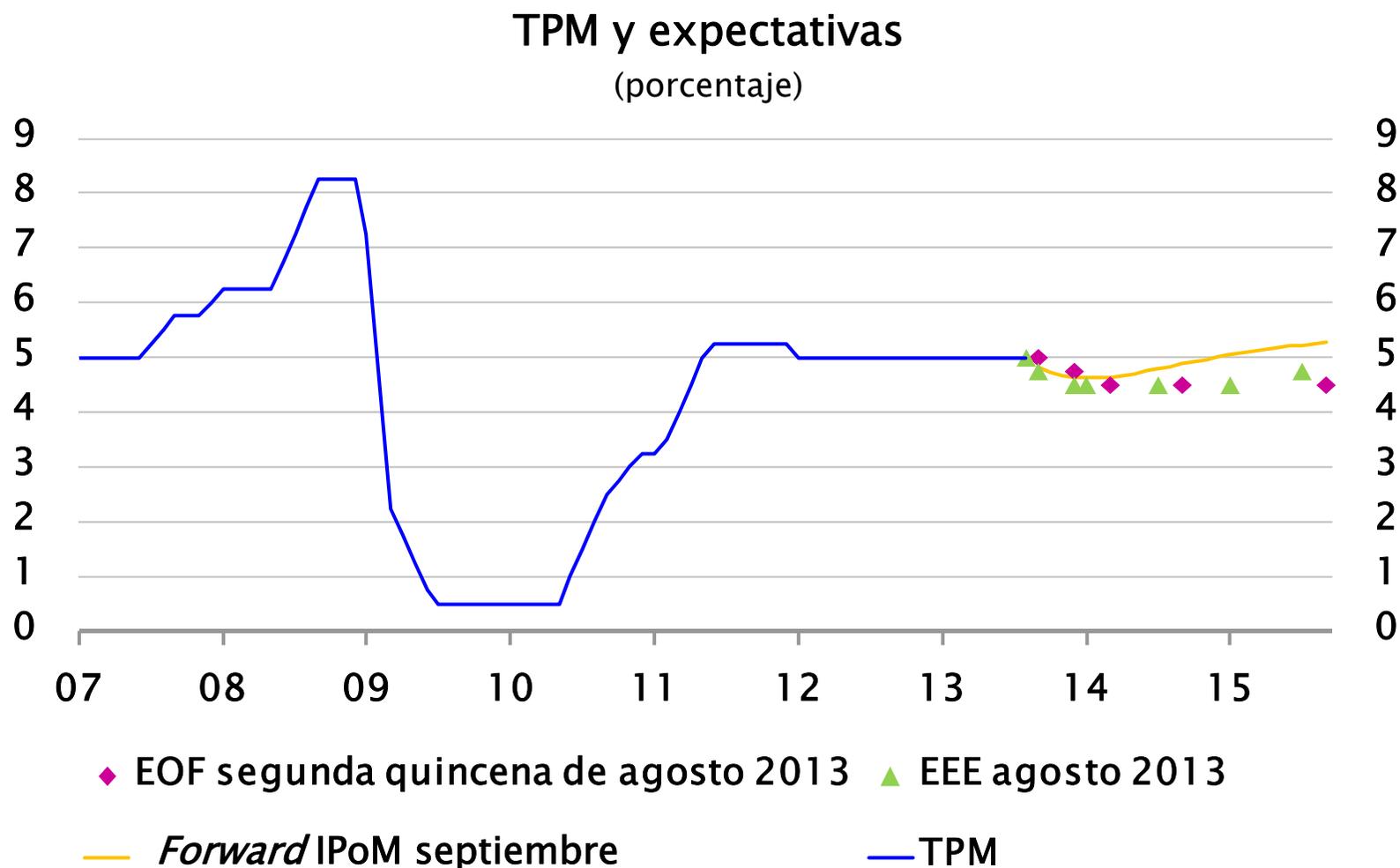
## El IPCSAE tendrá una trayectoria algo más lenta hacia el 3%.



(\*) 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 de este IPoM.





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.
  - Ampliación del déficit de cuenta corriente en un escenario de deterioro mayor de los términos de intercambio.



# Comentarios finales

---

- La economía internacional está transitando por un proceso de normalización que implica un menor impulso externo para la economía chilena.
- 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.
- La depreciación del tipo de cambio real y la reducción de las tasas de interés locales han ido en la dirección correcta para facilitar la adecuación de la economía chilena a este nuevo escenario.
- La política monetaria está disponible para apoyar este proceso de ajuste. 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.