



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

23 SEPTIEMBRE DE 2009

Jorge Desormeaux J.
Vicepresidente

Contenido

- I. Puntos Destacados
- II. Escenario Internacional
- III. Escenario Interno
- IV. Perspectivas Futuras
- V. Política Monetaria y Riesgos

I. Puntos Destacados



I. Puntos Destacados

- La economía mundial muestra señales de estabilización, e incluso algunas economías ya evidencian un mayor nivel de actividad en el segundo trimestre.
- No obstante, persisten dudas respecto de la velocidad de la recuperación en las principales economías.
- En tanto, en Chile la actividad observó un deterioro adicional en el segundo trimestre, incrementando las holguras de capacidad.
- Sin embargo, en lo más reciente se aprecia una mayor estabilidad e incluso una leve expansión.

I. Puntos Destacados

- La inflación anual en Chile ha disminuido más allá de lo previsto hace cuatro meses, y se ubicará en niveles negativos en lo que resta del 2009.
- En el escenario más probable, el impulso que han provisto las políticas monetaria y fiscal en Chile, unidas a la paulatina recuperación de la confianza y a la mejoría de la situación global, permiten anticipar un repunte de la economía a partir de este semestre.

II. Escenario Internacional

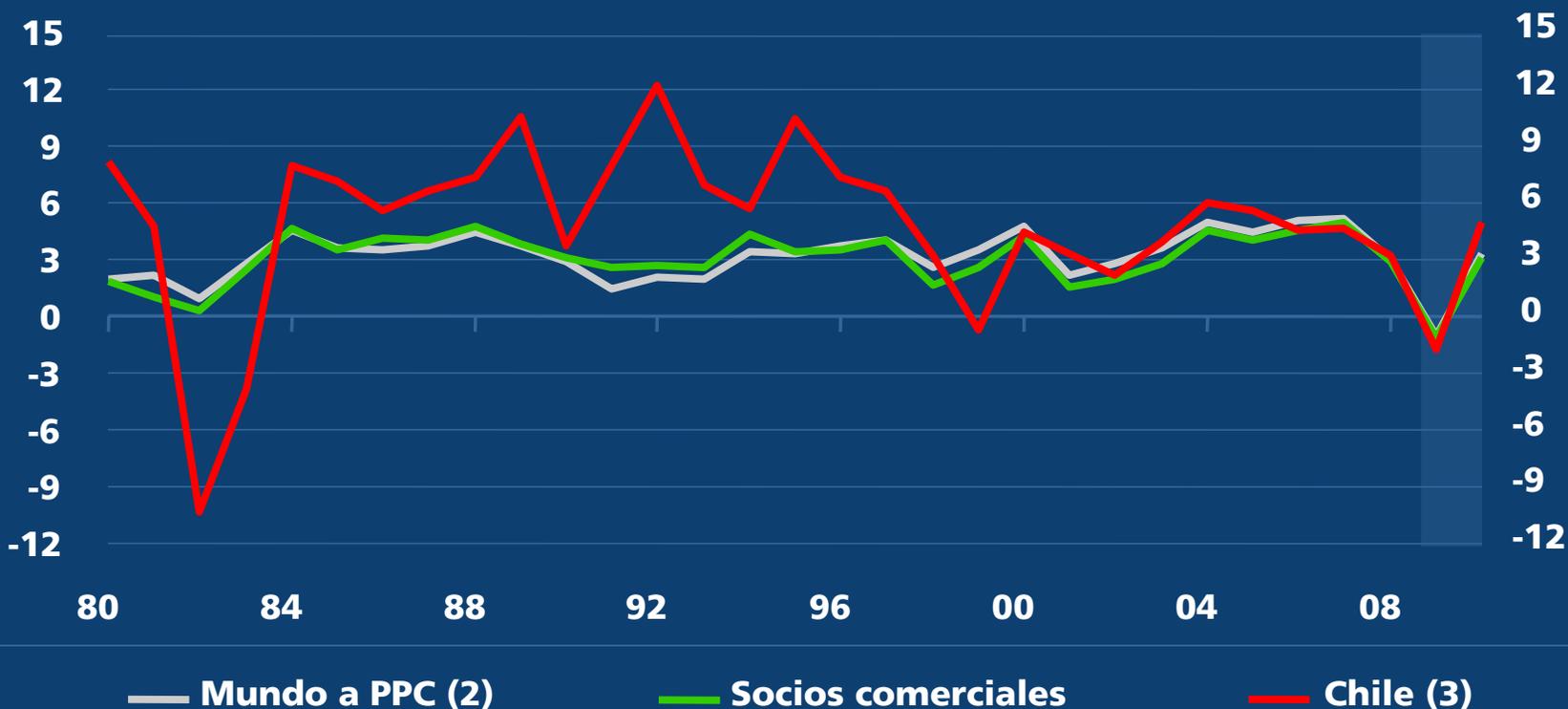


El impacto de la crisis financiera global sobre la actividad mundial es superior a lo observado en episodios anteriores.



Crecimiento Mundial (1)

(variación anual, porcentaje)



(1) El área gris corresponde a proyecciones a partir del 2009. (2) Crecimientos regionales ponderados por la participación en el PIB mundial a PPC publicado por el FMI en World Economic Outlook (WEO, abril 2009). (3) El crecimiento del 2009 y 2010, corresponde al punto medio del rango de proyecciones entregado en el IPoM de septiembre 2009.

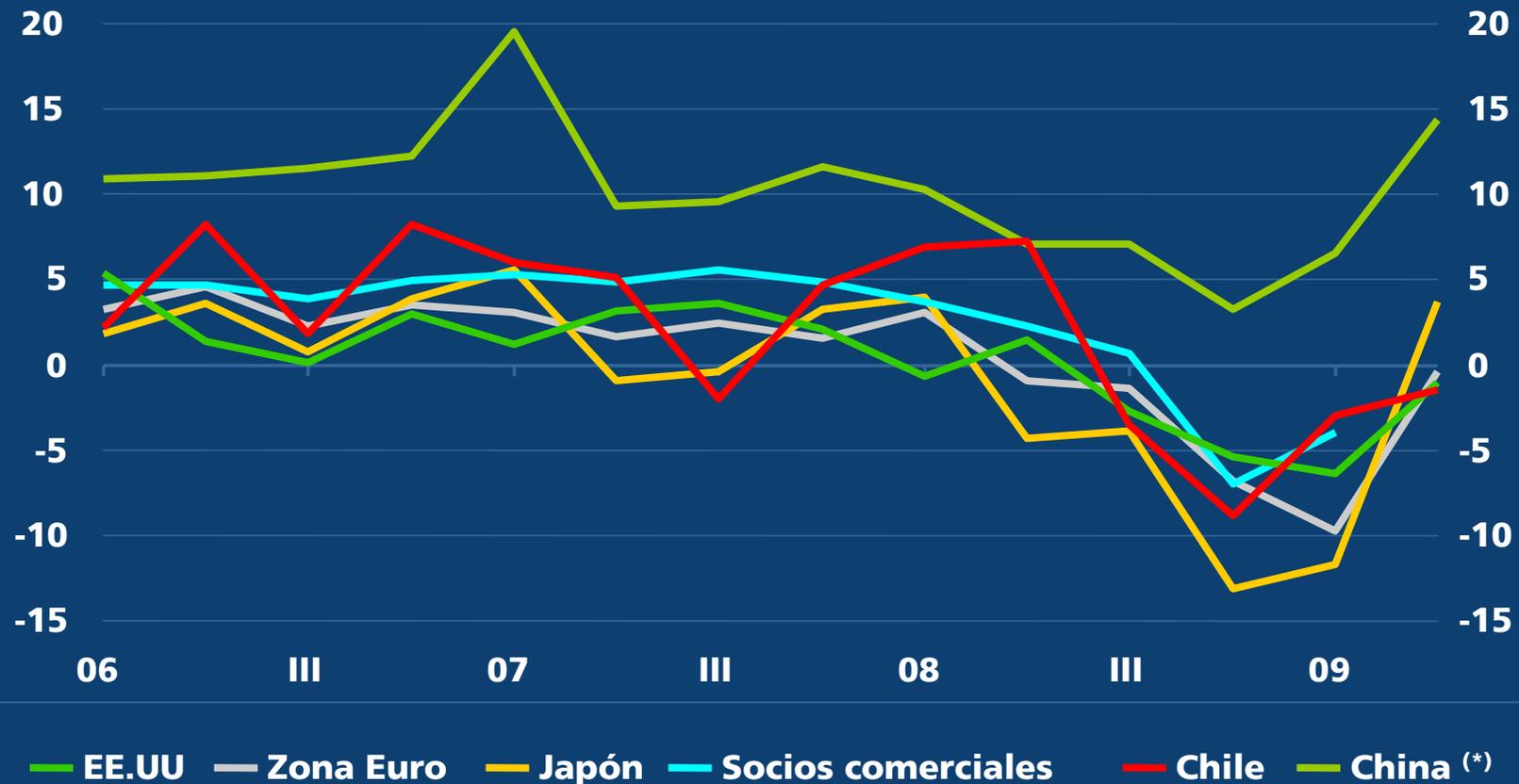
Fuentes: Banco Central de Chile, FMI y Banco Mundial.

La actividad mundial muestra señales de estabilización, luego de que en el primer trimestre el ritmo de contracción se profundizara en un gran número de países.



Crecimiento del PIB

(variación trimestral anualizada, porcentaje)



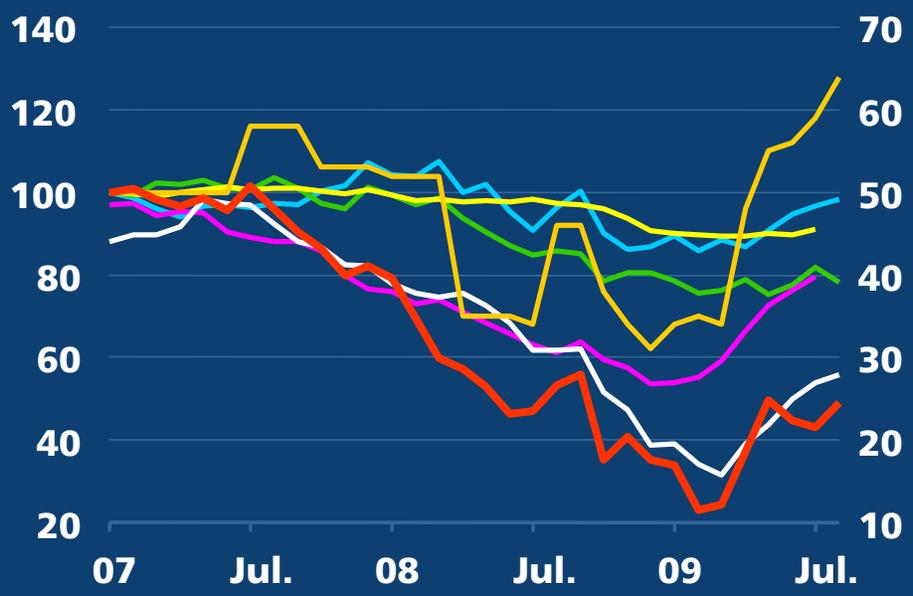
(*) Serie estimada en base a cifras de variación anual.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Paralelamente, se aprecia un progresivo despeje de la marcada incertidumbre que afectó a personas y empresas a fines del 2008.

PMI manufacturero (1)
(índice de difusión, porcentaje)

Confianza del consumidor (2)
(índice de difusión, porcentaje)



- EE.UU.
- Japón
- Rep. Corea
-
- Brasil
- México
- Zona Euro
-
- China
-

- EE.UU.
- Zona Euro
-
- México
- Japón
-
- Brasil
- Rep. Corea
-
- China
-

(1) República de Corea tiene pivote en 100, las demás en 50. (2) Las series de Japón, Zona Euro y República de Corea tienen pivote en 50. El resto de las series, son índices con base en enero 2007=100.

Lo anterior, junto con la sensación de mayor normalidad en los mercados financieros, ha aumentado el apetito por riesgo.

Mercados bursátiles (*)

(índice 02.ene.08=100)



— América Latina — Europa Emergente
— Mercados Desarrollados

Premios por riesgo soberano

(puntos base)



— EMBI global — Chile —
— Asia Emergente

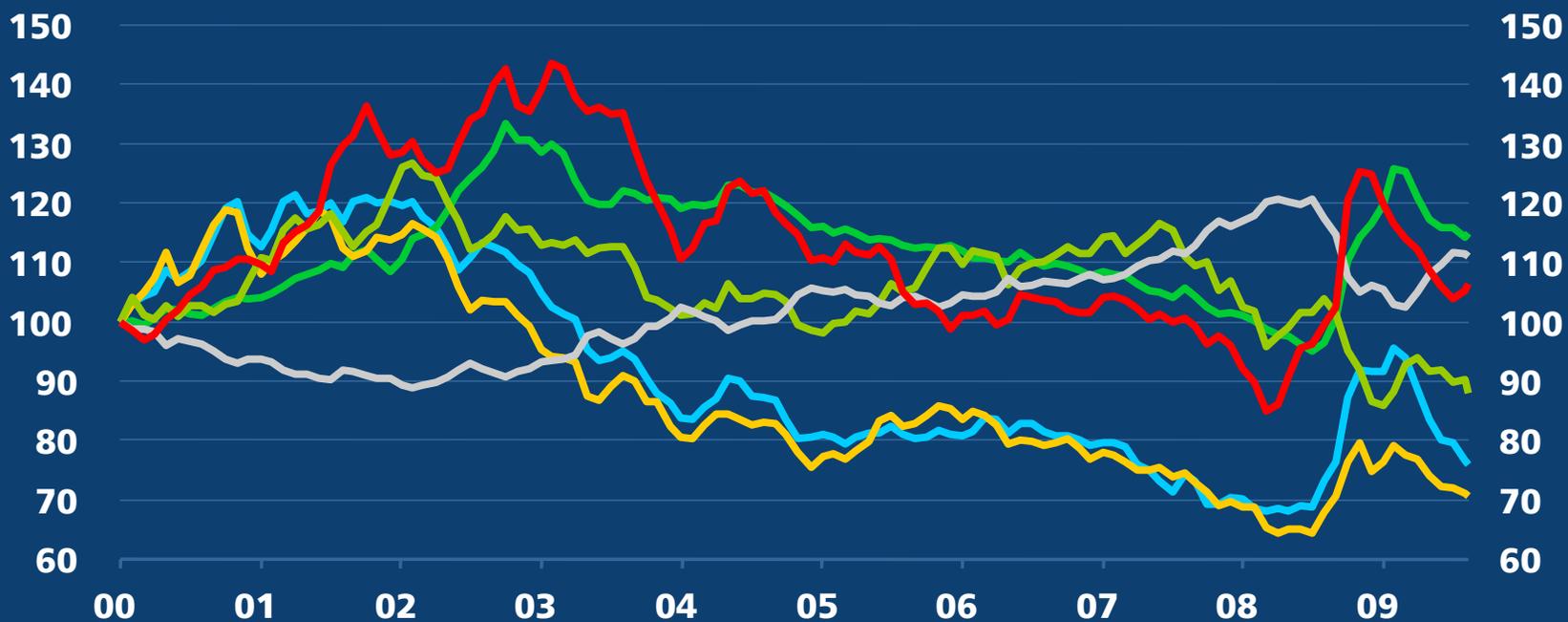
(*) Índices bursátiles MSCI denominados en dólares.
Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

El dólar continuó depreciándose frente al resto de las monedas, alcanzando niveles cercanos a los de inicios de octubre del 2008.



Paridades de monedas ⁽¹⁾

(índices enero 2000=100)



Emergentes ⁽²⁾

Zona Euro

Exp. de productos básicos ⁽⁴⁾

Japón

Estados Unidos ⁽³⁾

Chile

(1) Paridad respecto del dólar estadounidense. Aumento indica depreciación. (2) Corresponde al promedio ponderado a PPC de las monedas de: Argentina, Brasil, China, Hong Kong, Hungría, Indonesia, Malasia, México, Polonia, Rep. Corea, Rep. Checa, Rusia y Tailandia. (3) Considera dólar respecto de una canasta de monedas de los principales socios comerciales de EE.UU. Un aumento indica depreciación del dólar. (4) Corresponde al promedio ponderado a PPC de las monedas de Australia, Canadá y Nueva Zelanda.

Fuente: Banco Central de Chile en base a Bloomberg y FMI.

La mayor estabilidad del panorama mundial y la depreciación del dólar impulsaron al alza los precios de los productos básicos.



Precios de Productos Básicos

(centavos de dólar la libra; dólares el barril)

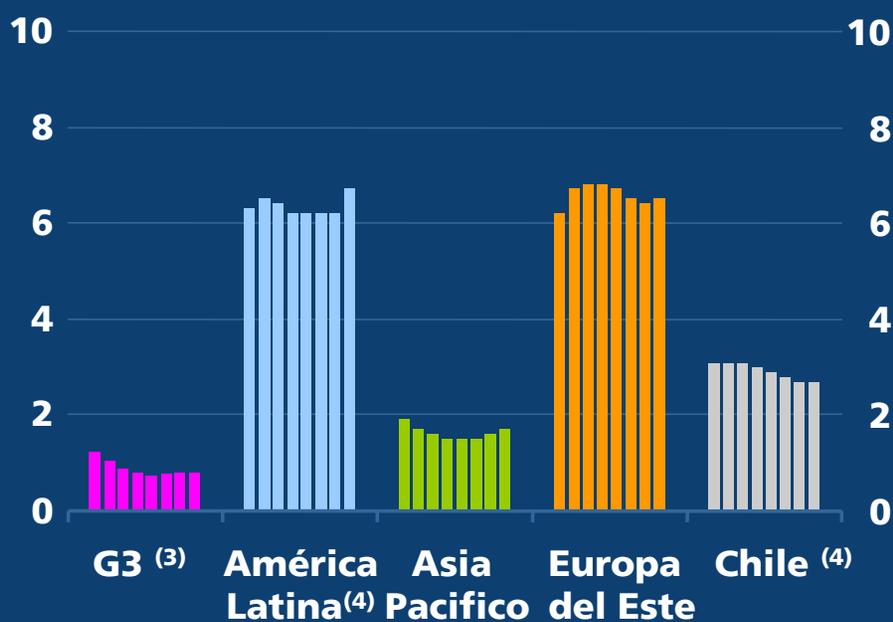


(*) Corresponde al precio de la Bolsa de Metales de Londres.
Fuente: Bloomberg.

Las presiones inflacionarias globales continúan bajas, dadas las amplias holguras de capacidad existentes.

Inflación del IPC (1)
(variación anual, porcentaje)

Proyección para el año 2010 (2)
(variación anual, porcentaje)



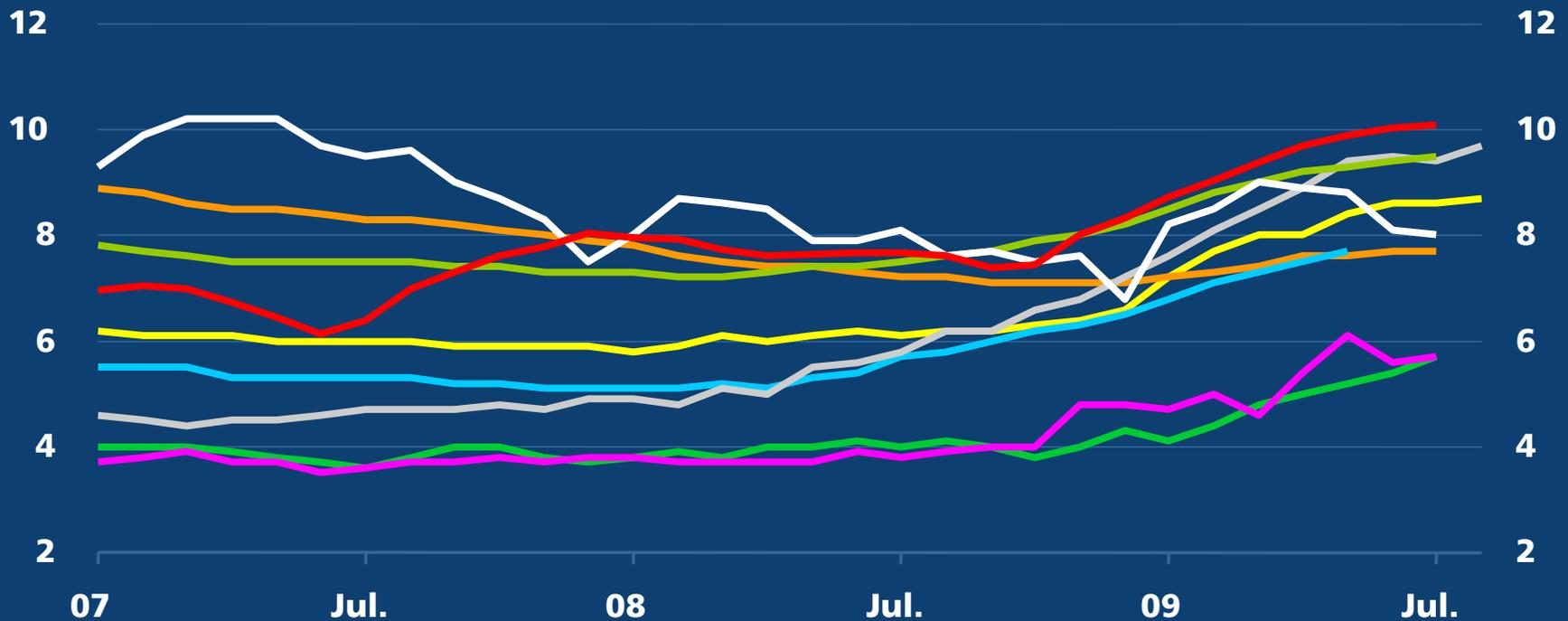
— EE.UU. — Japón — Zona Euro
 — América Latina — Chile
 — Europa del Este — Asia

(1) Cifras corresponden al promedio geométrico de los países de cada región. América Latina está compuesto por Brasil, Colombia, México y Perú. Asia emergente está compuesto por China, Rep. Corea, Filipinas, Malasia, Singapur, Tailandia y Taiwán. Europa emergente por Hungría, República Checa, Rusia y Turquía. (2) Cada barra corresponde a la proyección de inflación anual promedio por mes desde enero del 2009. (3) Corresponde al promedio geométrico de la inflación proyectada para Estados Unidos, Japón y Zona Euro. (4) Corresponde a proyecciones para la variación diciembre a diciembre.
 Fuentes: Consensus Forecasts y Bloomberg.

En tanto, el desempleo ha aumentado de forma relevante en la generalidad de los países.



Tasa de Desempleo (series desestacionalizadas, porcentaje)



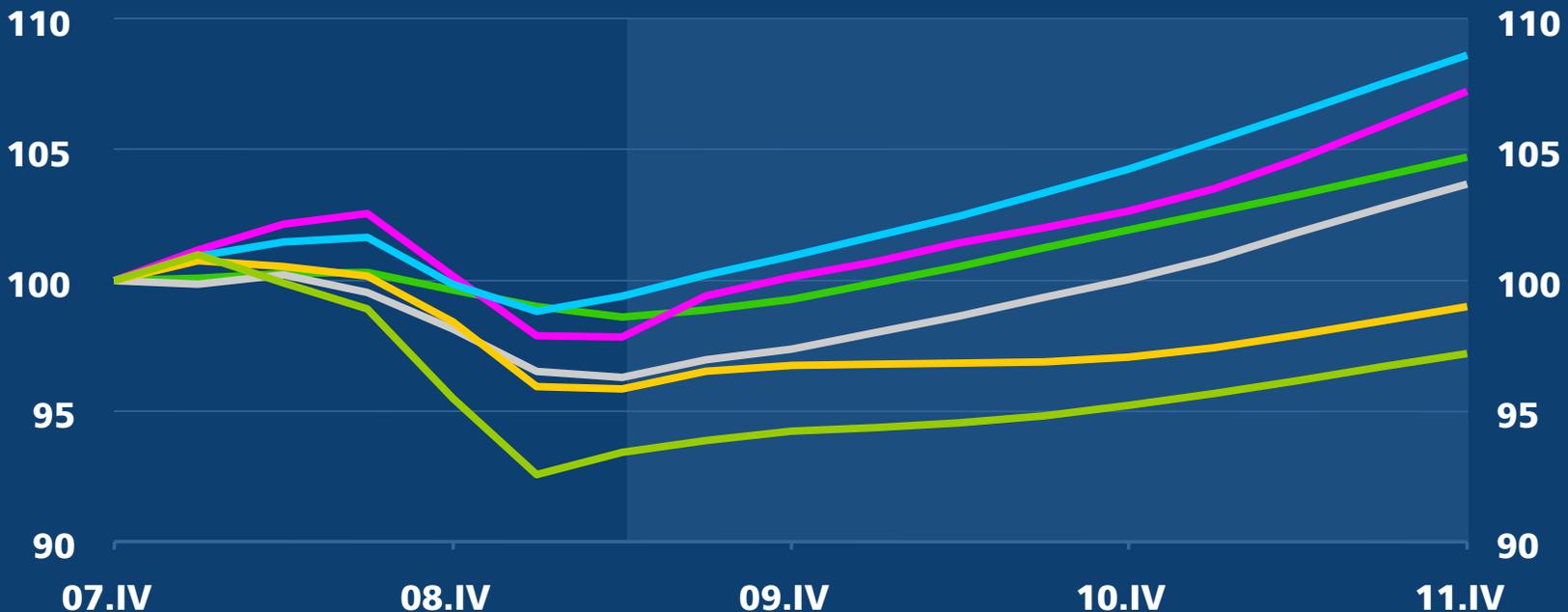
- Canadá
- México
- Zona Euro
- Alemania
- Reino Unido
- Brasil
- Japón
- EE.UU.
- Chile

Las perspectivas de crecimiento apuntan a una sostenida mejoría en los niveles de actividad global.



Actividad Mundial (1)

(índice, 2007.IV = 100)



— Exp. de productos básicos (2)

— Socios comerciales

— Zona Euro

— América Latina (3)

— Estados Unidos

— Japón

(1) El área gris corresponde a proyecciones. (2) Corresponde al promedio ponderado a PPC de Australia, Canadá y Nueva Zelanda. (3) Corresponde al promedio ponderado a PPC de Argentina, Brasil, México, Perú y Venezuela.

Fuente: Banco Central de Chile en base a Consensus Forecasts.

III. Escenario Interno

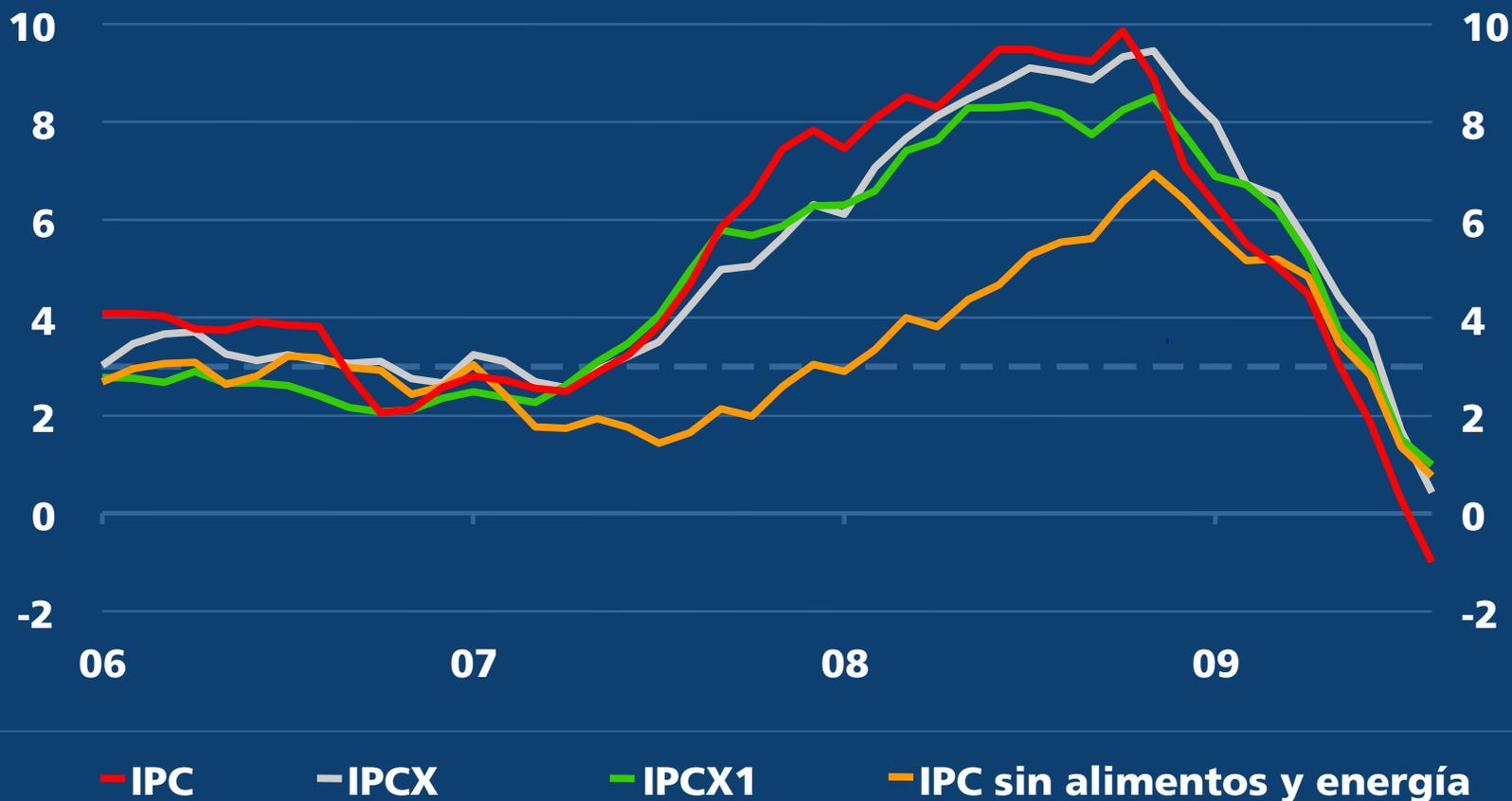


El descenso de la inflación, tanto total como subyacente, ha sido más rápido e intenso de lo previsto en mayo.



Indicadores de Inflación

(variación anual, porcentaje)

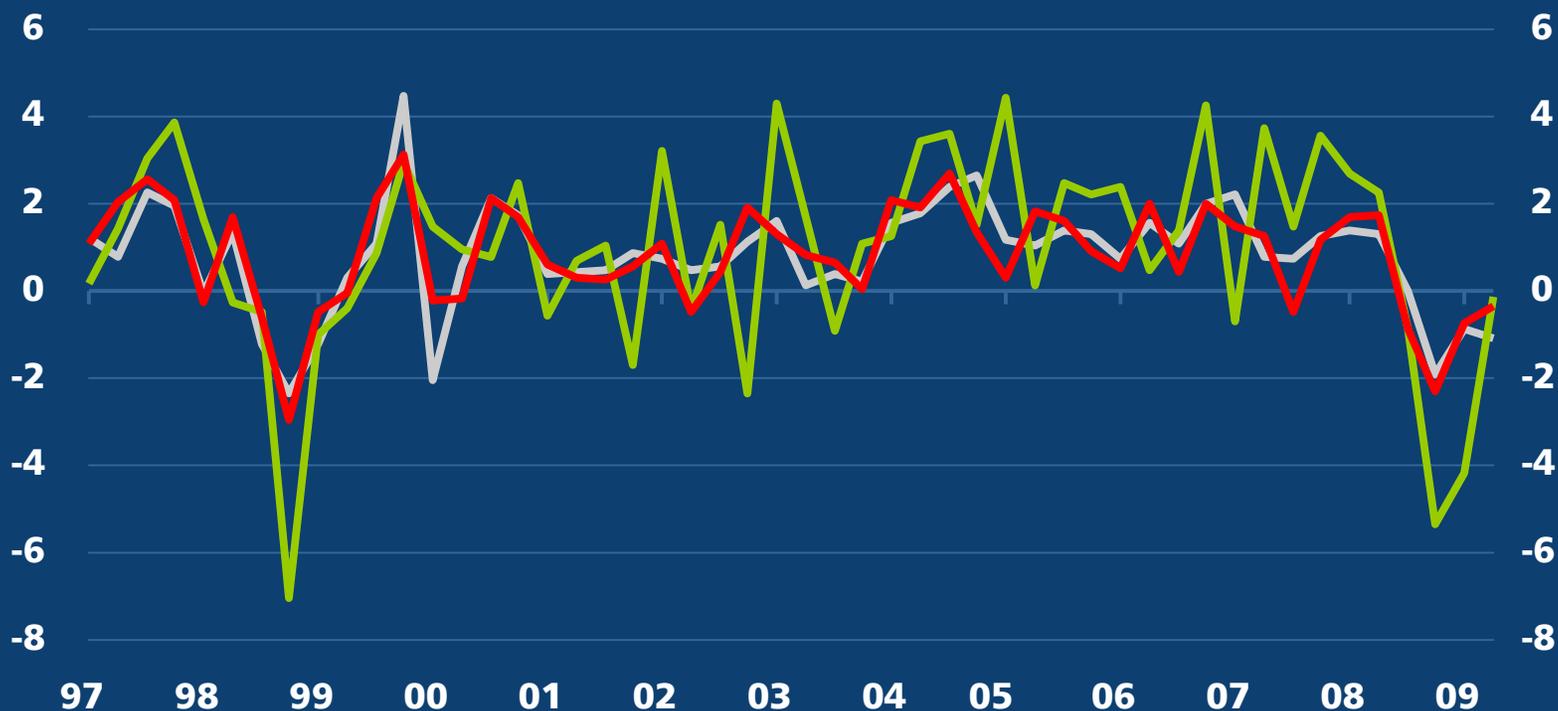


En tanto, el nivel de actividad siguió descendiendo en el 2º trimestre, aunque a tasas decrecientes. Y la demanda detuvo su deterioro.



PIB, PIB Resto y Demanda Interna

(variación trimestral, series desestacionalizadas, porcentaje)



— PIB

— PIB resto (*)

— Demanda interna

(*) Corresponde a los sectores agropecuario-silvícola, industria manufacturera, construcción, comercio, transporte y comunicaciones, servicios financieros y empresariales, propiedad de la vivienda, servicios personales y administración pública.

Fuente: Banco Central de Chile.

Es más, a nivel mensual el nivel de la actividad ya evidencia una recuperación a partir del mes de mayo.



Indicador Mensual de Actividad Económica

(índice 2003=100)

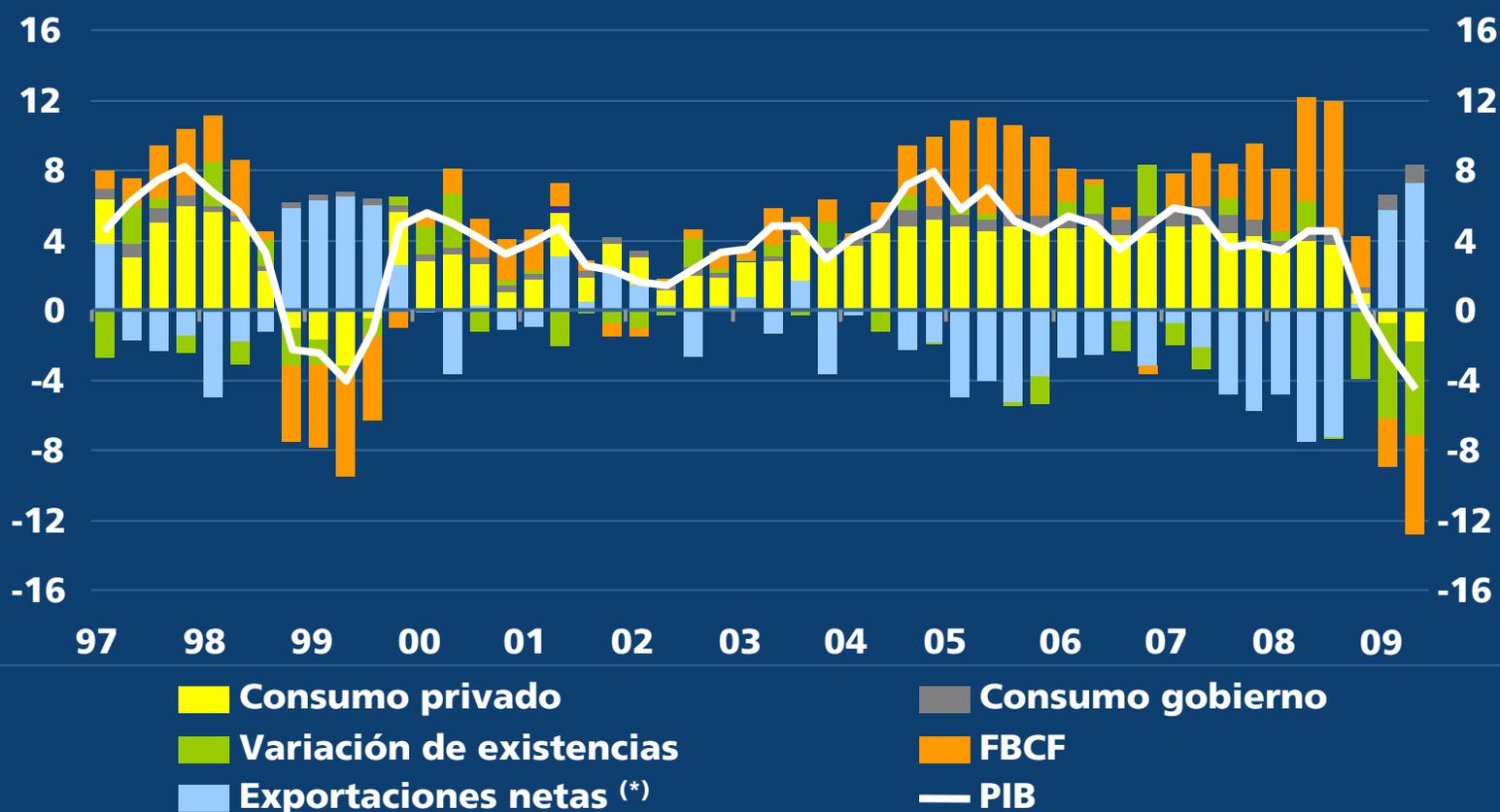


La caída en la inversión y la desacumulación de existencias han sido determinantes en la menor demanda interna.



Contribución al Crecimiento del PIB

(variación real anual, puntos porcentuales)



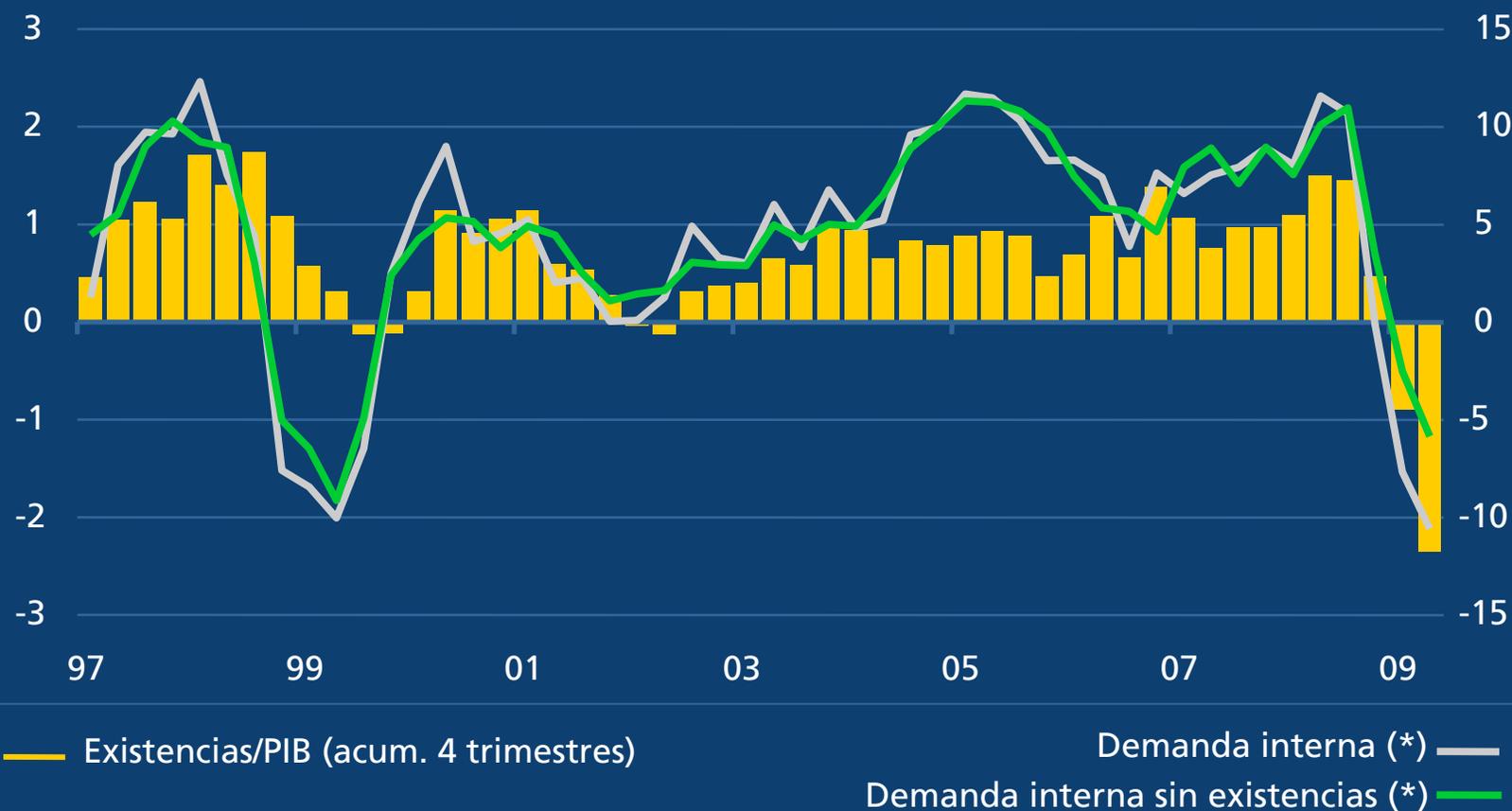
(*) Exportaciones de bienes y servicios menos importaciones de bienes y servicios.

Fuente: Banco Central de Chile.

Lo sucedido con las existencias es un fenómeno inusual, que puede ser explicado por la fuerte incertidumbre que se instaló a fines del 2008.



Variación de Existencias a PIB y Demanda Interna (porcentaje)



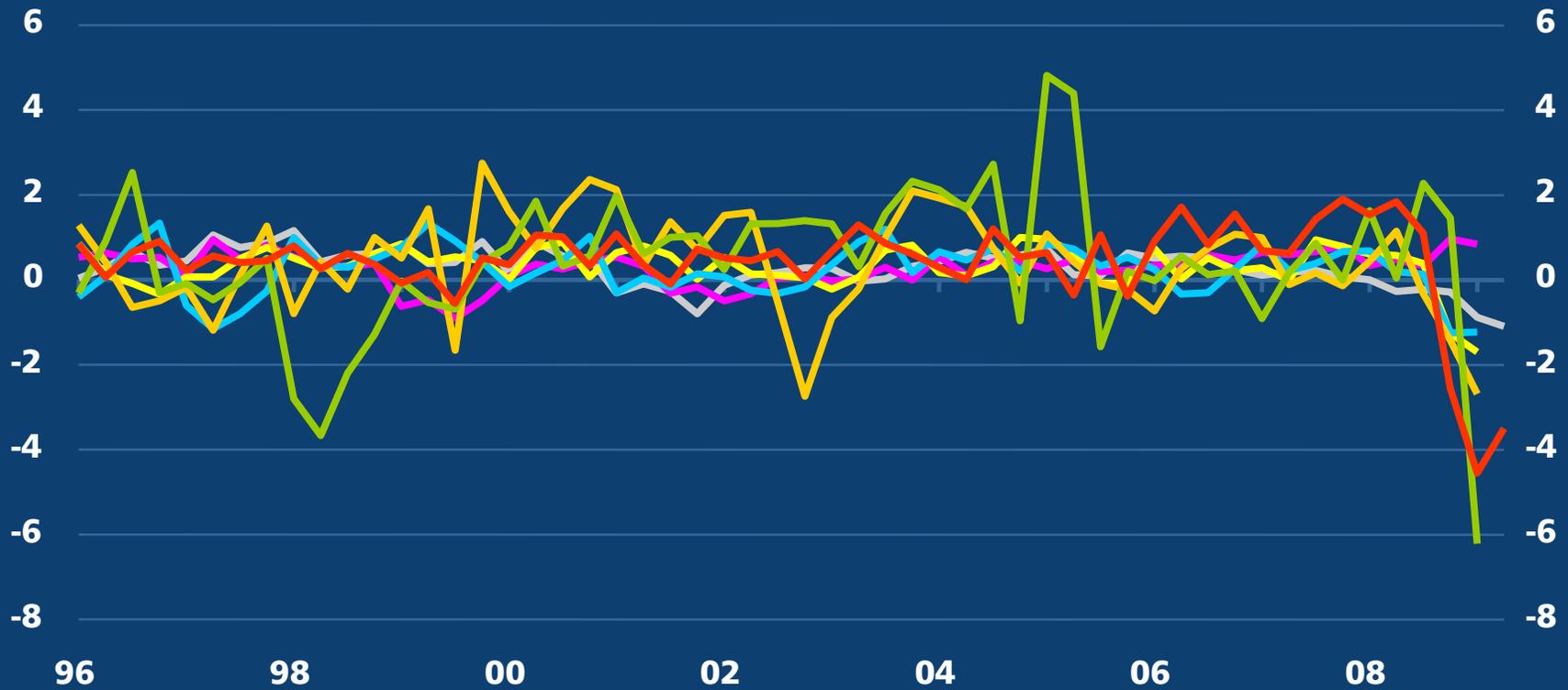
(*) Variación anual.

Fuente: Banco Central de Chile.

En todo caso, no es un hecho aislado a la economía chilena.



Variación de Existencias (*) (porcentaje del PIB)

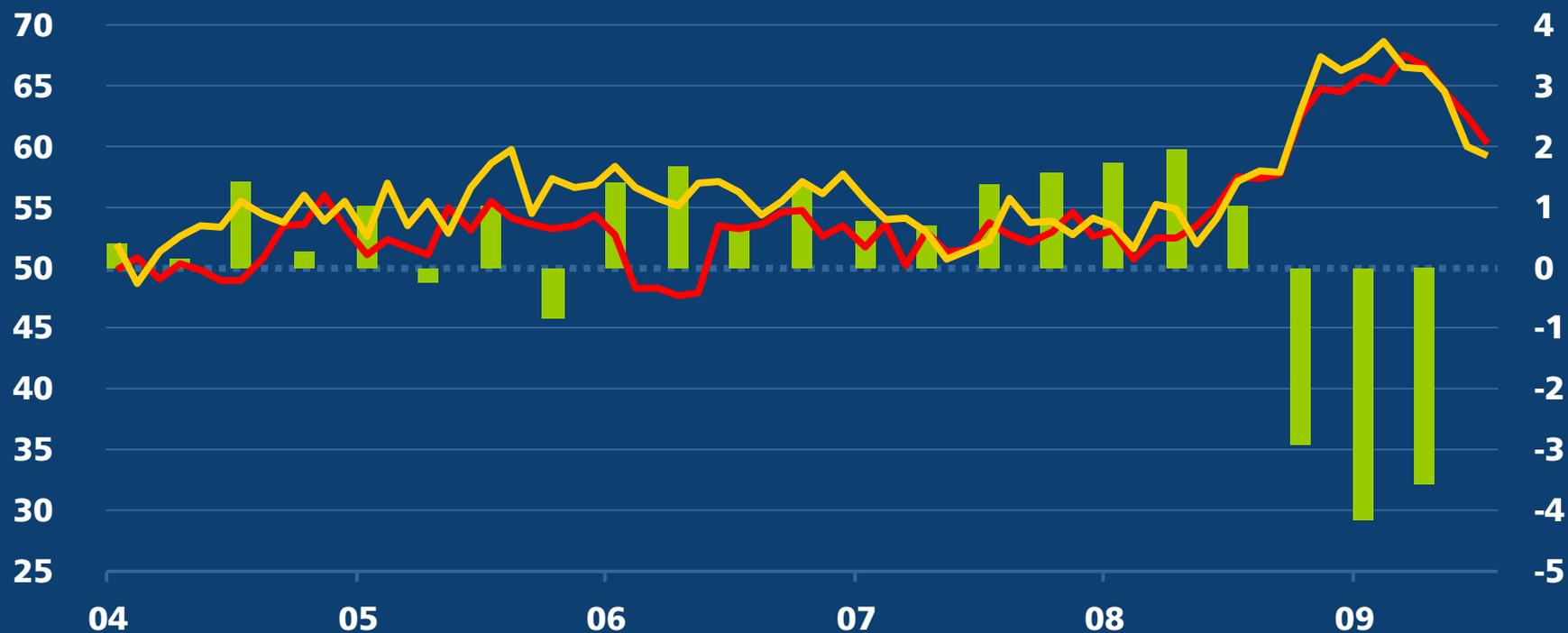


(*) Series ajustadas por estacionalidad.
Fuente: CEIC Data.

En los últimos meses, la percepción de exceso de existencias se ha tendido a reducir gradualmente.



Situación Actual de Inventarios



— Industria (1)

— Comercio (1)

Existencias a PIB, 
porcentaje (2)

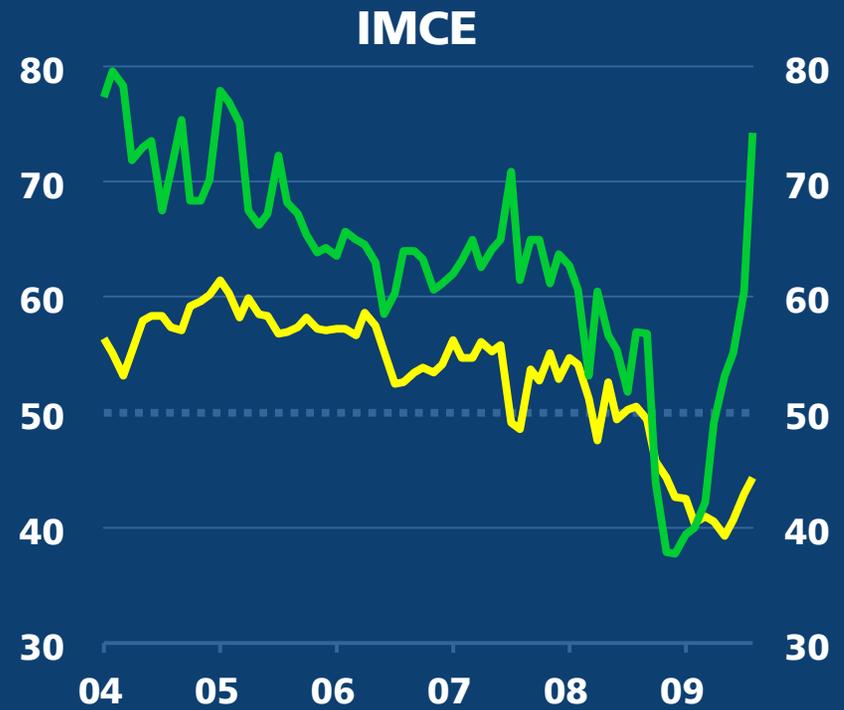
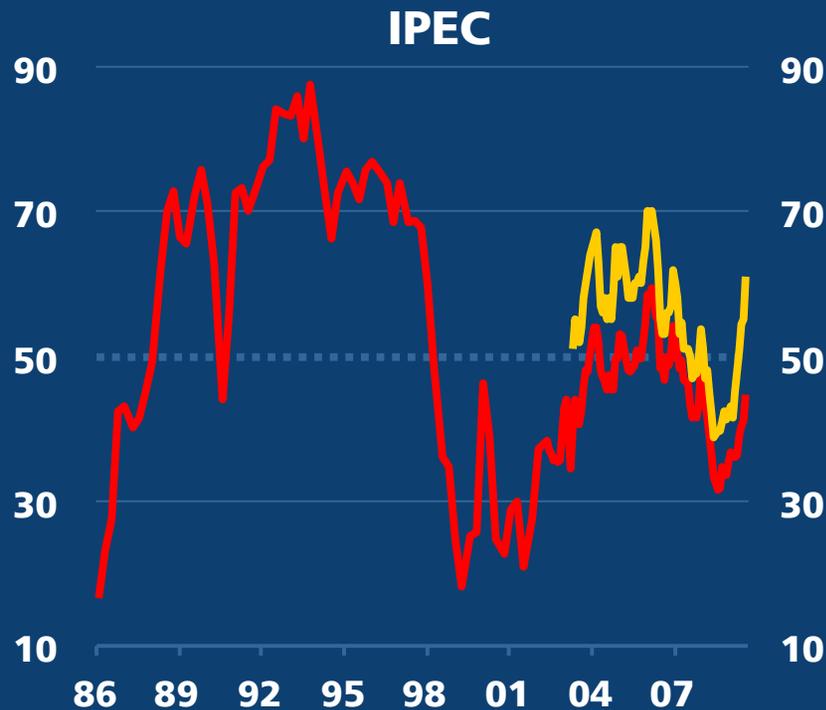
(1) Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica nivel por sobre (bajo) lo deseado. (2) Serie trimestral desestacionalizada.

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

La percepción respecto de la actividad futura ha mejorado, lo que se verifica en las expectativas de personas y empresas.



Índices de Percepción Económica



— Situación actual (1)
— Situación futura (12 meses) (1)

— Situación actual (2)
— Situación futura (6 meses) (2)

(1) Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo). Previo a enero del 2003 el índice era de frecuencia trimestral, a partir de esa fecha se publica mensualmente. (2) Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica expectativas positivas (negativas).

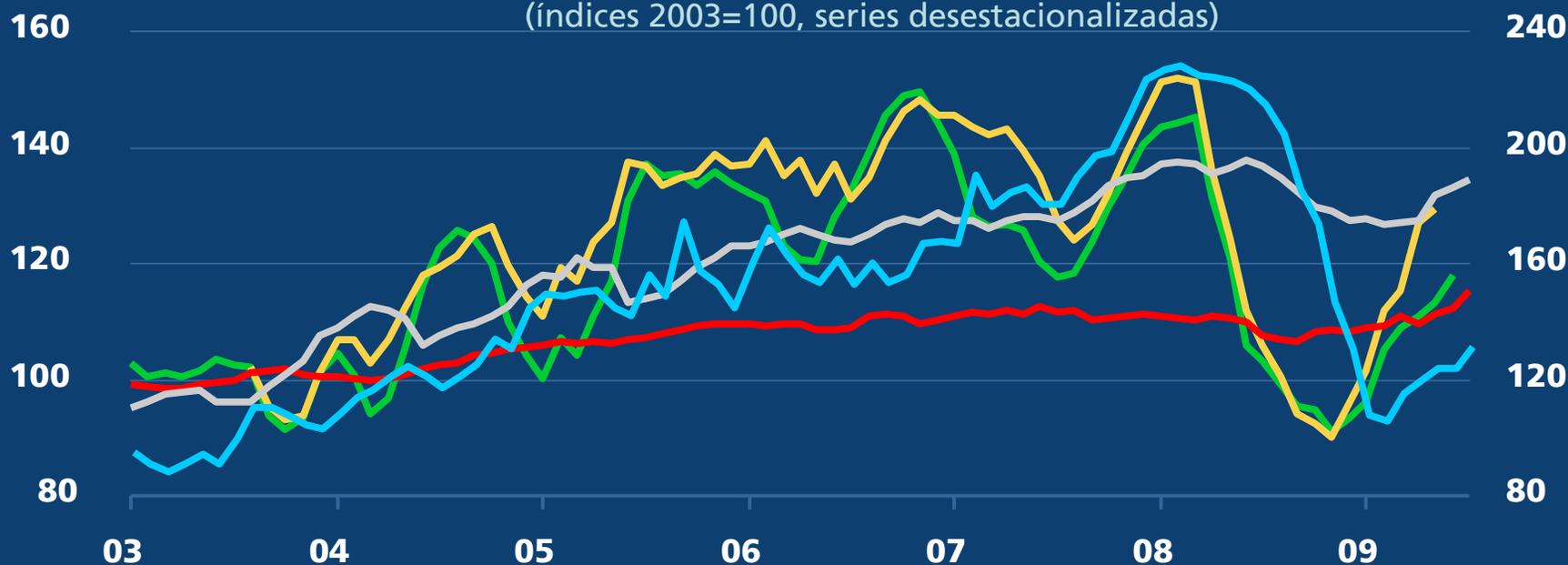
Fuentes: Adimark e ICARE/Universidad Adolfo Ibáñez.

Esto también se evidencia en los indicadores de ventas de bienes durables y de viviendas nuevas, las que incluso muestran leves reversiones.



Ventas Minoristas del Comercio, de Autos y de Viviendas

(índices 2003=100, series desestacionalizadas)



- Viviendas nuevas (Gran Santiago) (*)
- Viviendas nuevas (Nacional) (*)
- Bienes no durables (*)
- Bienes durables (*)

Autos nuevos —

(*) Vendidas en el trimestre móvil.

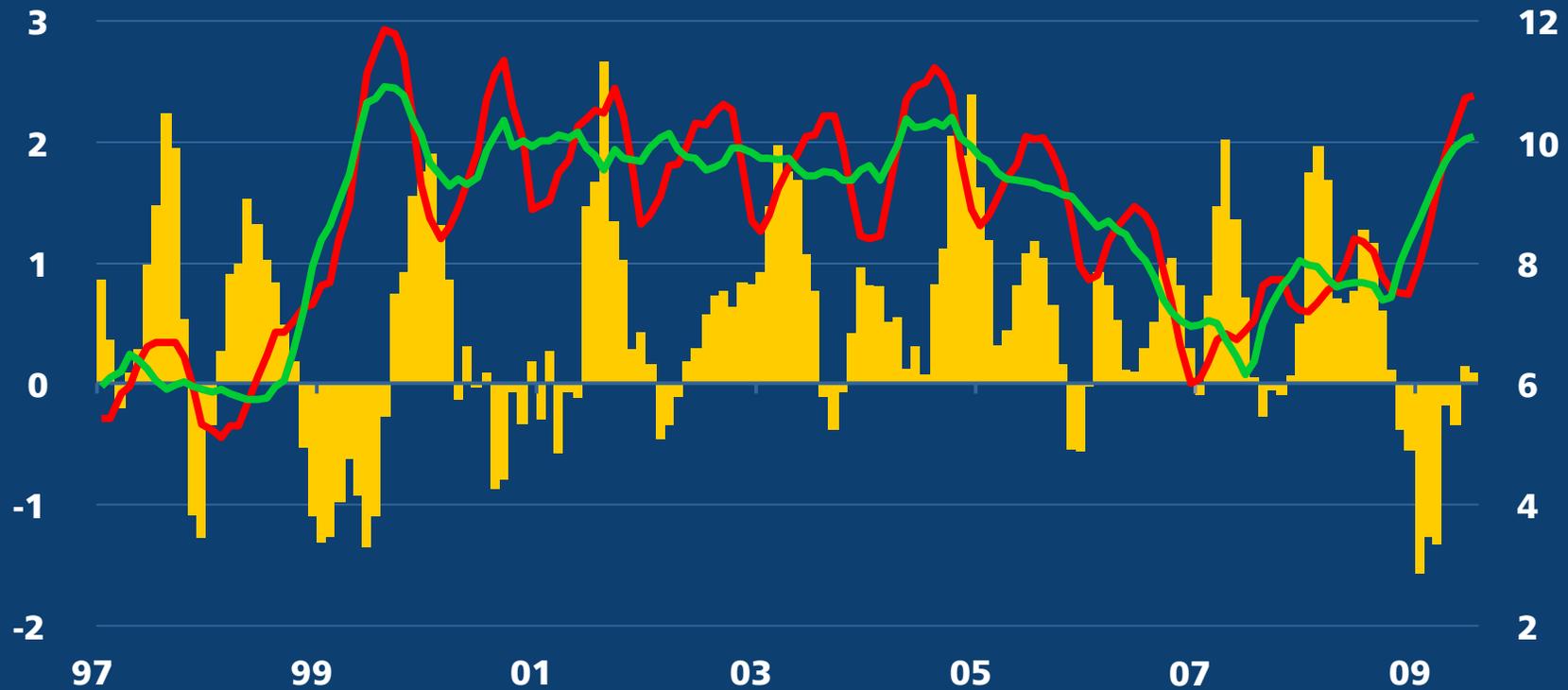
Fuentes: Asociación Nacional Automotriz de Chile (ANAC), Banco Central de Chile, Cámara Chilena de la Construcción (CChC) y Cámara Nacional de Comercio (CNC).

El mercado laboral se ha deteriorado a lo largo del año, aunque las cifras recientes muestran que la ocupación ha dejado de caer y el aumento del desempleo se moderó.



Empleo y Tasa de Desempleo

(porcentaje)



■ Variación trimestral

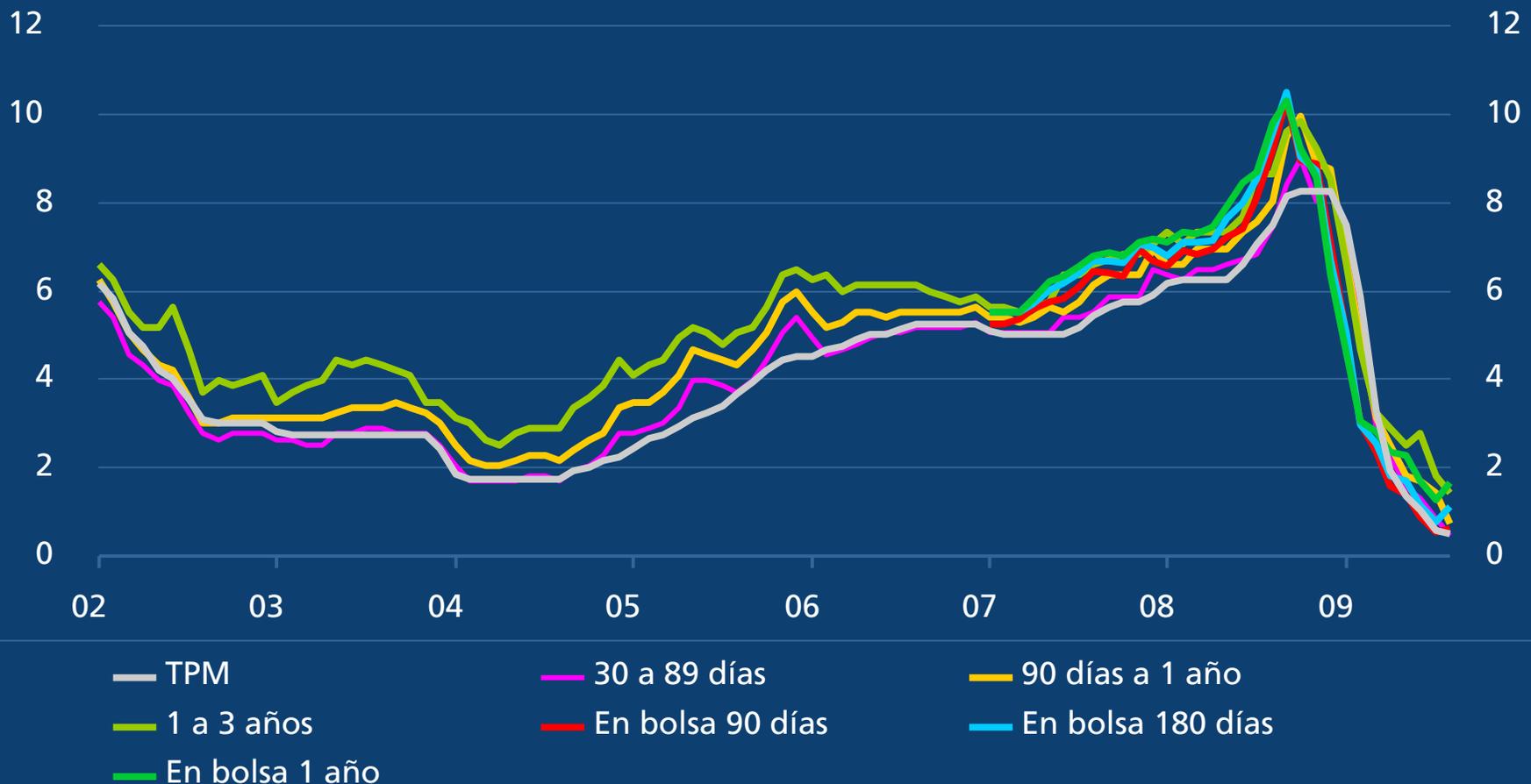
Original —
Desestacionalizada —

El costo de fondeo de la banca local ha disminuido significativamente, gracias al importante estímulo monetario y la reducción de las primas por riesgo en el mundo.



TPM y Tasas de Interés de Captación

(porcentaje)



En tanto, las tasas de colocación han caído desde los máximos que registraron a fines del 2008 y principios del 2009.



Movimientos de Tasas de Interés desde Julio del 2008

(porcentaje; puntos base)

	Jul.2008 (a)	Promedio oct- dic.2008 (b)	Actual (c) ⁽¹⁾	Diferencia (c) - (a) (puntos base)	Diferencia (c) - (b) (puntos base)
TPM	7,25	8,25	0,50	-675	-775
Tasas de colocación ⁽²⁾					
Consumo	31,2	36,2	24,6	-667	-1166
Comercial	11,4	15,1	6,0	-544	-907
Tasas de captación					
30-89 días	6,8	8,4	0,5	-636	-796
90 días a 1 año	7,6	9,2	0,7	-684	-848
1 a 3 años	8,6	9,2	1,4	-720	-776
Tasas de colocación ⁽³⁾					
Consumo entre 181 días y un año	37,7	40,4	35,3	-246	-510
Consumo más de 3 años	30,0	35,9	21,5	-845	-1437
Comerciales menor a 30 días	9,7	13,5	4,9	-480	-865
Comerciales entre 181 días y un año	13,0	14,5	7,8	-514	-667
Vivienda	4,9	5,6	4,6	-31	-104

(1) Agosto del 2009. (2) Promedio ponderadas. (3) Las tasas de interés de consumo y comerciales son nominales. Las de los créditos de vivienda son en UF.

Fuente: Banco Central de Chile.

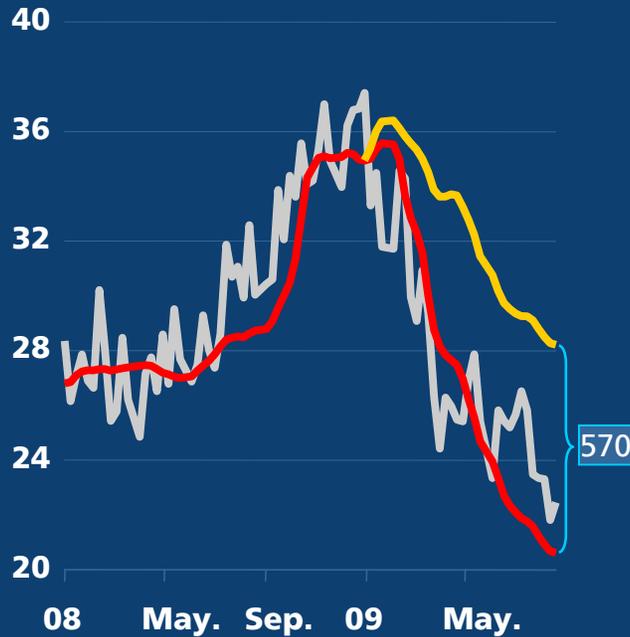
La acción de la política monetaria ha sido determinante en el descenso de las tasas de interés.



Tasas de Interés

(datos semanales, porcentaje)

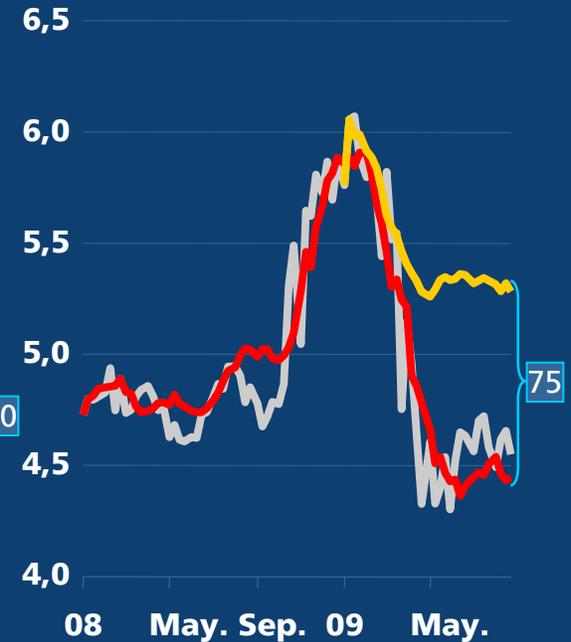
(a) Consumo 3 años o más.



(b) Comerciales 30 a 89 días.



(c) Créditos Hipotecarios a más de 3 años.



— Efectivo

— Estimado (1)

— TPM (enero) (2)

(1) Corresponde a los niveles de tasas de colocación según el modelo de Becerra et al.

(2) Nivel al que se estima estarían las tasas de colocación, de haberse mantenido la TPM en 8,25%.

Fuentes: Banco Central de Chile y Becerra et al. (2009).

A pesar de ello, los estándares crediticios internos siguen estrechos, y el volumen de crédito cayó en 1er. semestre del año.



Colocaciones Nominales

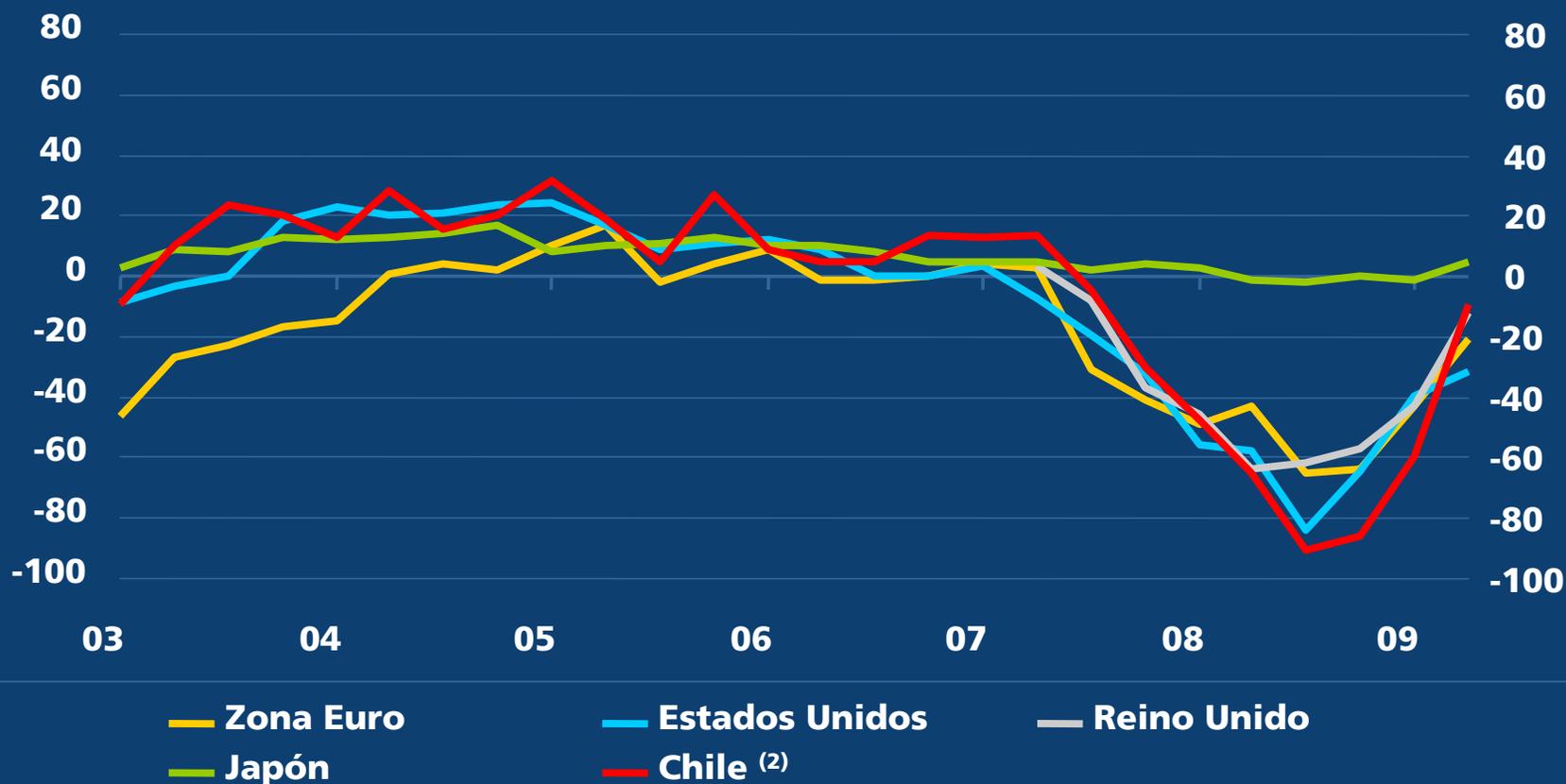
(variación anual, porcentaje)



La mayor restrictividad de los estándares crediticios es un fenómeno global.



Condiciones de Crédito para Empresas ⁽¹⁾ (balance de respuestas)



(1) Valores negativos indican condiciones más restrictivas.

(2) Corresponde a grandes empresas.

Fuentes: Banco Central de Chile, Banco de Inglaterra, Banco Central Europeo, Banco Central de Japón y Reserva Federal de EE.UU.

IV. Perspectivas Futuras



El escenario base considera que la actividad tendrá una expansión de entre 4,5 y 5,5% anual en el 2010, con un balance de riesgos equilibrado.



Crecimiento Económico y Cuenta Corriente

(variación anual, porcentaje)

	2007	2008	2009 (f)	2010 (f)
PIB	4,7	3,2	-2,0 a -1,5	4,5 a 5,5
Ingreso nacional	7,1	3,8	-1,5	6,2
Demanda interna	7,8	7,4	-6,2	6,7
Demanda interna (sin var. existencias)	8,2	7,9	-3,5	3,7
Formación bruta de capital fijo	12,0	19,5	-12,9	7,4
Consumo total	7,1	4,2	0,0	2,5
Exportaciones de bienes y servicios	7,6	3,1	-4,7	4,9
Importaciones de bienes y servicios	14,9	12,9	-13,8	9,0
Cuenta corriente (% del PIB)	4,4	-2,0	1,9	1,2

(f) Proyección.

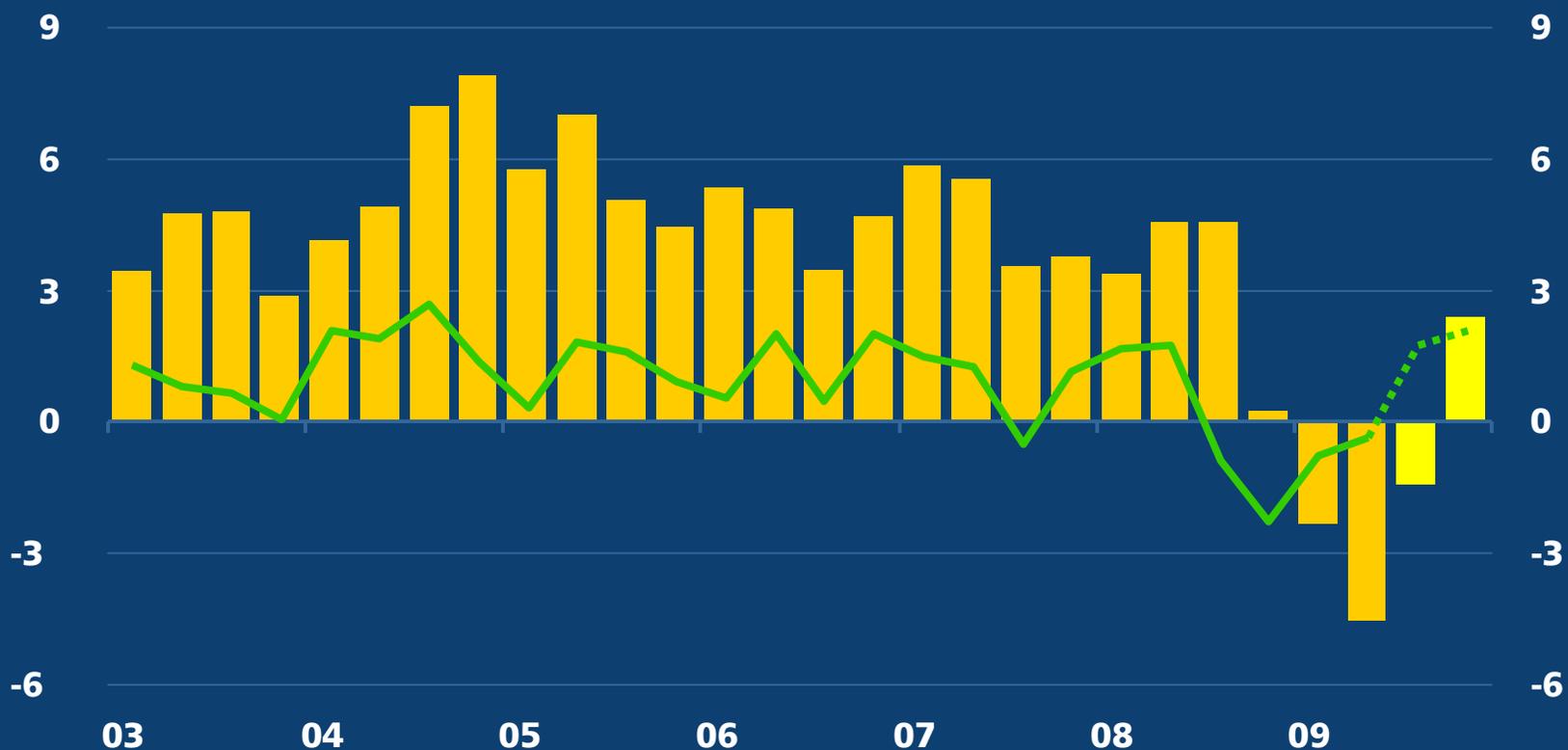
Fuente: Banco Central de Chile.

Esta proyección considera que el nivel de actividad aumentará este semestre, aunque con variaciones anuales negativas por algunos meses más.



Tasa de Crecimiento del PIB (*)

(porcentaje)



— Var. trimestre a trimestre

■ Var. anual

(*) A partir del tercer trimestre del 2009, corresponde a la estimación de la Encuesta de Expectativas Económicas.

Fuente: Banco Central de Chile.

La inflación total terminará el 2009 con variaciones anuales negativas, y su convergencia a la meta de 3% se dará hacia el 2011.



Proyección de Inflación

(variación anual, porcentaje)

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

(f) Proyección.

(*) Correspondiente a la inflación proyectada para el tercer trimestre del 2011.

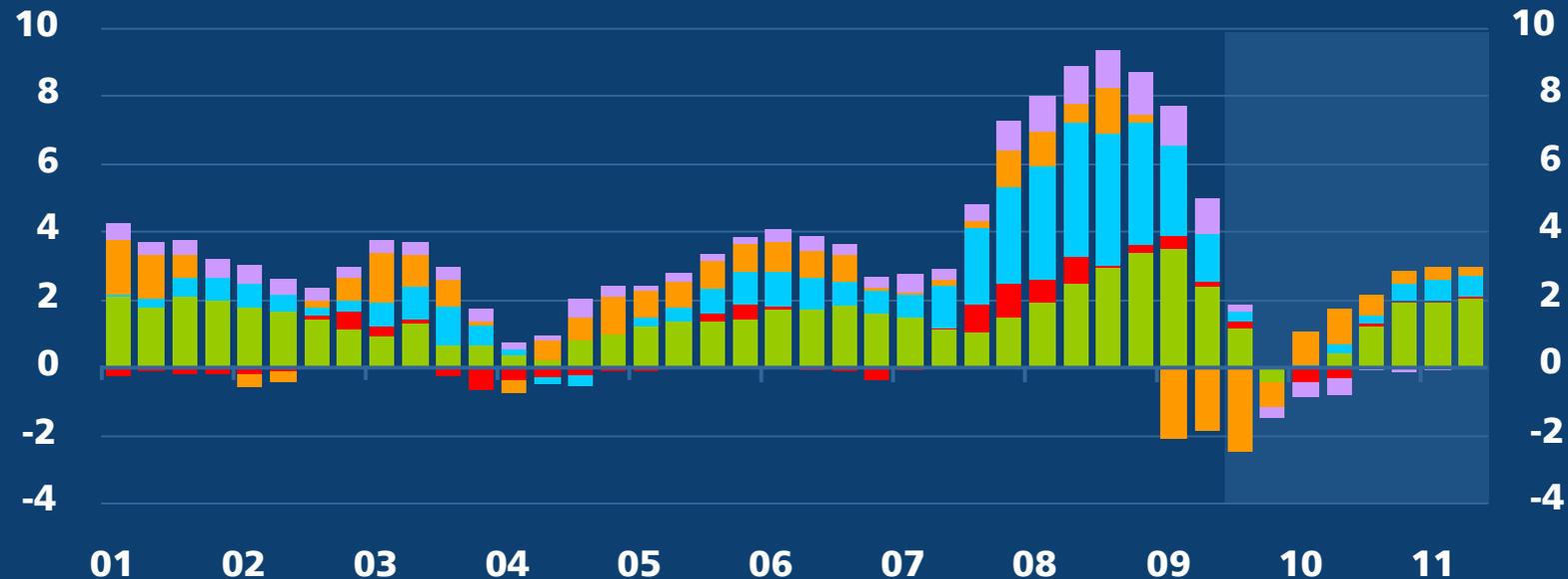
Fuente: Banco Central de Chile.

El cierre progresivo de las holguras de capacidad, y en menor medida la mayor inflación externa, determinarán la convergencia de la inflación a la meta.



Incidencias en la Inflación Anual del IPC (1) (2)

(puntos porcentuales)



Servicios públicos (7,96%)

Combustibles (6,08%)

Alimentos sin frutas y verduras frescas (21,09%)

Frutas y verduras frescas (2,92%)

Resto (61,95%)

(1) El área gris, a partir del tercer trimestre del 2009, corresponde a la descomposición de la inflación proyectada en el escenario base.

(2) Entre paréntesis participaciones en la canasta del IPC de diciembre 2008. Previo a esa fecha, se construye con los ponderadores de la canasta de diciembre 1998.

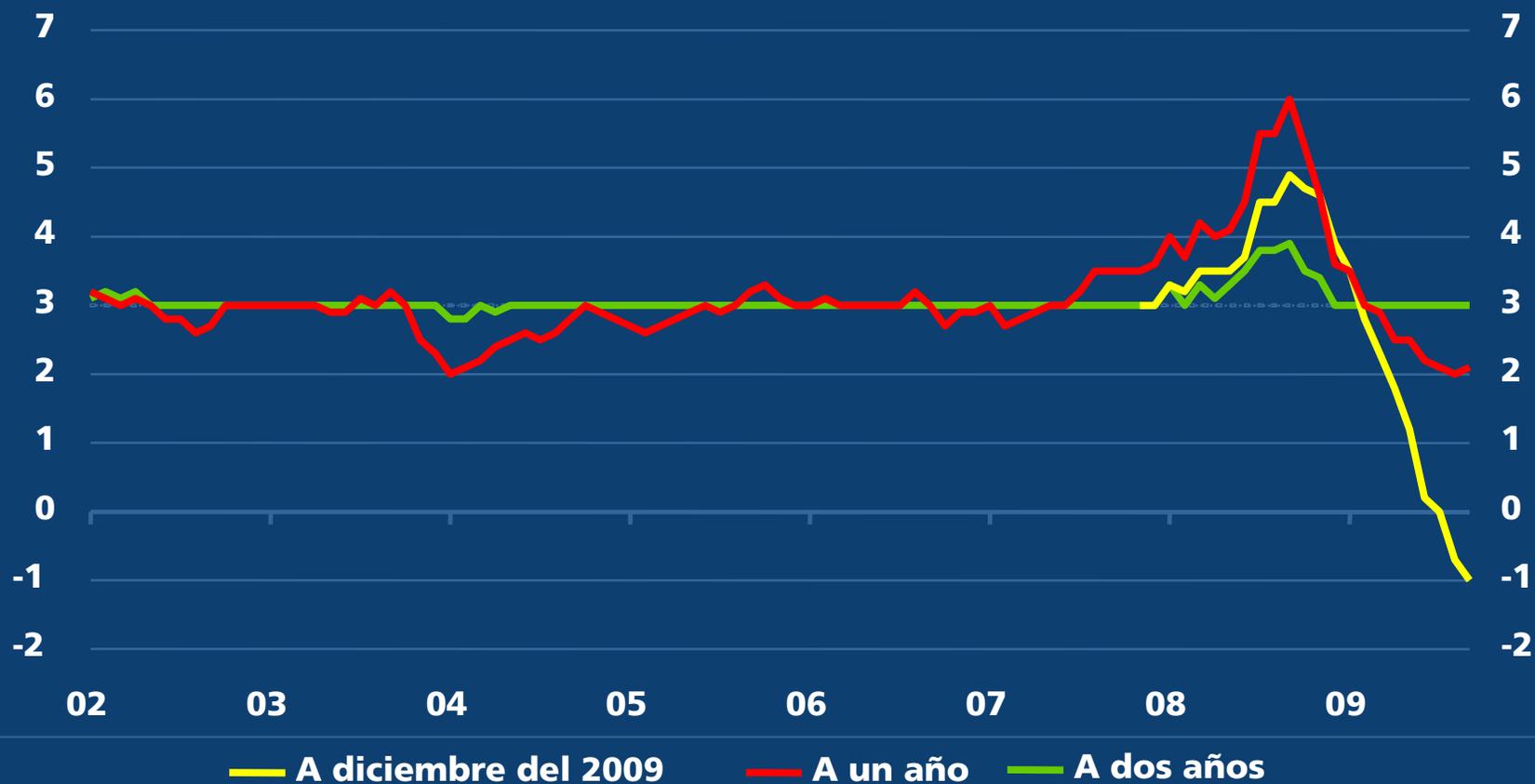
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Las expectativas de inflación del mercado consideran perspectivas similares, manteniéndose en torno a 3% hacia el mediano plazo.



EEE: Expectativas de Inflación

(variación anual, porcentaje)



El asentamiento de un escenario de recuperación global es clave en las perspectivas para la actividad y la inflación local.



Crecimiento Mundial (*)

(variación anual, porcentaje)

	Prom. 90-99	Prom. 00-07	2008 (e)	2009 (f)		2010 (f)		2011 (f) IPoM Sep.09
				IPoM May.09	IPoM Sep.09	IPoM May.09	IPoM Sep.09	
Mundial	2,9	4,1	3,2	-1,2 ▲	-1,0	2,1 ▲	3,3	4,2
Mundial a TC de mcdo.	2,4	3,2	2,0	-2,3 ▲	-1,9	1,4 ▲	2,6	3,5
Estados Unidos	3,2	2,6	0,4	-3,0 ▲	-2,6	0,5 ▲	2,3	3,3
Zona Euro	2,2	2,1	0,7	-3,5 ▼	-3,7	0,4 ▲	0,6	1,4
Japón	1,5	1,7	-0,7	-7,2 ▲	-5,4	0,9 ▲	1,3	1,8
China	10,0	10,1	9,0	6,5 ▲	8,3	7,5 ▲	9,3	9,5
Resto Asia	5,5	5,0	3,0	-1,9 ▲	-1,3	1,4 ▲	3,8	4,5
América Latina	2,7	3,6	4,2	-2,0 ▼	-2,8	1,5 ▲	2,9	3,5
Exp. prod. básicos	2,7	3,1	1,0	-1,7 ▲	-1,2	0,9 ▲	2,0	2,7
Socios comerciales	3,1	3,6	2,9	-1,5 ▲	-1,1	2,0 ▲	3,1	3,9

(*) Crecimientos regionales ponderados por la participación en el PIB mundial a PPC publicado por el FMI en World Economic Outlook (WEO, abril 2009).

(e) Estimación; (f) Proyección.

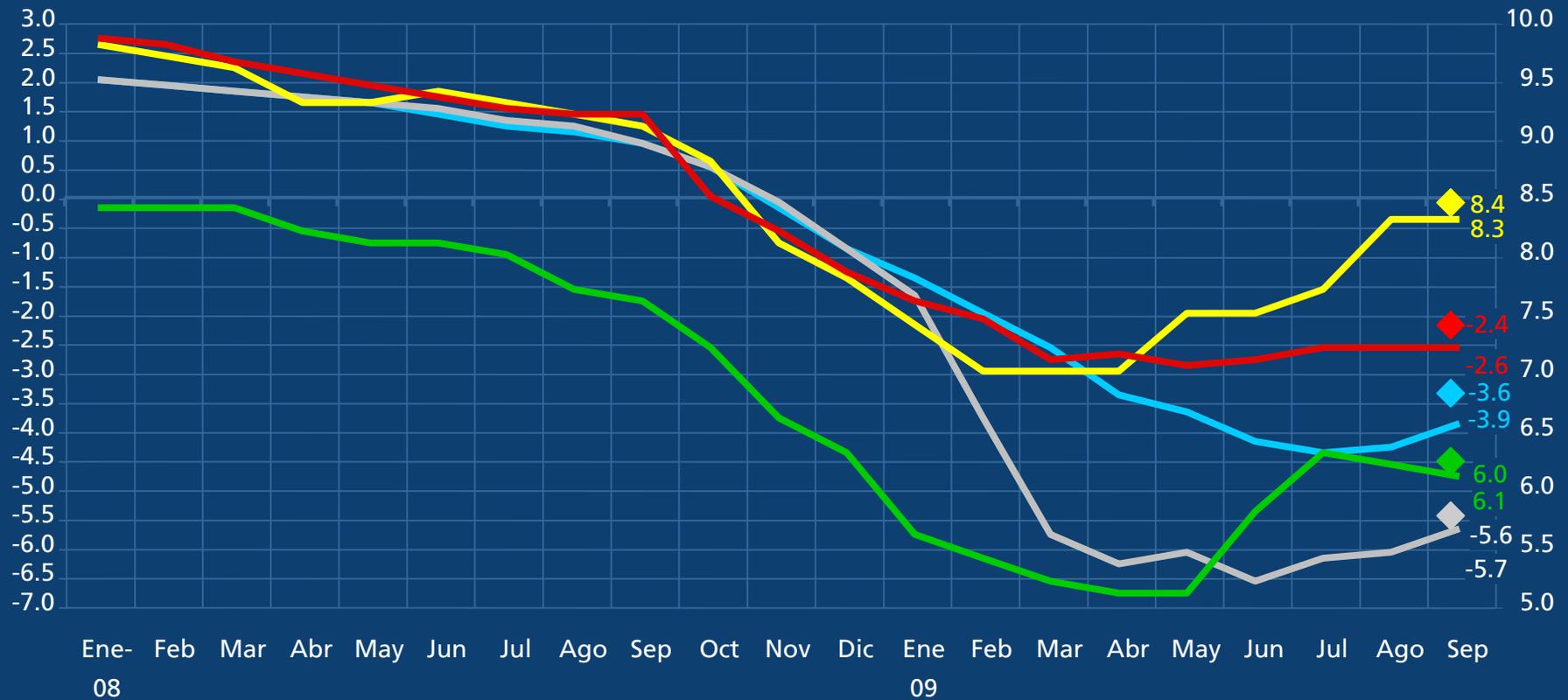
Fuente: Banco Central de Chile en base a una muestra de bancos de inversión, Consensus Forecasts y FMI.

Las perspectivas de crecimiento para 2009 se han estabilizado y mejoran en el margen.



Proyecciones de Crecimiento 2009

(porcentaje)



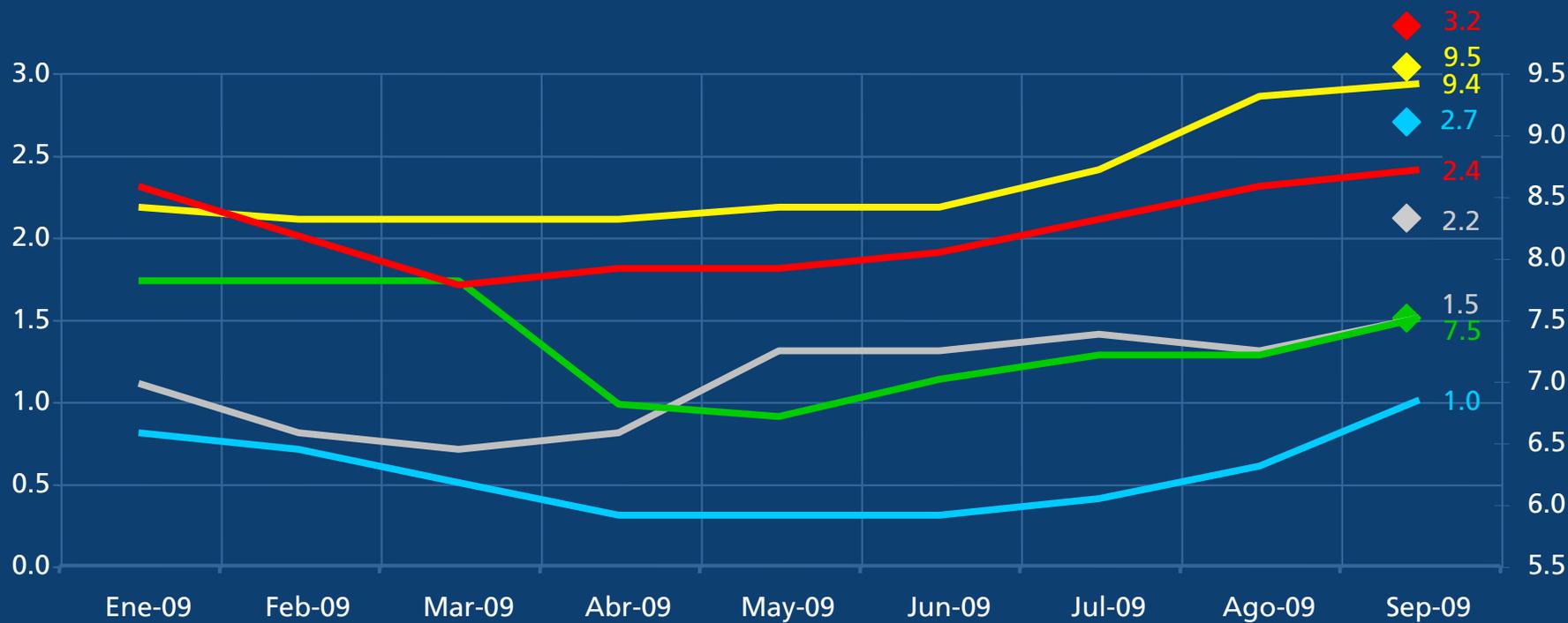
Estados Unidos Zona Euro Japón

China India

En tanto, las perspectivas de crecimiento para 2010 muestran una sostenida mejoría, pero con bastante dispersión.



Proyecciones de Crecimiento 2010 (porcentaje)



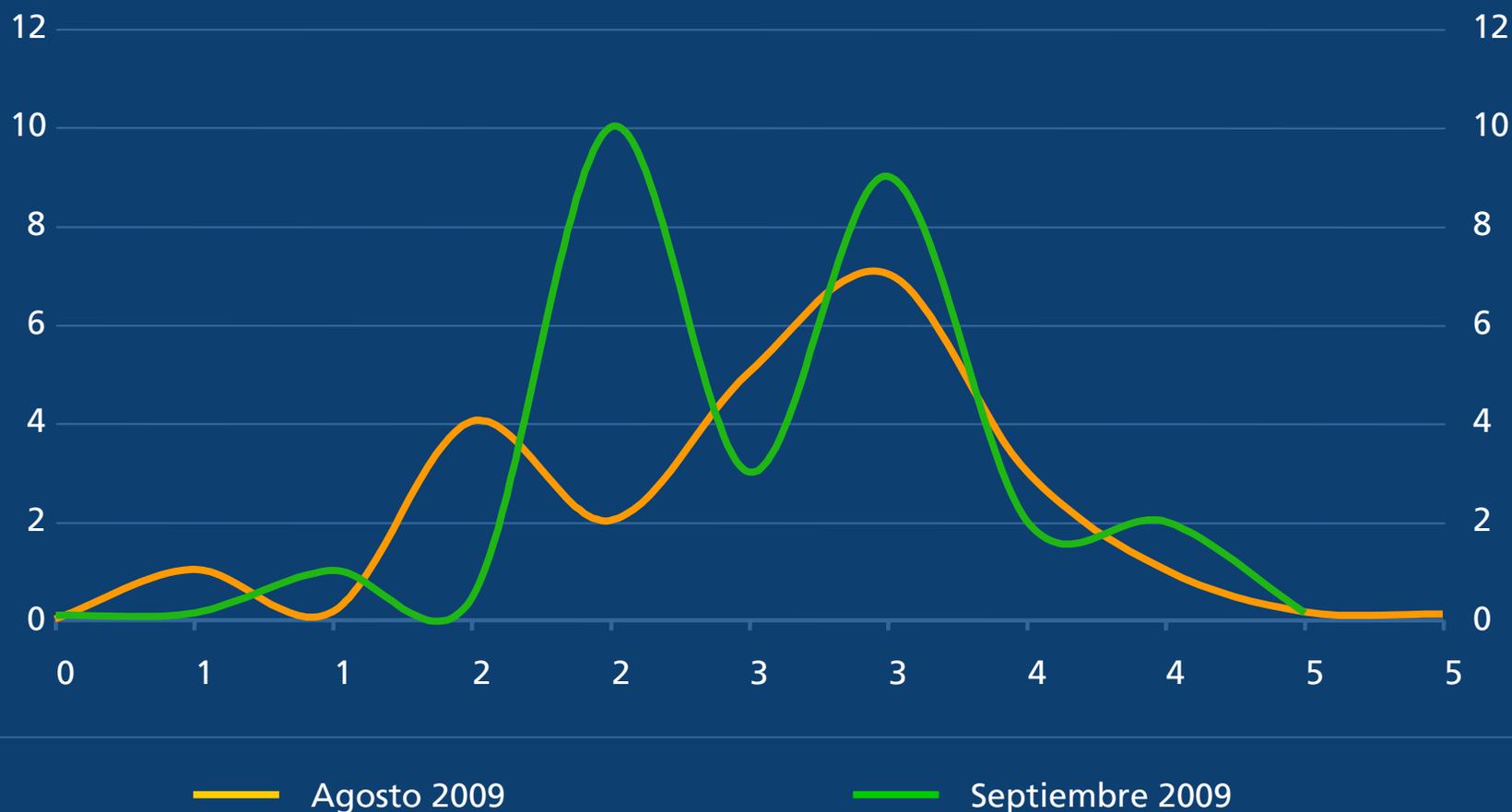
Estados Unidos Zona Euro Japón China India

Detrás de este escenario coexisten visiones opuestas, reflejadas en la bimodalidad de las proyecciones de crecimiento para el 2010.



Distribución Expectativas de Crecimiento EE.UU. en 2010

(frecuencia; variación anual, porcentaje)



El escenario base también considera un aumento de los precios de los productos básicos y de la inflación externa en dólares en el horizonte de proyección.



Principales Supuestos del Escenario Internacional

(promedio anual)

	2008	2009 (f)		2010 (f)		2011 (f)
		May.09	Sep.09	May.09	Sep.09	Sep.09
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	100	52	61	64	77	80
Precio del cobre BML (US\$cent/libra)	316	180	230	185	260	250
Términos de intercambio (var. anual, %)	-15,0	-13,5	2,5	-3,8	2,3	-2,5
Precios externos, en US\$ (var. anual, %)	11,9	-5,7	-6,6	7,0	8,0	3,2

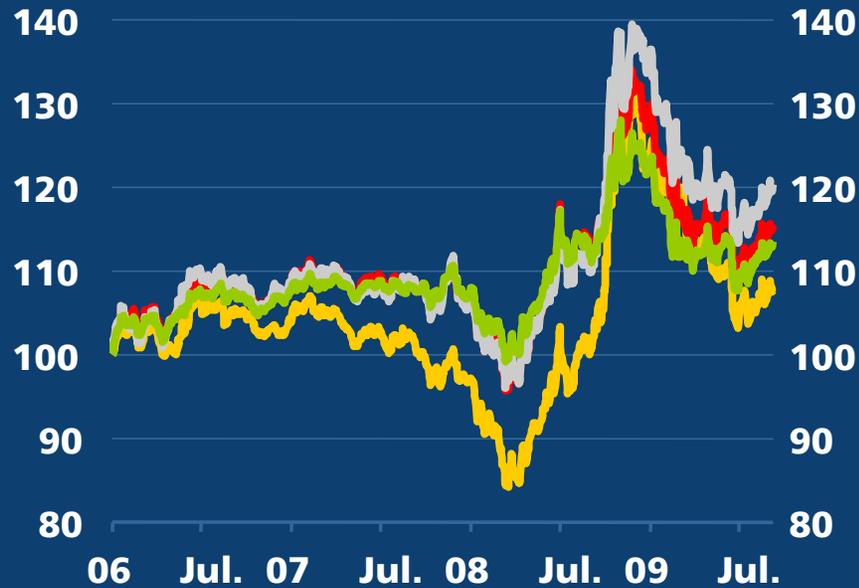
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Asimismo, estima que el TCR está en niveles coherentes con sus fundamentos y que en el largo plazo no diferirá mayormente de sus valores actuales.

Tipo de Cambio Nominal

(índice 2/01/2006=100)



Tipo de Cambio Real

(índice 1986=100)



— TCO — TCM — TCM-5 — TCM-X

— TCR — Promedio 1989-2008
— Promedio 1994-2008

El escenario base también supone que los salarios tendrán reajustes acordados con las mayores holguras de capacidad y con la dinámica de la inflación.

Crecimiento de los Salarios y Reajustes por Inflación (variación anual, porcentaje)



Salarios Nominales (variación anual, porcentaje)



— CMOX — CMO — IREM (Yellow) — IREM (Green)

— CMO — IREM — Salarios AChS

V. Política Monetaria y Riesgos



A partir de julio, la TPM está en su nivel mínimo de 0,5%, decisión que fue reforzada después por medidas complementarias.



Tasa de Política Monetaria

(porcentaje)

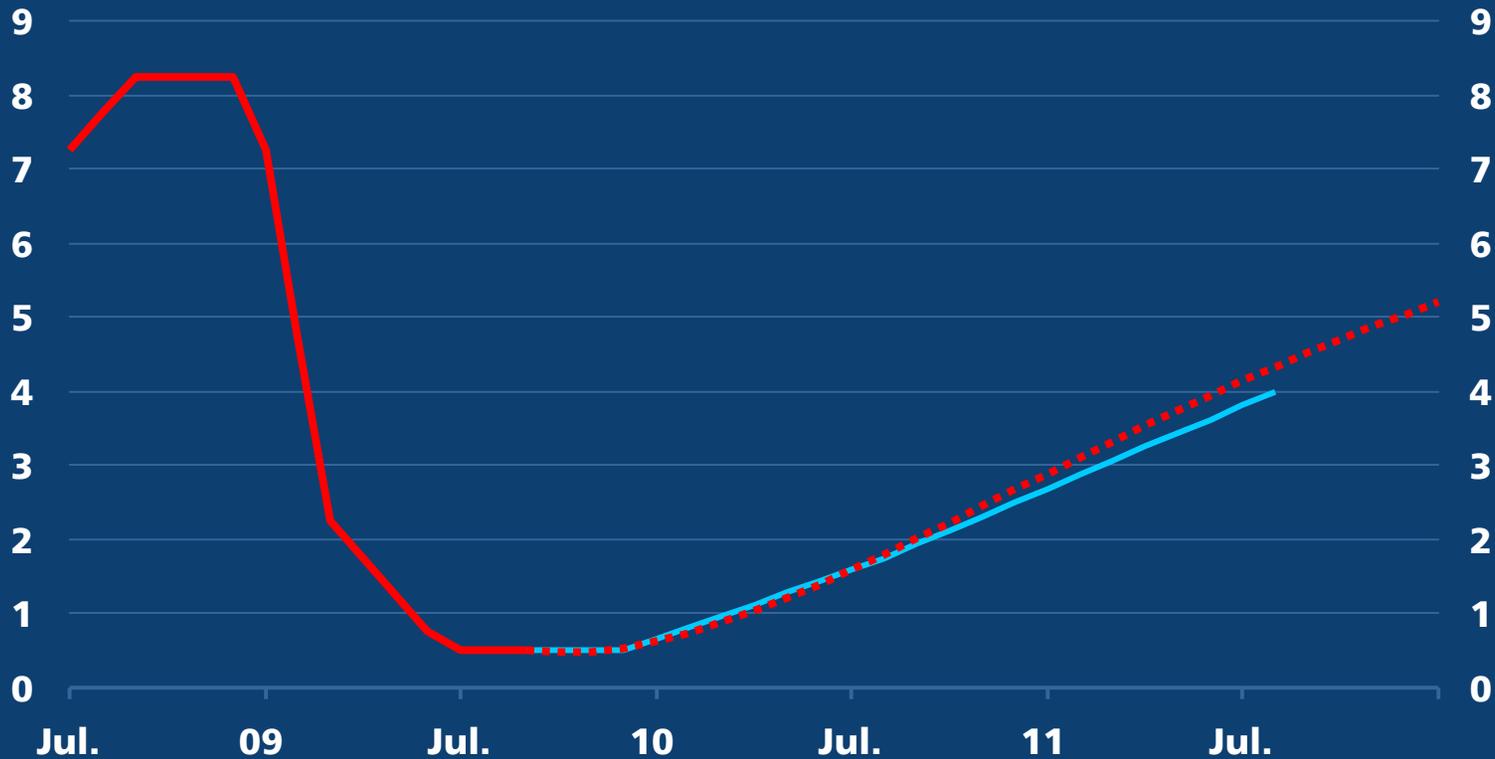


La TPM se mantendrá en 0,5% por un tiempo prolongado, para luego retomar una trayectoria comparable a la de los precios de los activos financieros. Este proceso se iniciaría hacia el segundo trimestre del 2010.



Expectativas para la TPM ⁽¹⁾

(porcentaje)



— EEE sep.09

— TPM

... Forward IPoM septiembre

(1) Para la curva *forward* corresponde a promedios semanales.

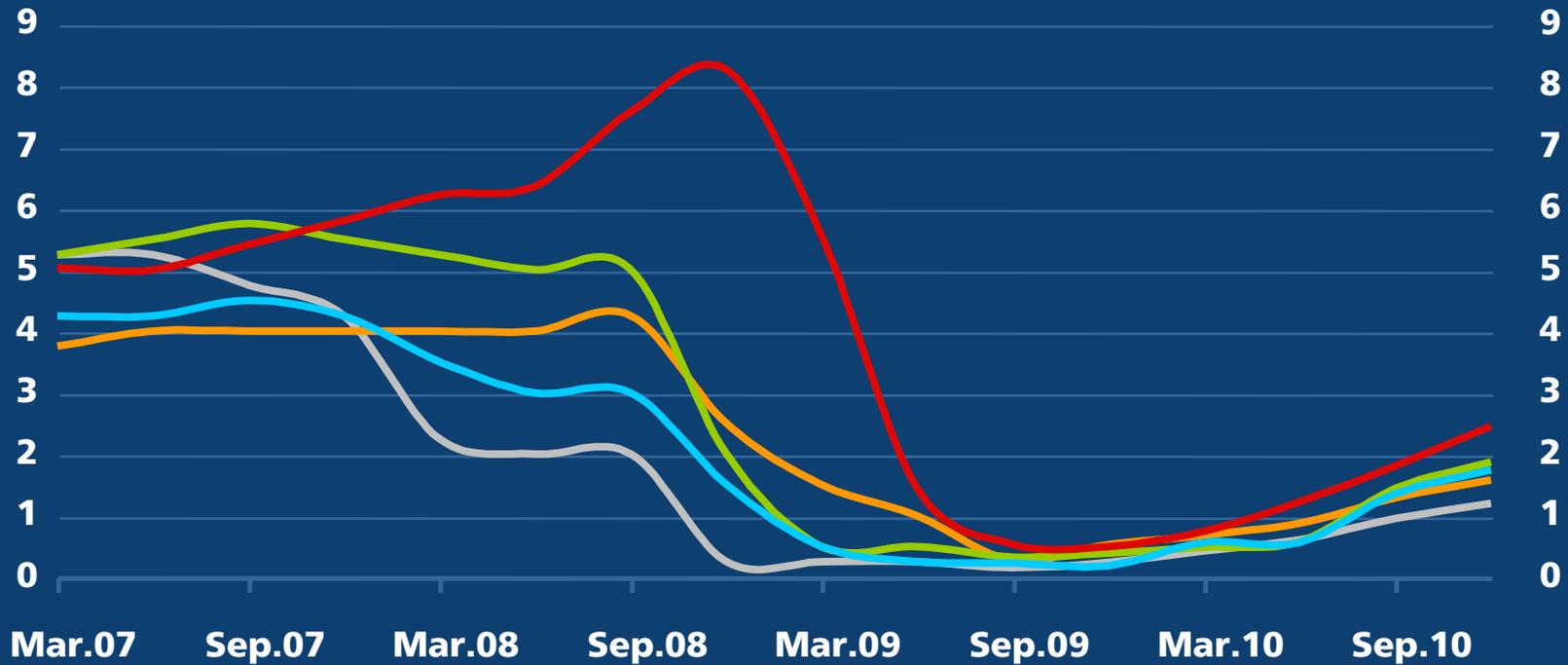
Fuente: Banco Central de Chile.

Este panorama de gradual retiro del estímulo monetario es similar al previsto en varias economías.



TPM y Curvas Forward

(porcentaje)



— EE.UU. — Zona Euro — Reino Unido — Canadá — Chile

El Consejo estima que el balance de riesgos para el crecimiento y para la inflación está equilibrado.

- Parte relevante de los riesgos se relacionan con el cuadro de crecimiento e inflación global.
- Se estima que la probabilidad de nuevos episodios de turbulencia que puedan provocar inestabilidad financiera generalizada, como sucedió en septiembre y octubre del 2008, es reducida.
- Ello, principalmente, por el fuerte compromiso de las autoridades en evitar su recurrencia.
- Sin embargo, existen riesgos en ambas direcciones respecto de la actividad e inflación global. Es posible tanto que se dé una rápida recuperación, como que los signos recientes de recuperación sean pasajeros y las perspectivas de crecimiento vuelvan a deteriorarse.

El retiro del estímulo monetario actual, en Chile y el mundo, es un tema que debe ser resuelto con extrema cautela.

- La trayectoria implícita en las expectativas de mercado sugiere que la normalización de la política monetaria se iniciaría hacia el segundo trimestre del año próximo.
- Los trimestres venideros serán de gran importancia para evaluar el momento más apropiado para comenzar a retirar el estímulo monetario.
- El Consejo seguirá evaluando la probabilidad de los riesgos y sus consecuencias en las perspectivas inflacionarias locales y reitera que continuará usando sus políticas con flexibilidad para que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

23 SEPTIEMBRE DE 2009

Jorge Desormeaux J.
Vicepresidente