



# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

## Septiembre 2009

Manuel Marfán

Seminario "El impacto de la crisis económica y los desafíos en la VI Región", organizado por el diario Estrategia, Rancagua.



# Índice

---

- Introducción
- Escenario macroeconómico
- Perspectivas
- Balance de riesgos



# Introducción



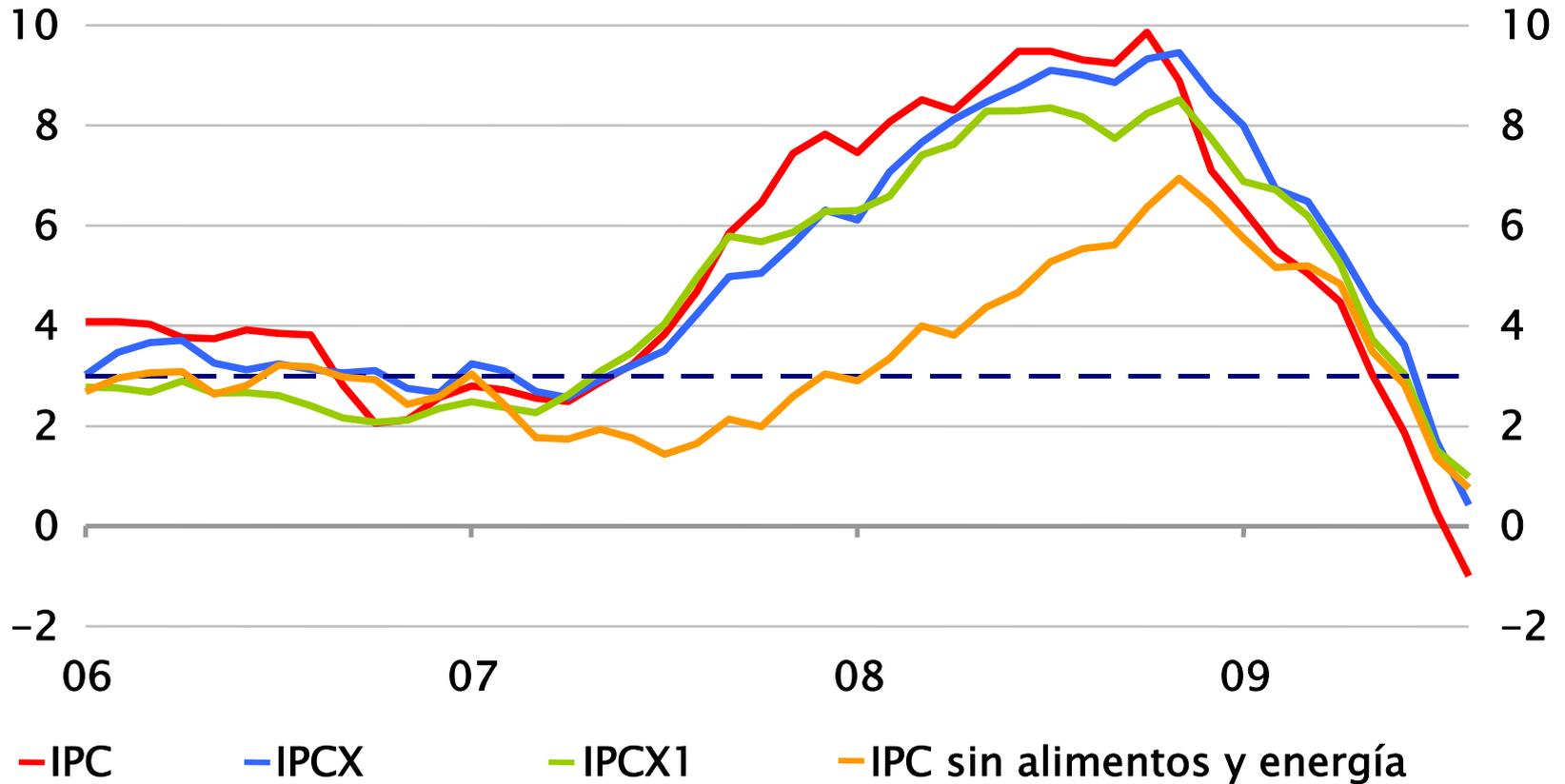
# Las presiones inflacionarias que enfrenta la economía chilena se han reducido desde el IPoM de mayo.

- La actividad económica nacional exhibió un deterioro adicional en el segundo trimestre, a diferencia de lo proyectado, y las holguras de capacidad son mayores que lo anticipado. En lo más reciente la actividad registra una leve expansión.
- La inflación anual en Chile ha disminuido, más que lo previsto hace cuatro meses, y se ubicará en niveles negativos por lo que resta del 2009.
- La situación externa muestra señales de estabilización. Incluso, algunas economías mostraron un mayor nivel de actividad ya en el segundo trimestre. Con todo, persisten dudas respecto de la velocidad de recuperación en las principales economías.
- En el escenario más probable, el impulso que han provisto las políticas monetaria y fiscal en Chile, la paulatina recuperación de la confianza y la mejoría de la situación global permiten anticipar un repunte de la economía a partir de este semestre.



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

Indicadores de inflación  
(variación anual, porcentaje)

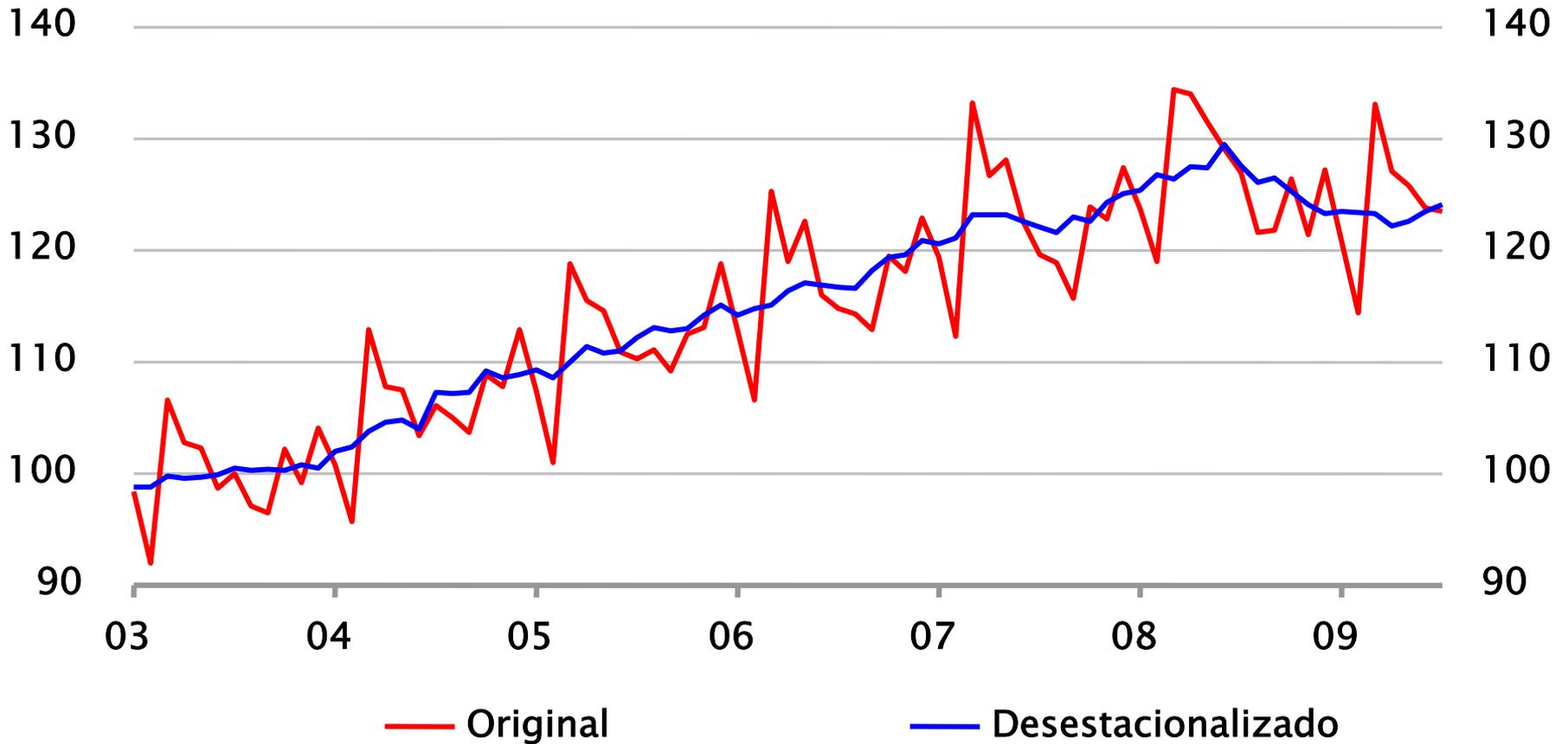




# El nivel de la actividad ha mostrado una estabilización e incluso una leve recuperación.

## Indicador mensual de actividad económica

(índice 2003=100)

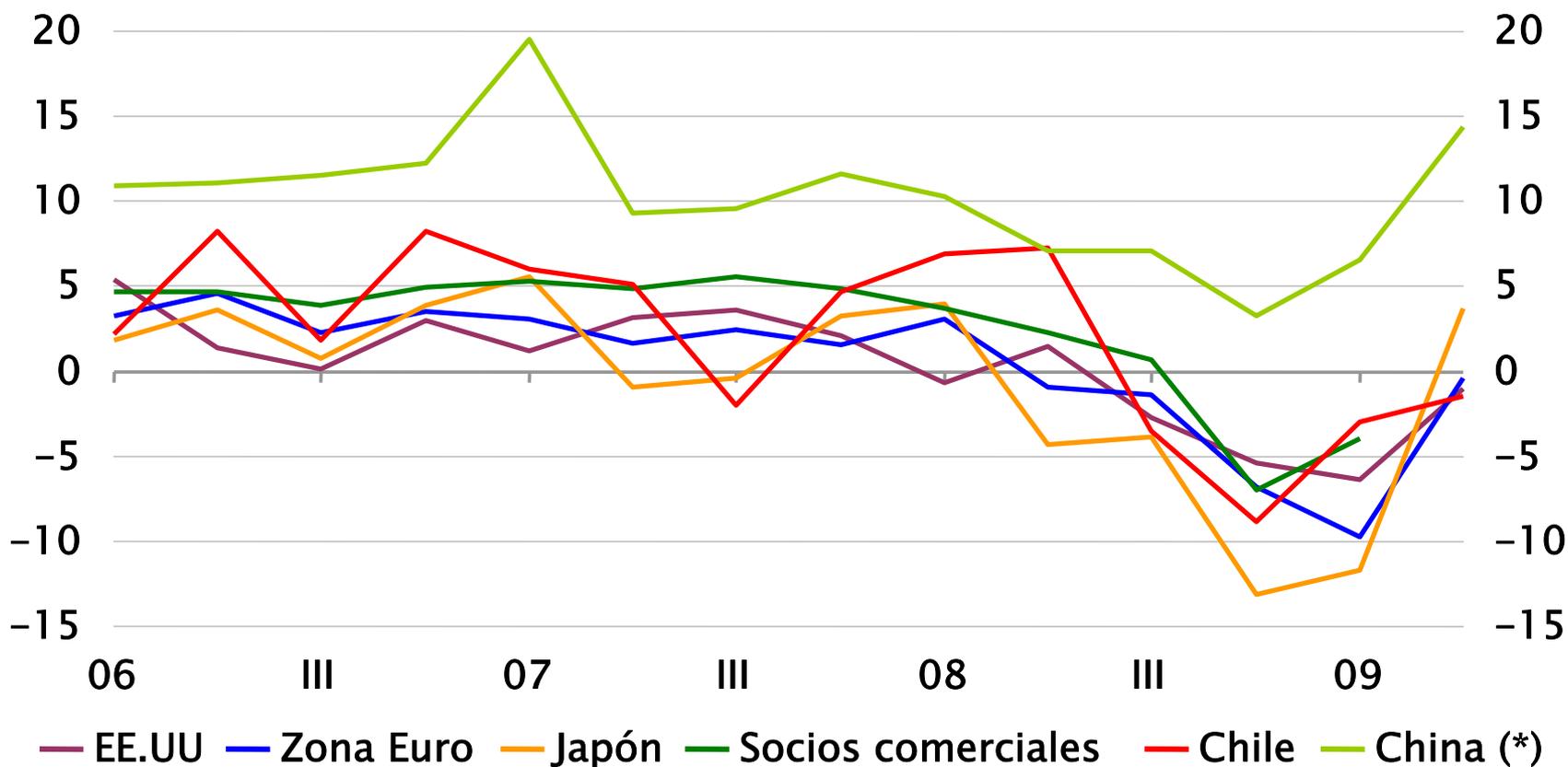




# La actividad mundial se ha estabilizado, luego de que en el primer trimestre el ritmo de contracción se profundizase en un gran número de países.

## Crecimiento del PIB

(variación trimestral desestacionalizada y anualizada, porcentaje)



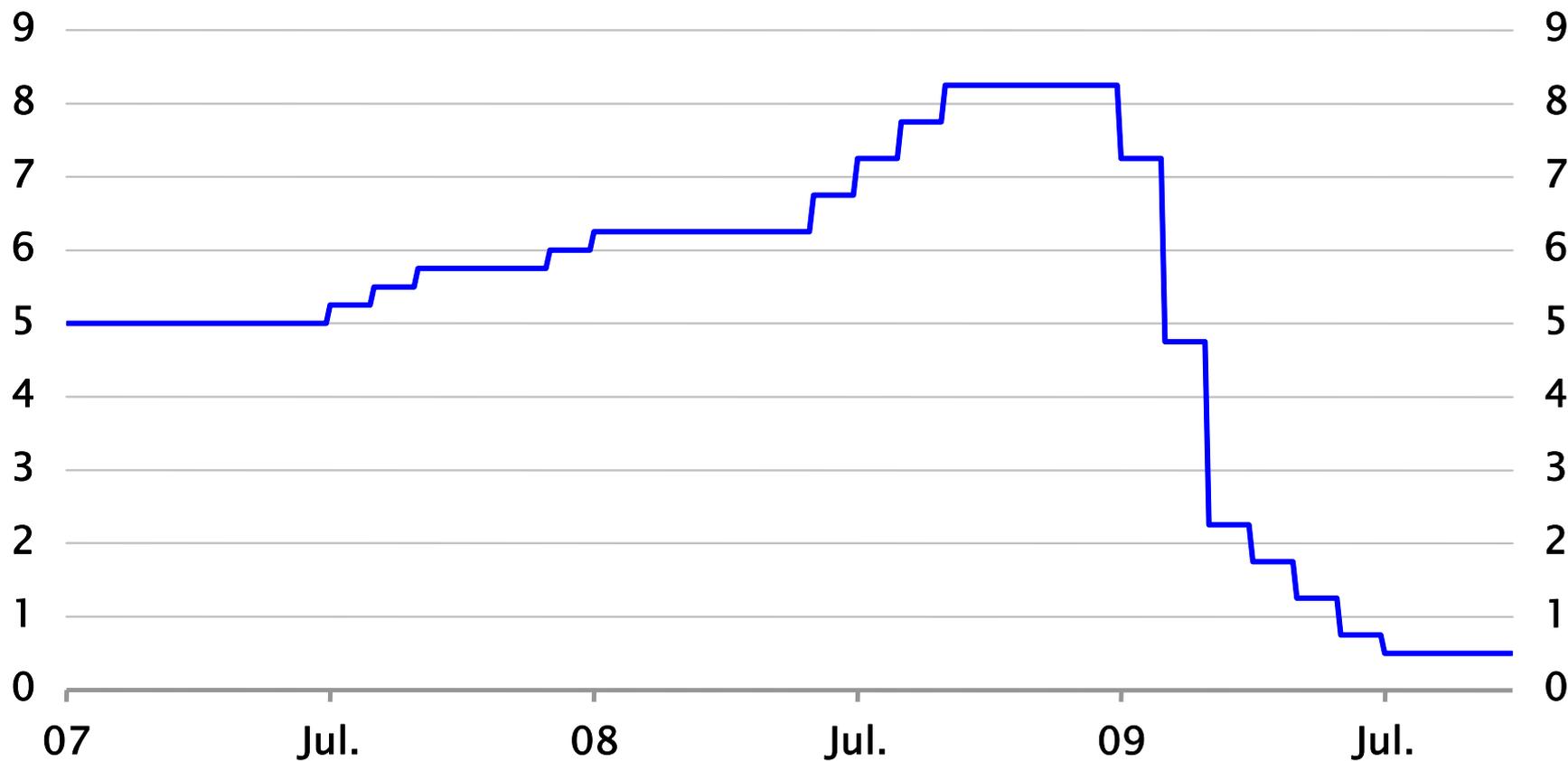
(\*) Serie estimada sobre la base de cifras de variación anual.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.



Desde julio, la TPM está en su nivel mínimo, 0,5%. El Consejo, junto con adoptar medidas complementarias, señaló que la mantendrá por un tiempo prolongado.

### Tasa de Política Monetaria (porcentaje)



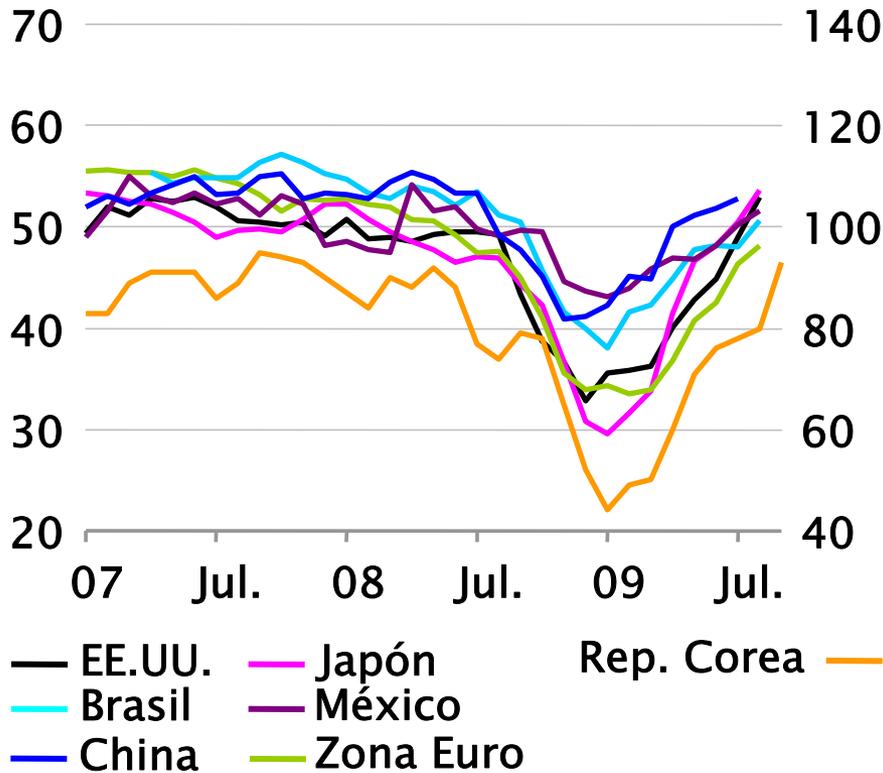


# Escenario macroeconómico

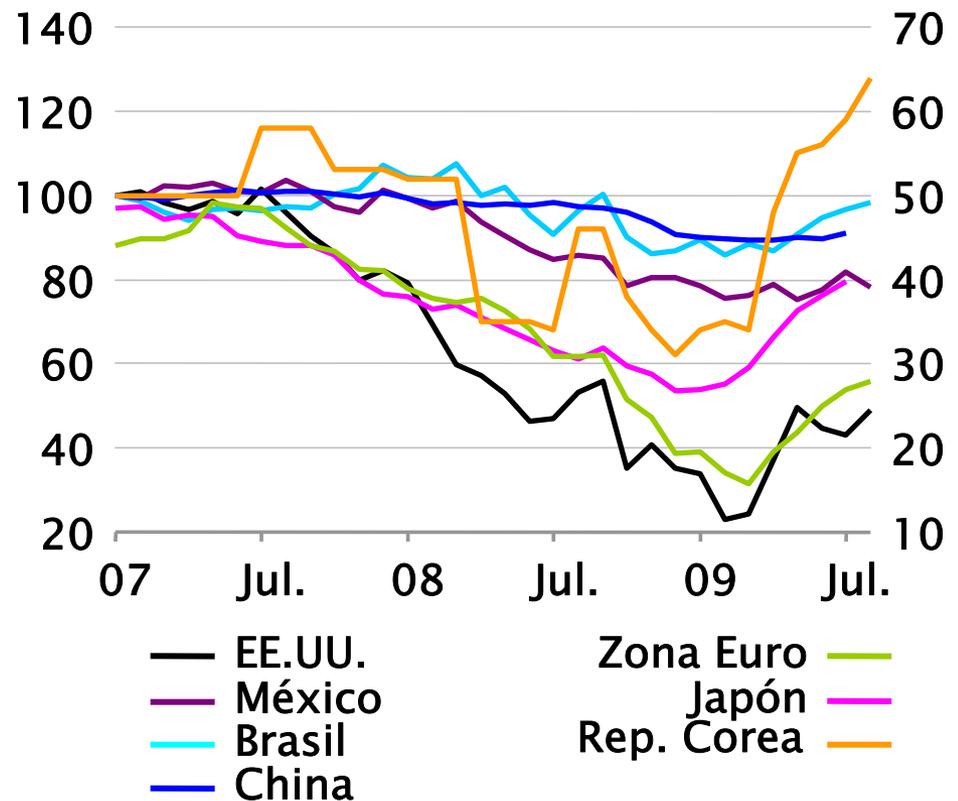


# La economía mundial exhibe un progresivo despeje de la súbita y marcada incertidumbre que afectó a personas y empresas a fines del 2008.

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



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



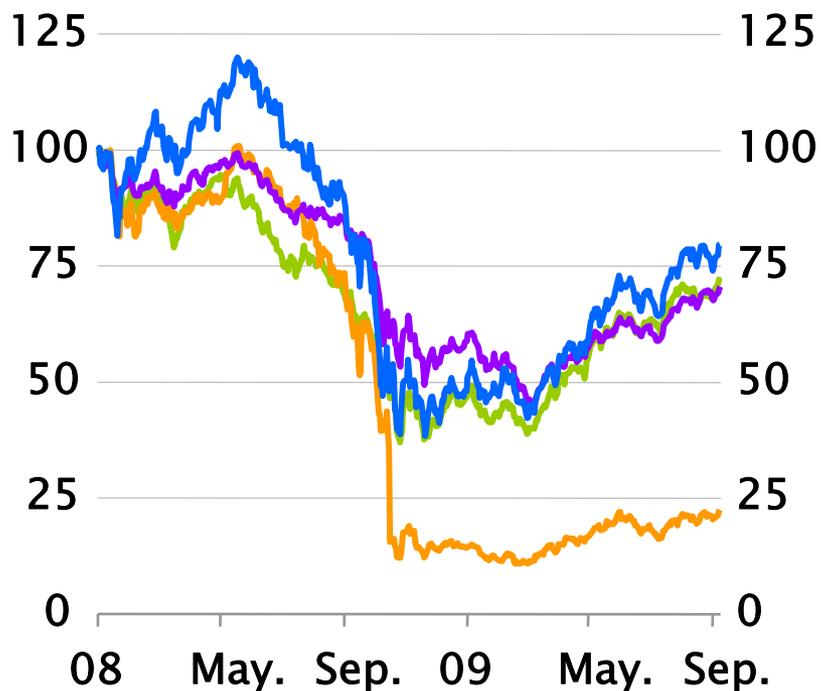
(1) República de Corea tiene pivote en 100, las demás en 50. (2) Las series de Japón, Zona Euro y República de Corea tienen pivote en 50. El resto de las series, son índices con base en enero 2007=100.

Fuente: Bloomberg.

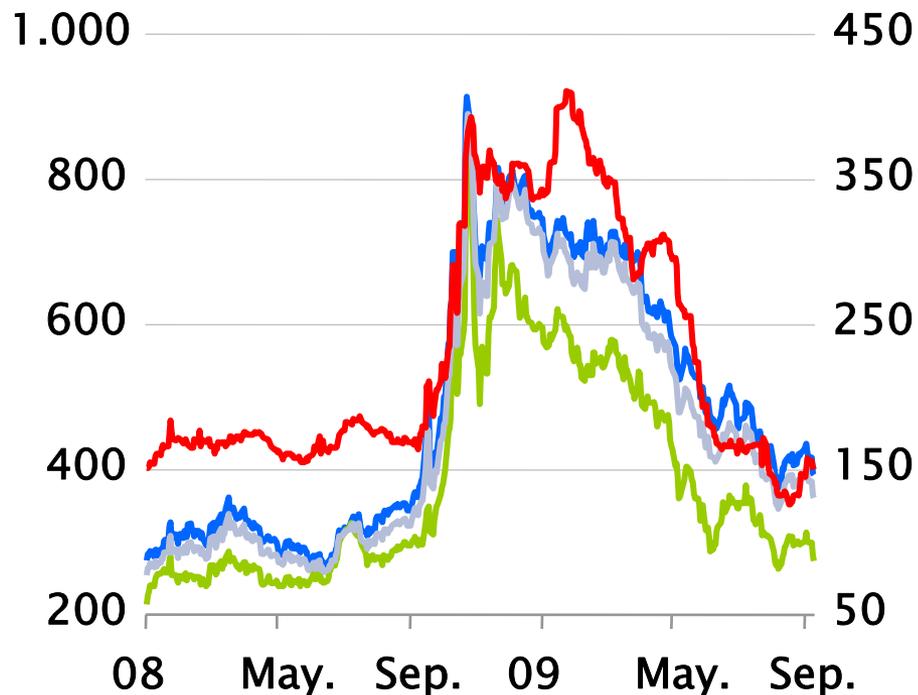


# Lo anterior, junto con la sensación de menor anomalía en los mercados financieros, ha aumentado el apetito por riesgo.

### Mercados bursátiles (\*) (índice 02.ene.08=100)



### Premios por riesgo soberano (puntos base)



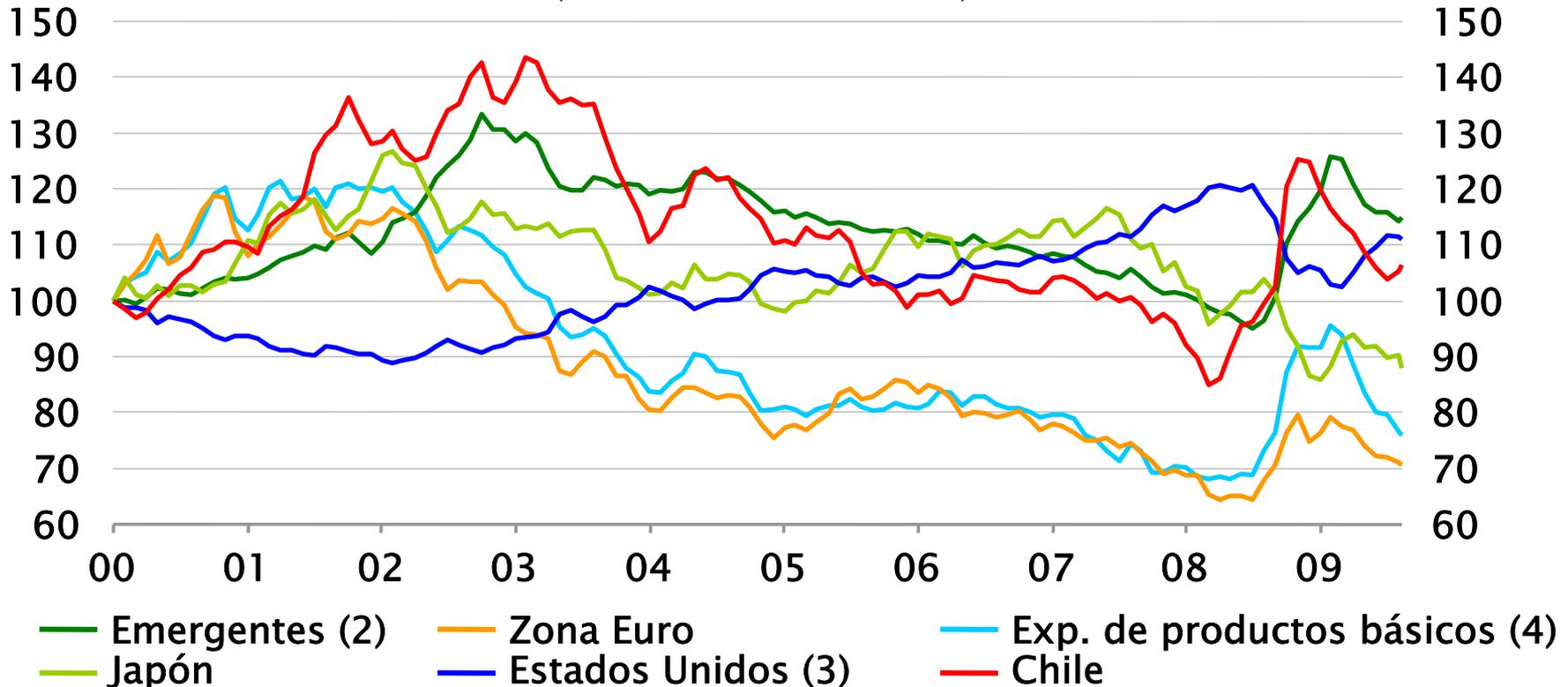
— América Latina — Europa Emergente — EMBI global — Chile —  
— Mercados Desarrollados — Asia Emergente



# 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)



(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)

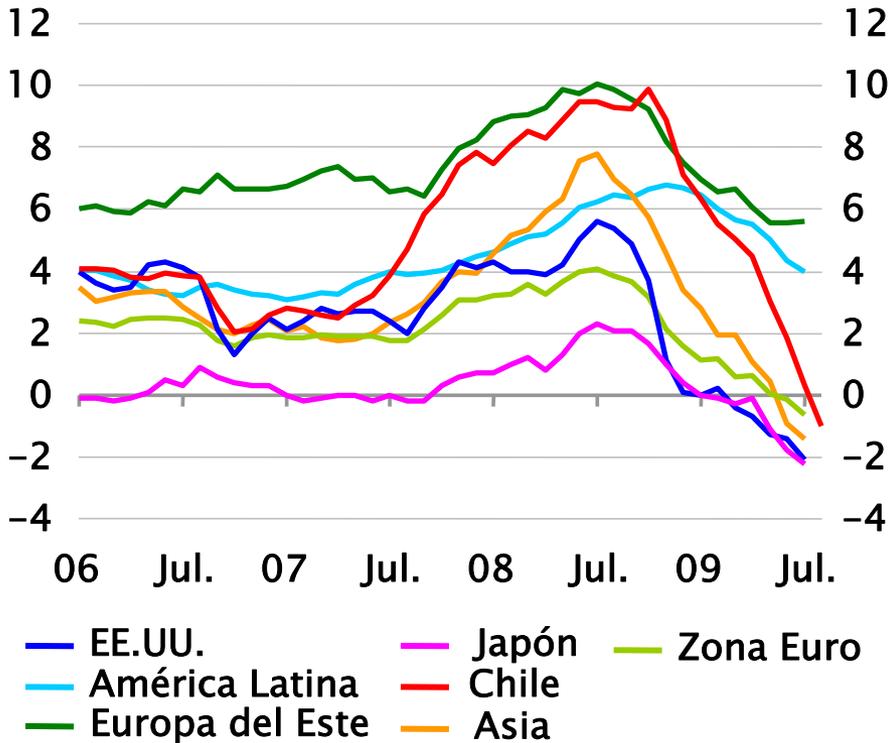


(\*) Corresponde al precio de la Bolsa de Metales de Londres.  
Fuente: Bloomberg.

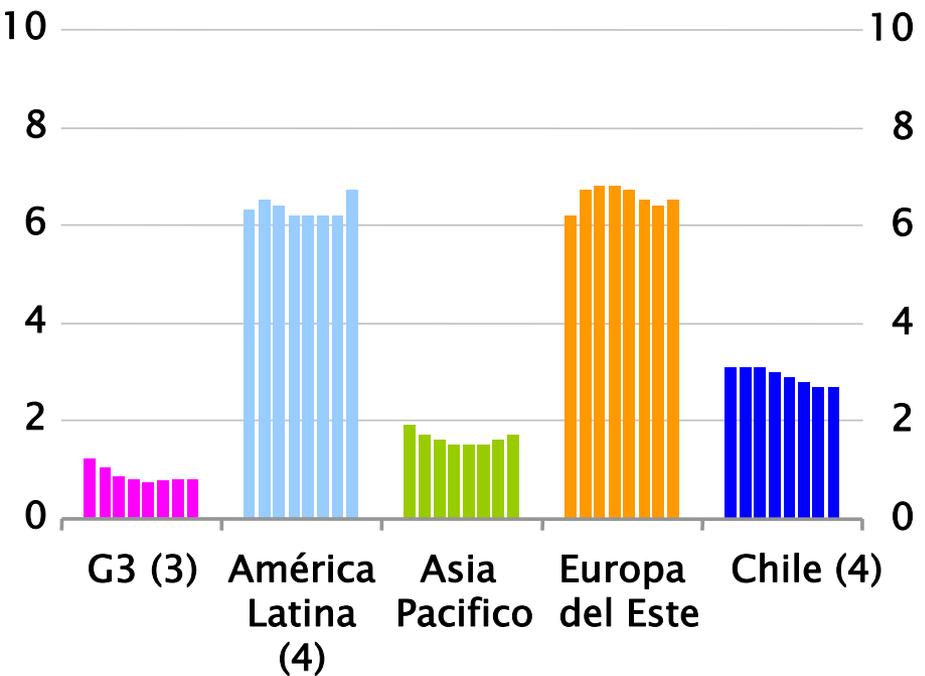


# Las presiones inflacionarias globales continúan bajas, dadas las amplias holguras de capacidad existentes.

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



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

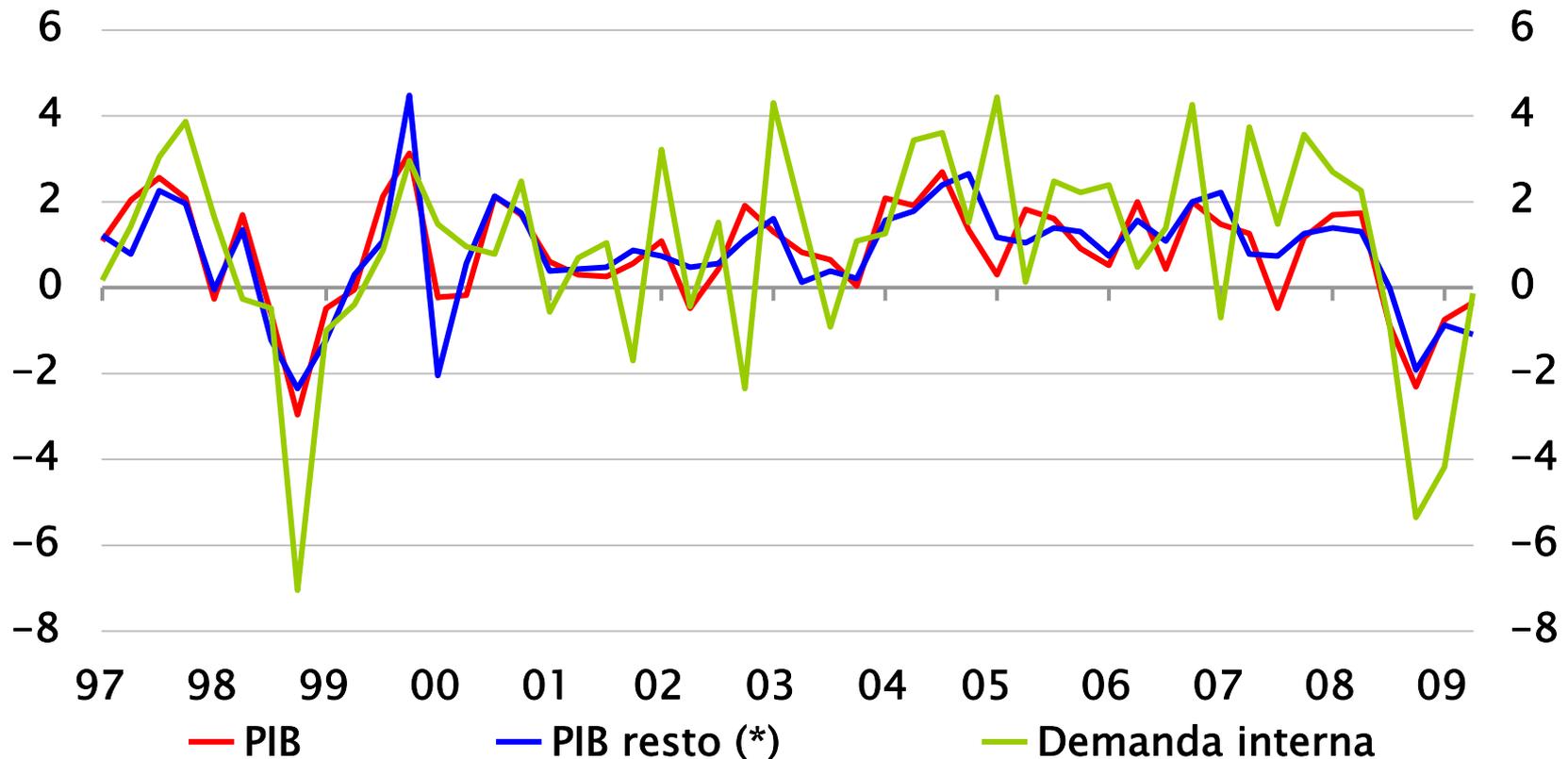


(1) Cifras corresponden al promedio geométrico de los países de cada región. América Latina está compuesto por Brasil, Colombia, México y Perú. Asia emergente está compuesto por China, Rep. Corea, Filipinas, Malasia, Singapur, Tailandia y Taiwán. Europa emergente por Hungría, República Checa, Rusia y 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.



# El nivel de actividad interno siguió descendiendo en el segundo trimestre, aunque a tasas decrecientes. La demanda detuvo su deterioro.

**PIB, PIB resto y demanda interna**  
(variación trimestral, series desestacionalizadas, porcentaje)



(\*) 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.

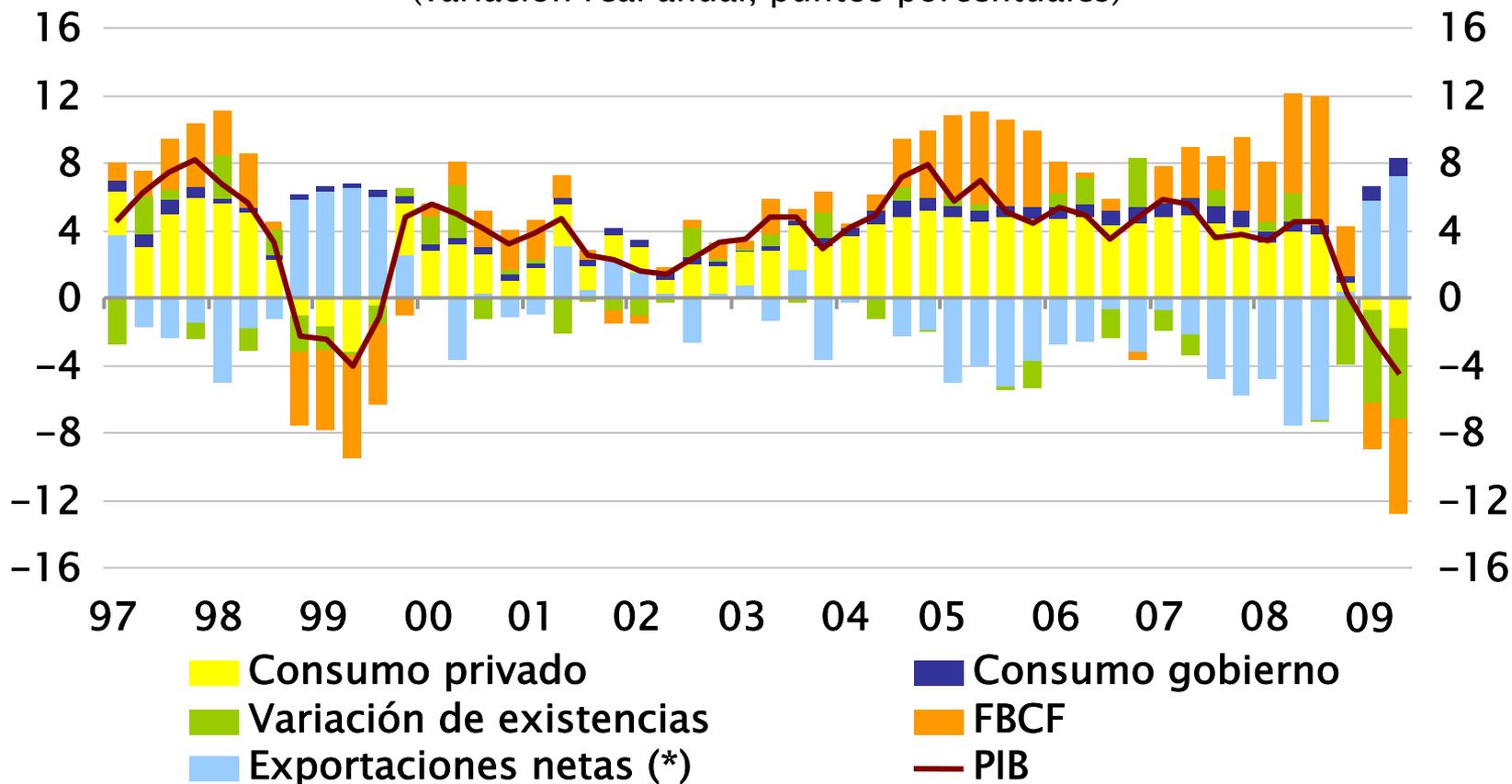
Fuente: Banco Central de Chile.



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

## Contribución al crecimiento del PIB

(variación real anual, puntos porcentuales)



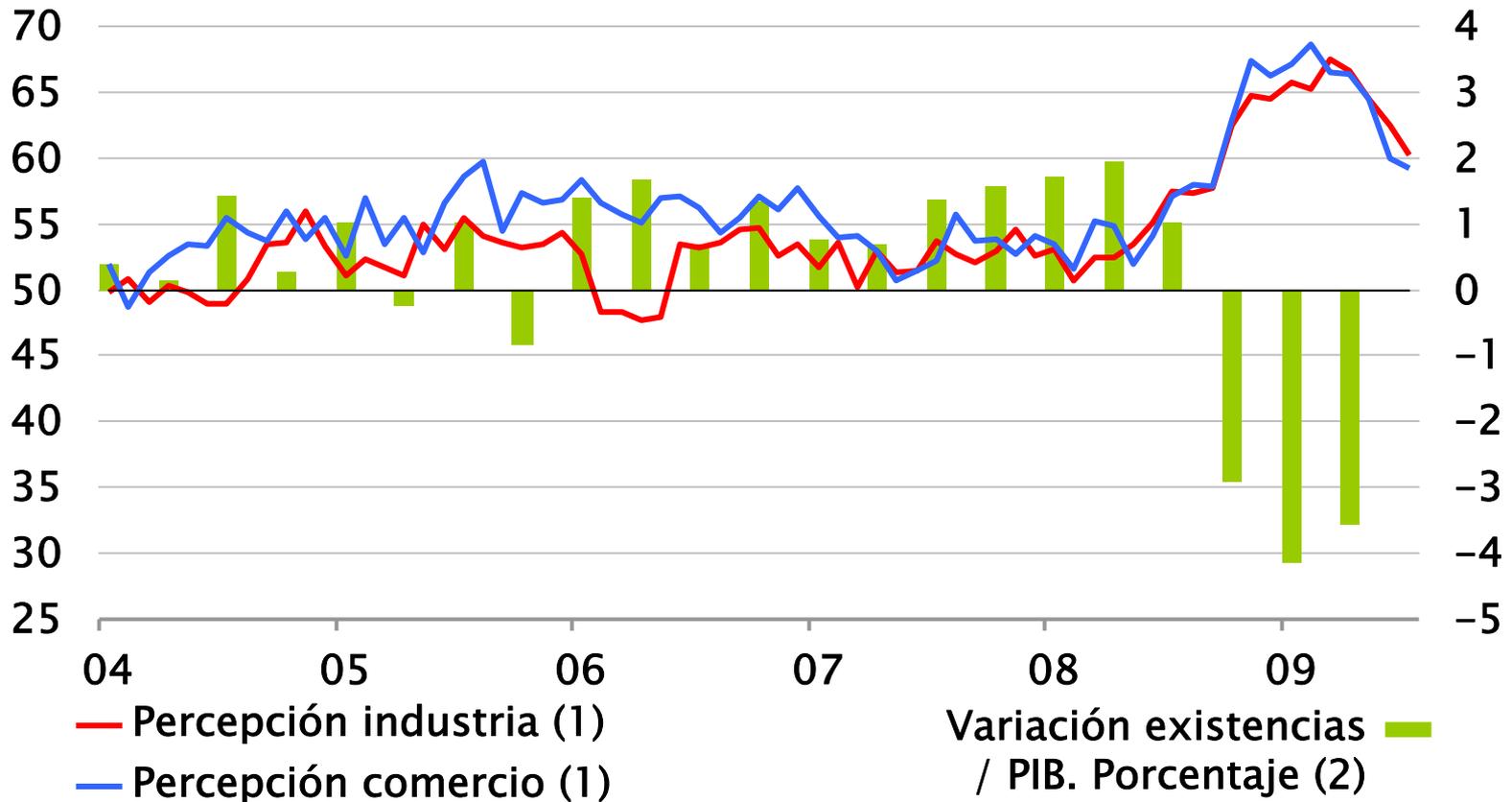
(\*) Exportaciones de bienes y servicios menos importaciones de bienes y servicios.

Fuente: Banco Central de Chile.



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

## Situación actual de inventarios



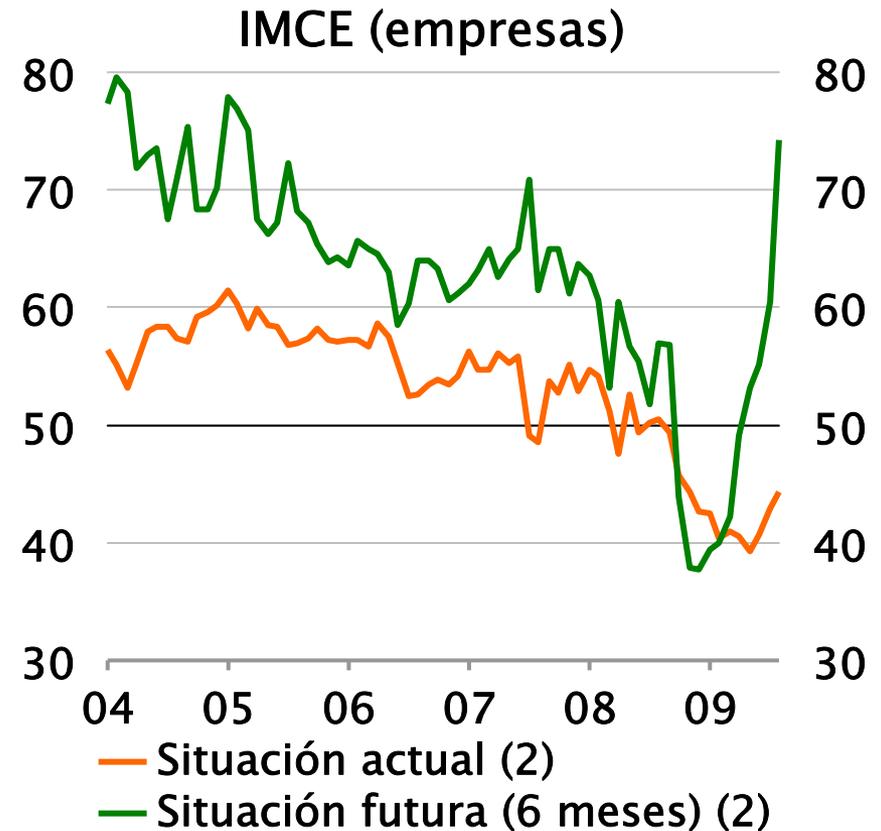
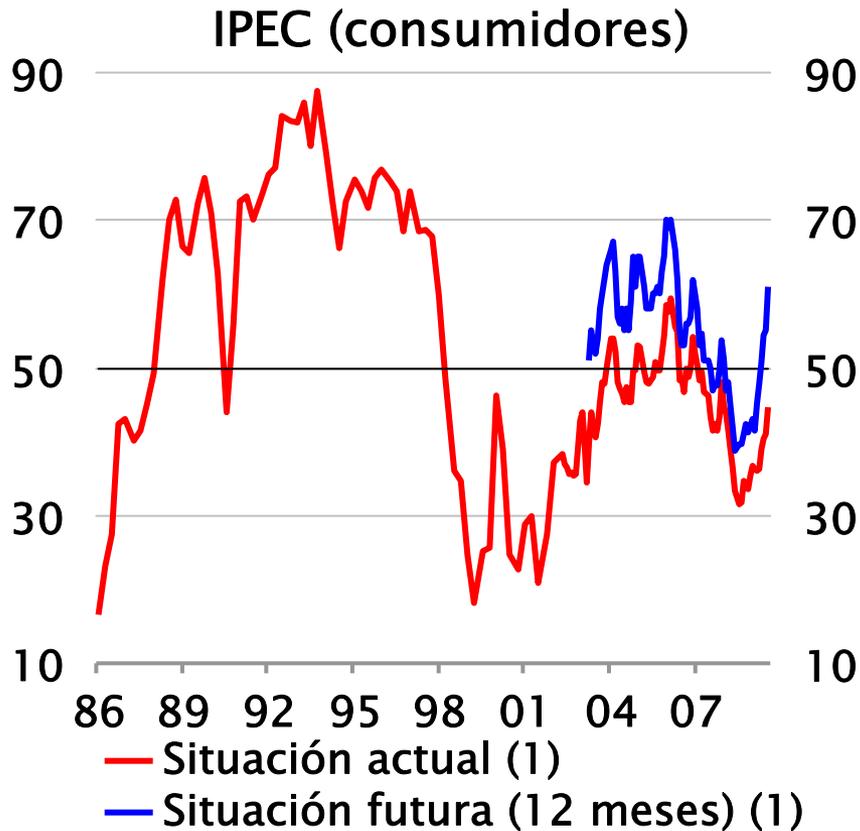
(1) Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica nivel por sobre (bajo) lo deseado. (2) Serie trimestral desestacionalizada.

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

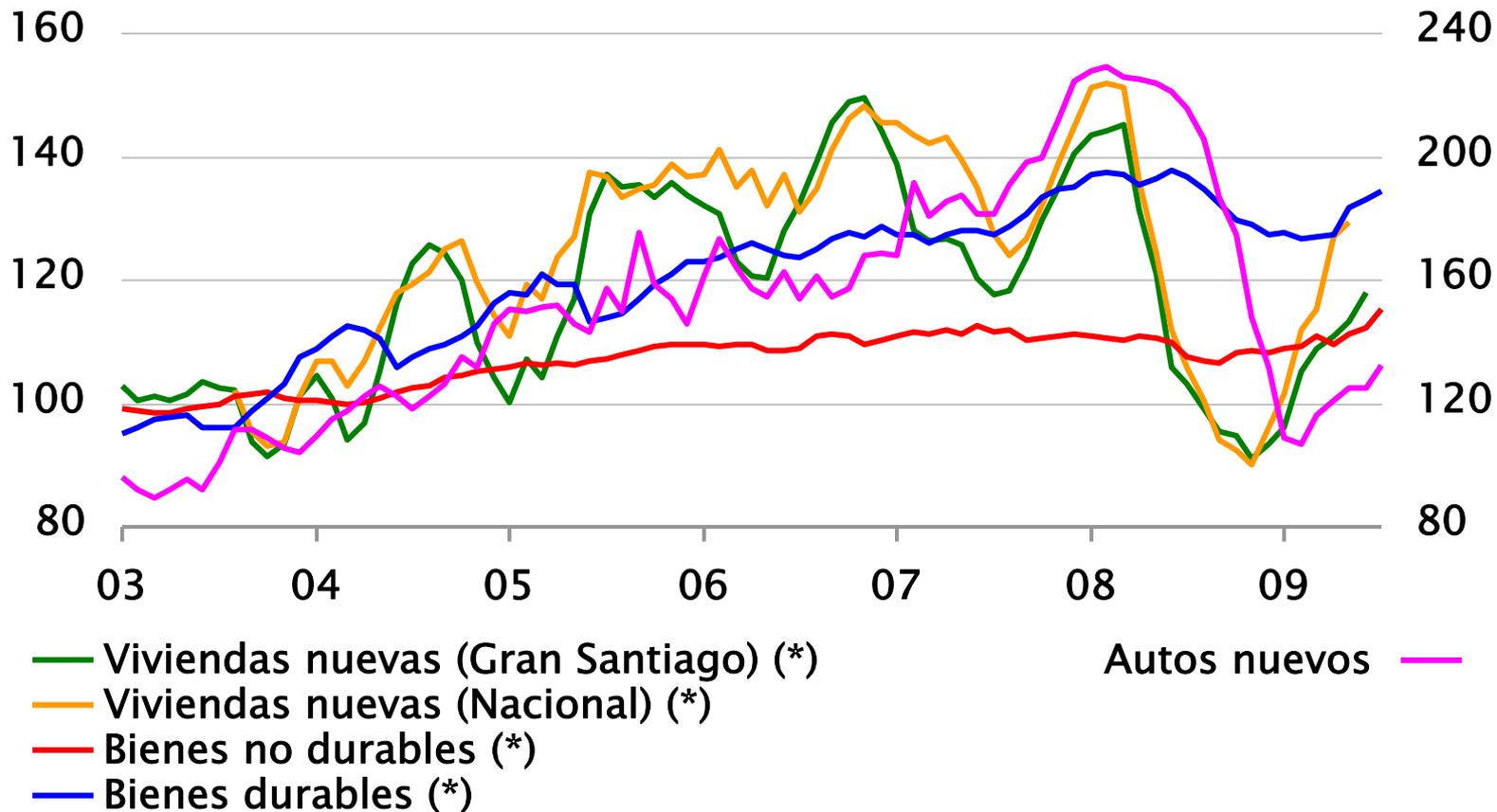


(1) Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo). Previa a enero del 2003 el índice era de frecuencia trimestral, a partir de esa fecha se publica mensualmente. (2) Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica expectativas positivas (negativas). Fuentes: Adimark e ICARE/Universidad Adolfo Ibáñez.



# Las ventas de bienes durables y de viviendas nuevas también reflejan mejores percepciones.

Ventas minoristas del comercio, de autos y de viviendas  
(índices 2003=100, series desestacionalizadas)

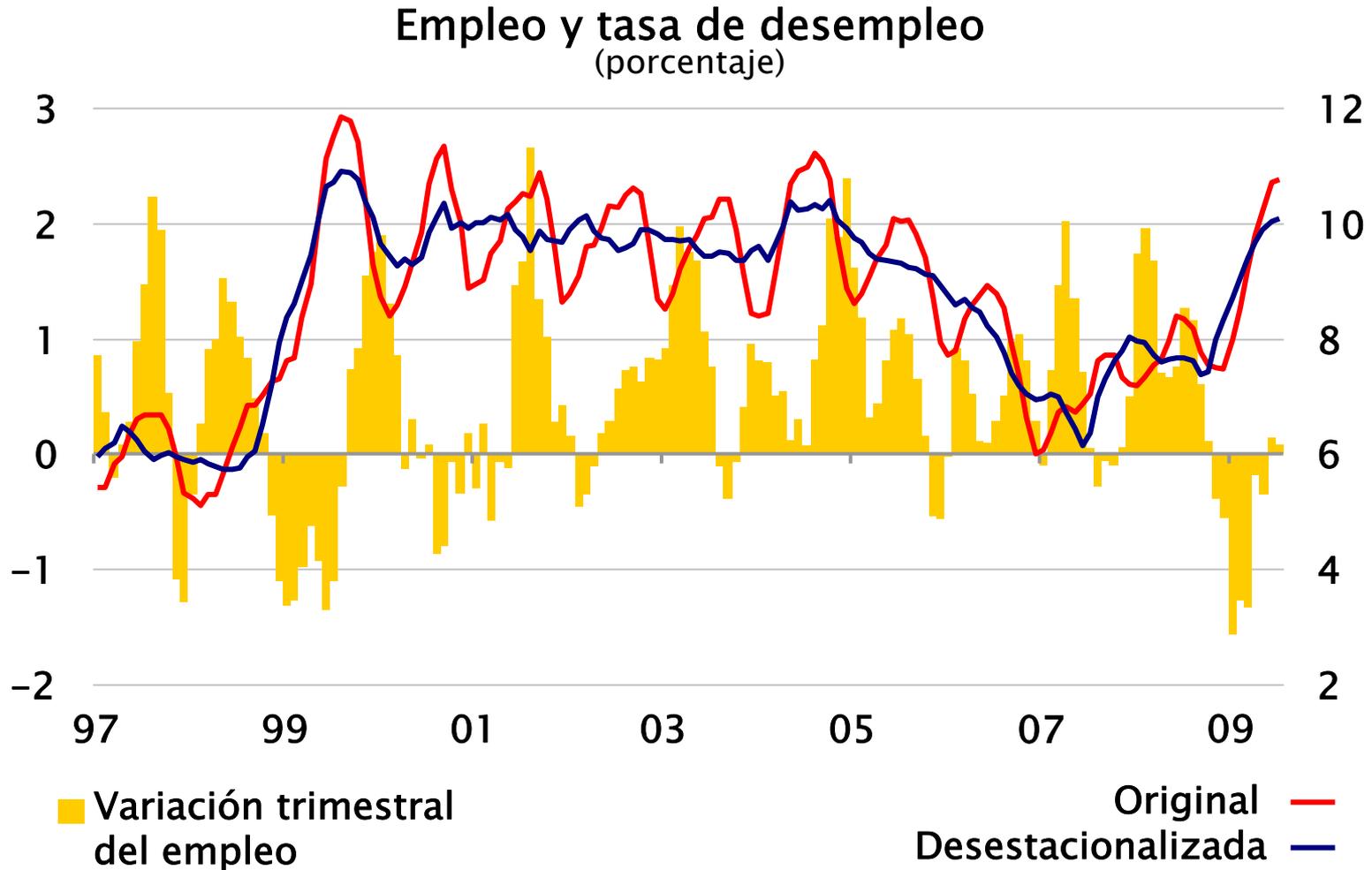


(\*) Vendidas en el trimestre móvil.

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. Las cifras recientes muestran que la ocupación ha dejado de caer y el aumento del desempleo se moderó.



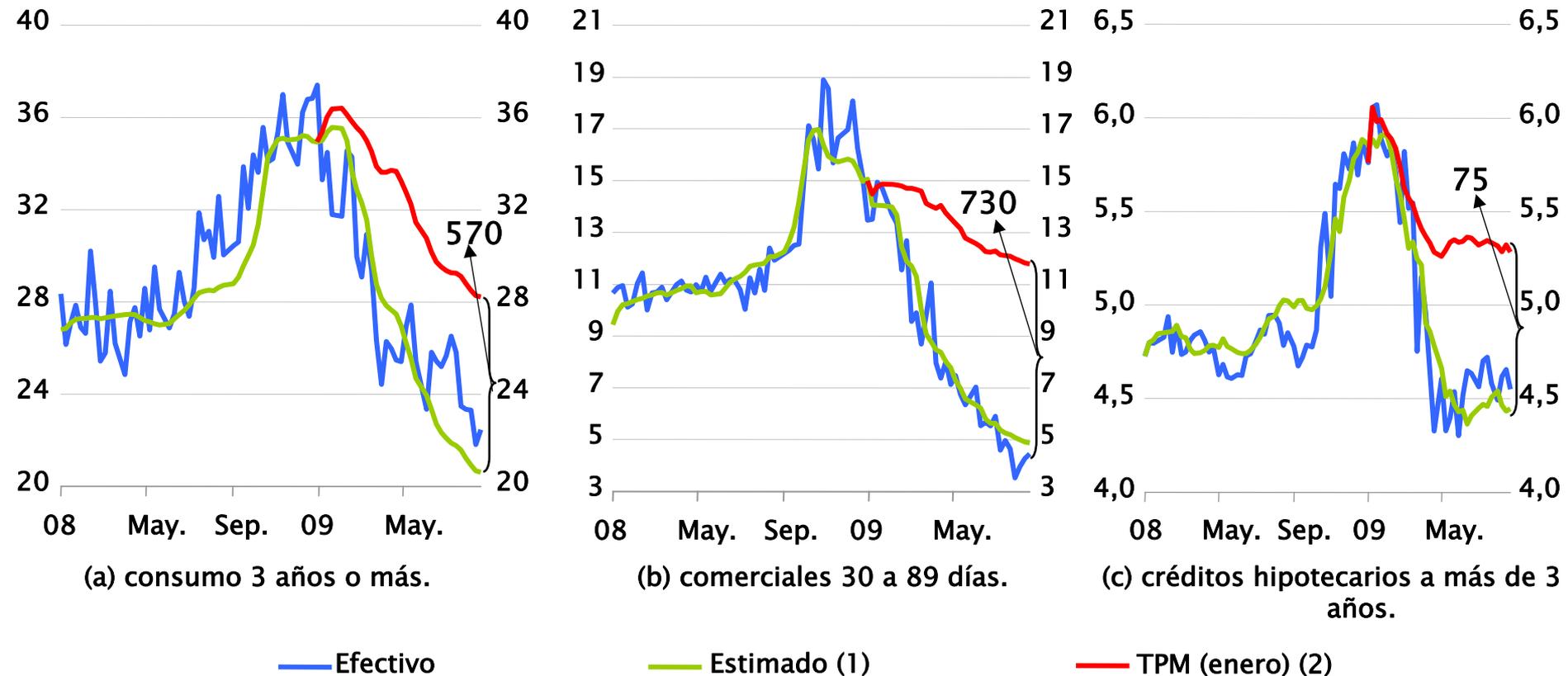
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



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

## Tasas de interés

(datos semanales, porcentaje)



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

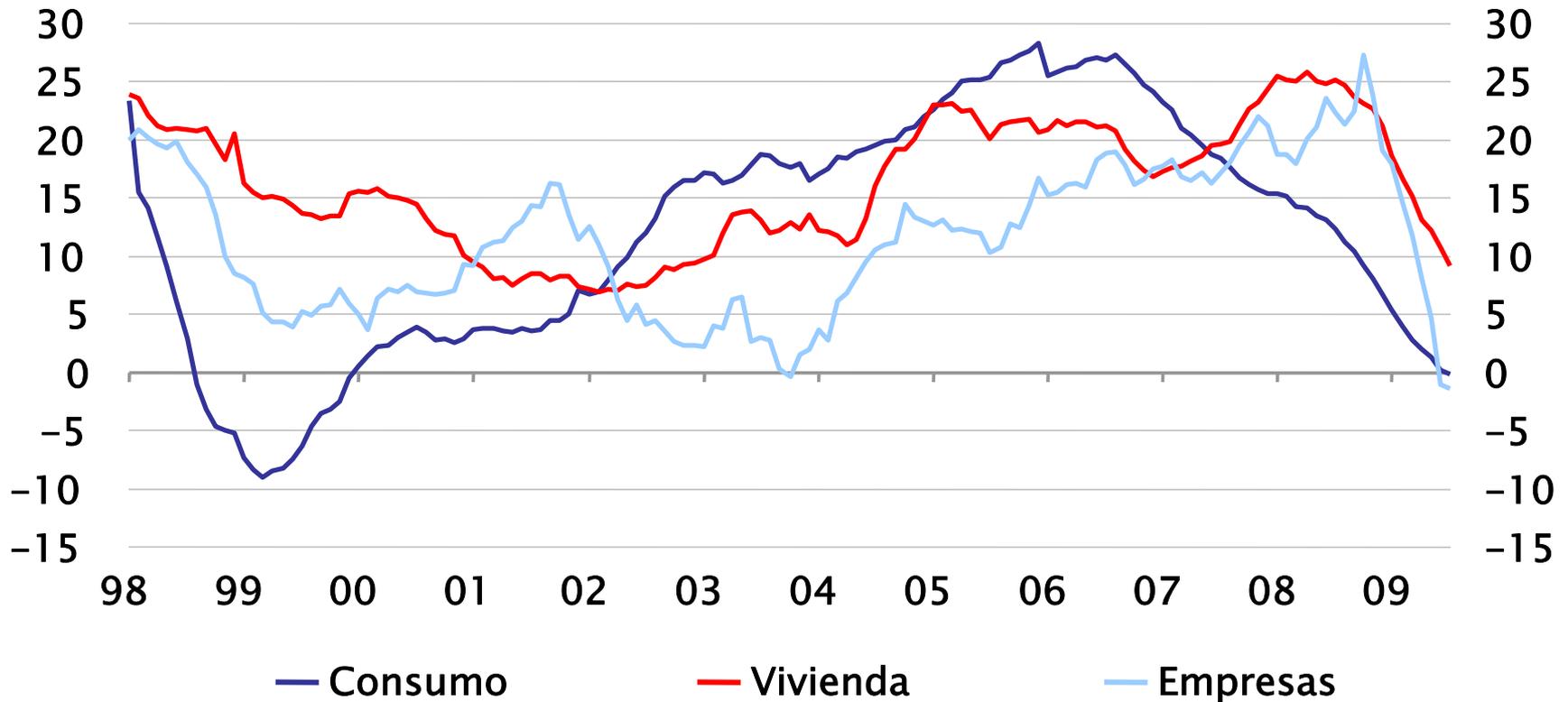
(2) Nivel al que se estima estarían las tasas de colocación, de haberse mantenido la TPM en 8,25%.

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



# A pesar de esto, los estándares crediticios internos siguen estrechos y el volumen de crédito cayó en el primer semestre del año.

## Colocaciones nominales (variación anual, porcentaje)





# Perspectivas



**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)

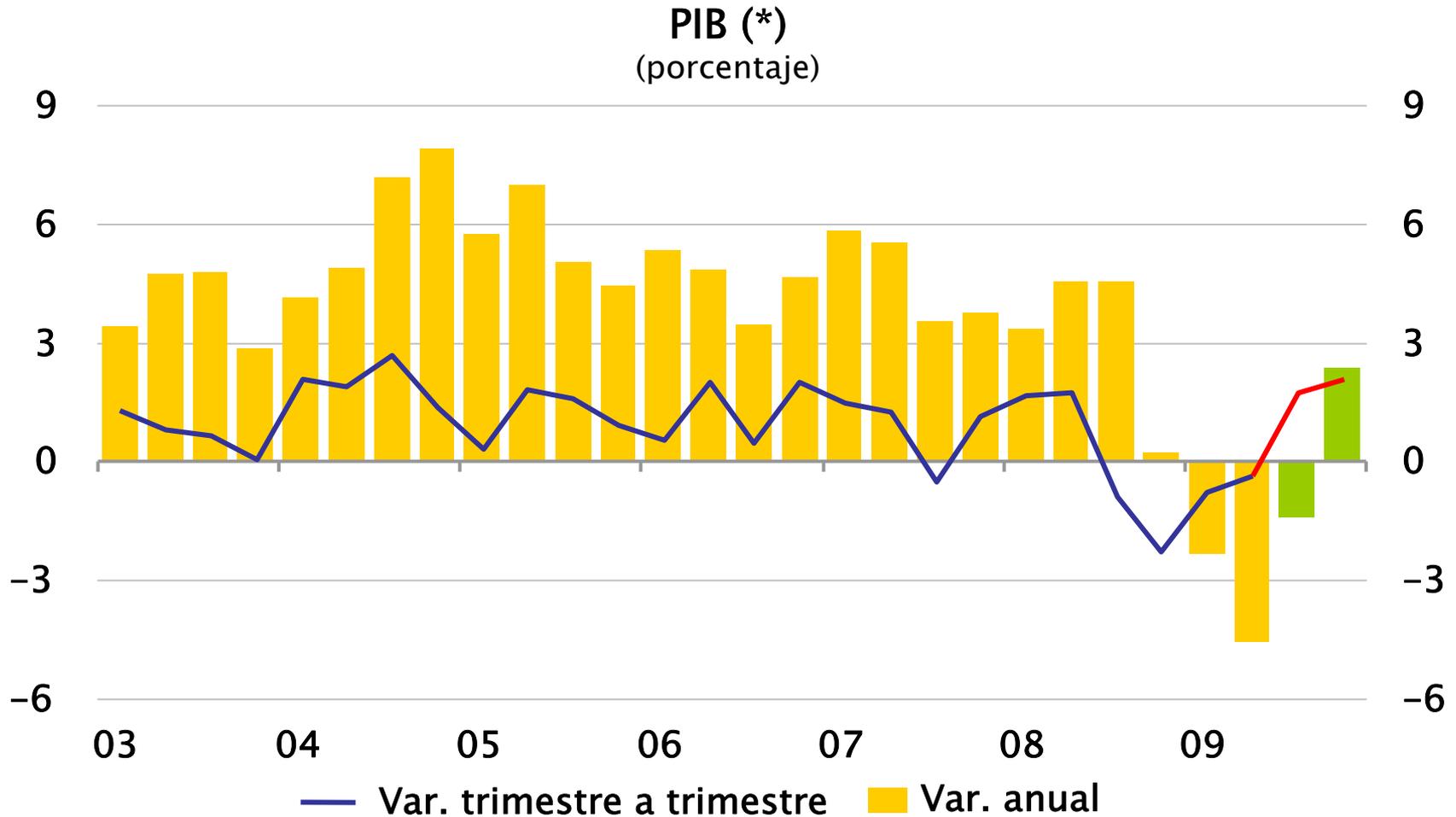
	2007	2008	2009 (f)	2010 (f)
PIB	4,7	3,2	-2,0 a -1,5	4,5 a 5,5
Ingreso nacional	7,1	3,8	-1,5	6,2
Demanda interna	7,8	7,4	-6,2	6,7
Demanda interna (sin var. existencias)	8,2	7,9	-3,5	3,7
Formación bruta de capital fijo	12,0	19,5	-12,9	7,4
Consumo total	7,1	4,2	0,0	2,5
Exportaciones de bienes y servicios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



(\*) 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, su convergencia a la meta de 3% ocurrirá 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.

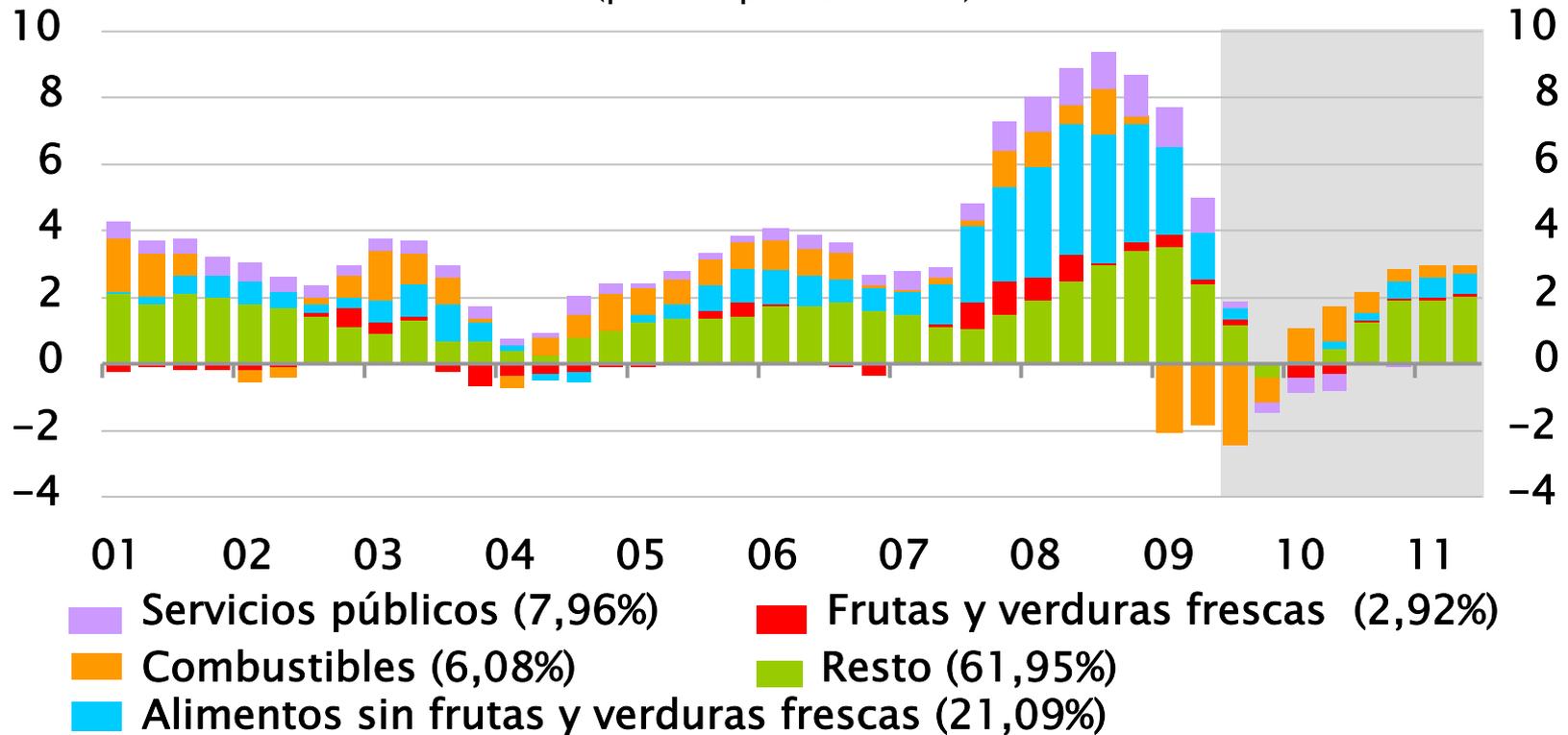
(\*) Correspondiente a la inflación proyectada para el tercer trimestre del 2011.

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)



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

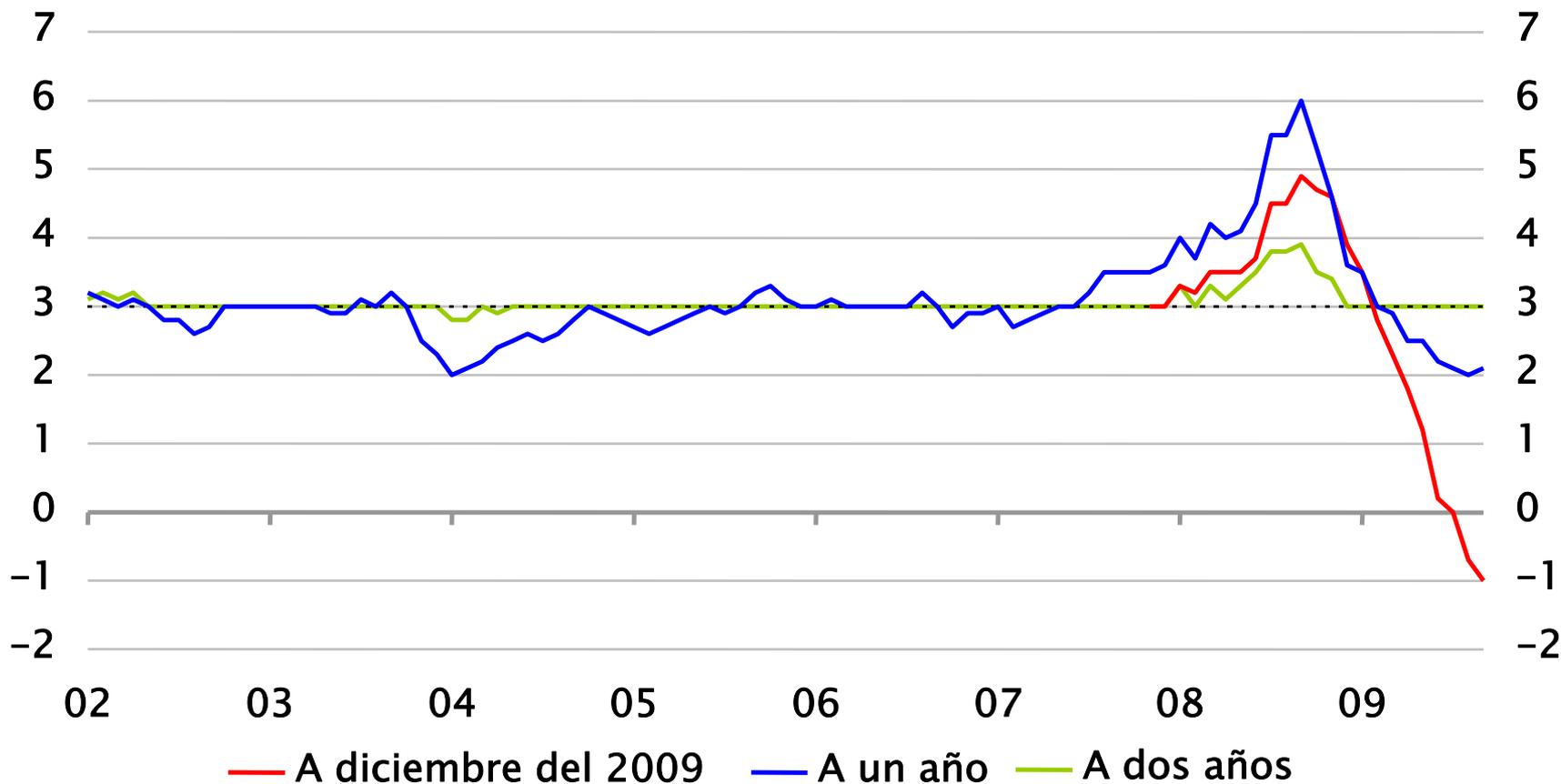
(2) Entre paréntesis participaciones en la canasta del IPC de diciembre 2008. Previo a esa fecha, se construye con los ponderadores de la canasta de diciembre 1998.

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).

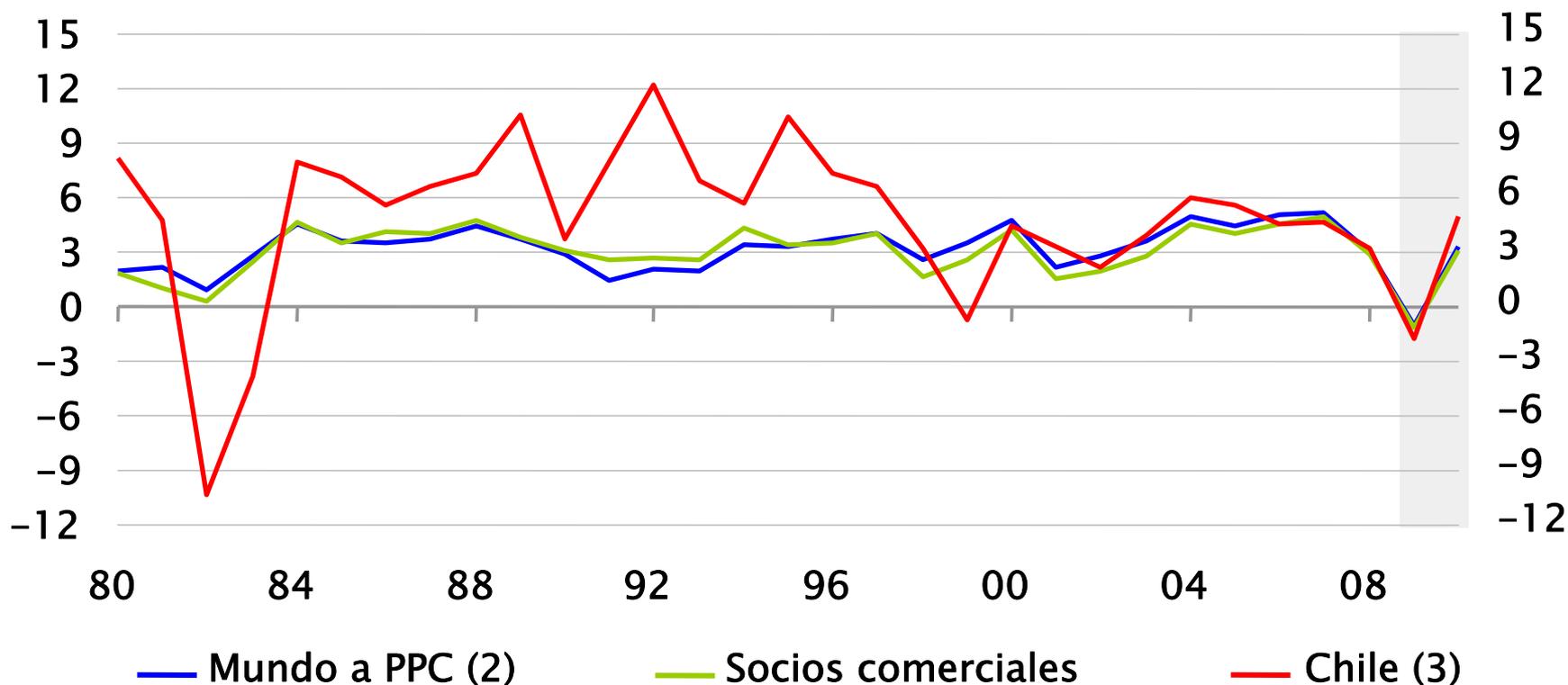
(e) Estimación; (f) Proyección.

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



# De hecho, el tamaño del shock externo que está enfrentando la economía chilena es claramente superior a lo que se apreció en episodios anteriores.

### Crecimiento mundial (1) (variación anual, porcentaje)

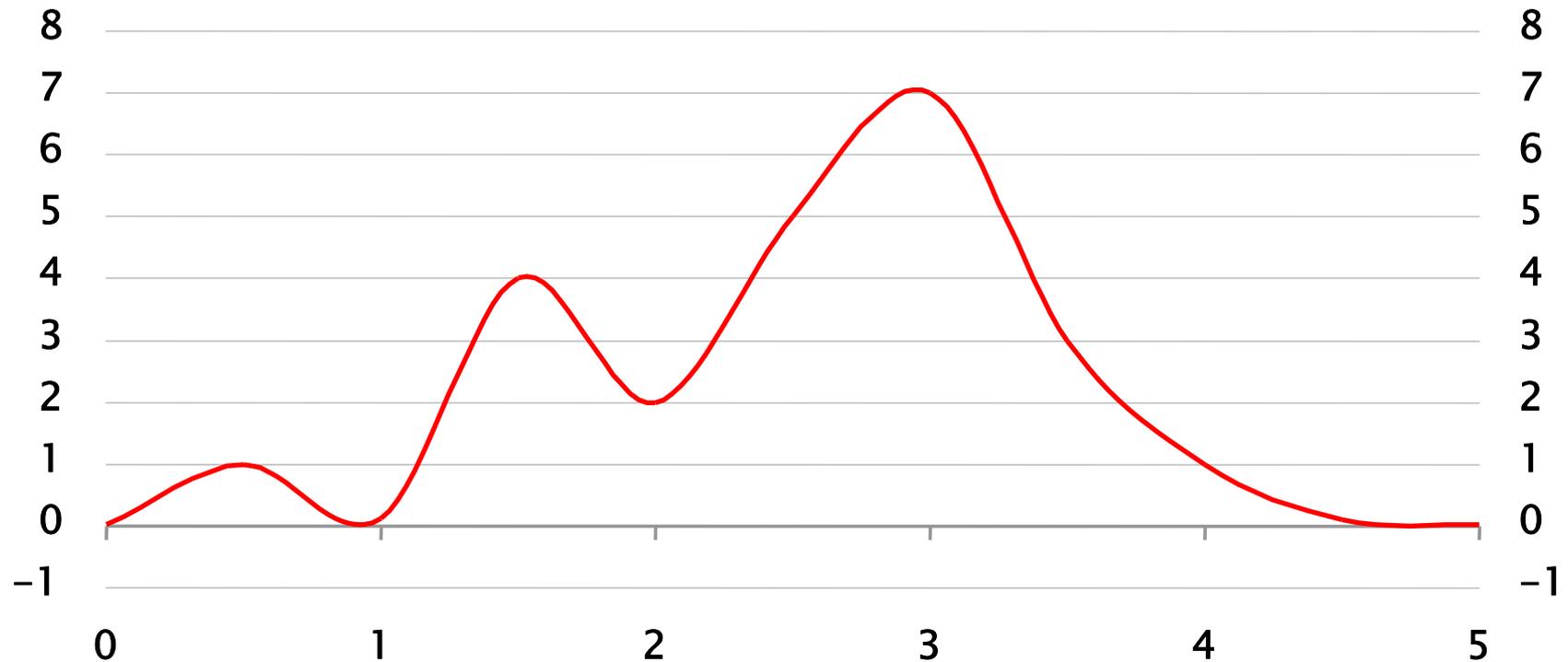


(1) El área gris corresponde a proyecciones a partir del 2009. (2) Crecimientos regionales ponderados por la participación en el PIB mundial a PPC publicado por el FMI en World Economic Outlook (WEO, abril 2009). (3) El crecimiento del 2009 y 2010, corresponde al punto medio del rango de proyecciones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



Cabe destacar que las proyecciones especializadas exhiben percepciones opuestas, como refleja la bimodalidad de las proyecciones de EE.UU. en el 2010.

### Distribución expectativas de crecimiento Estados Unidos en el año 2010 (frecuencia; variación anual, porcentaje)



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



**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.

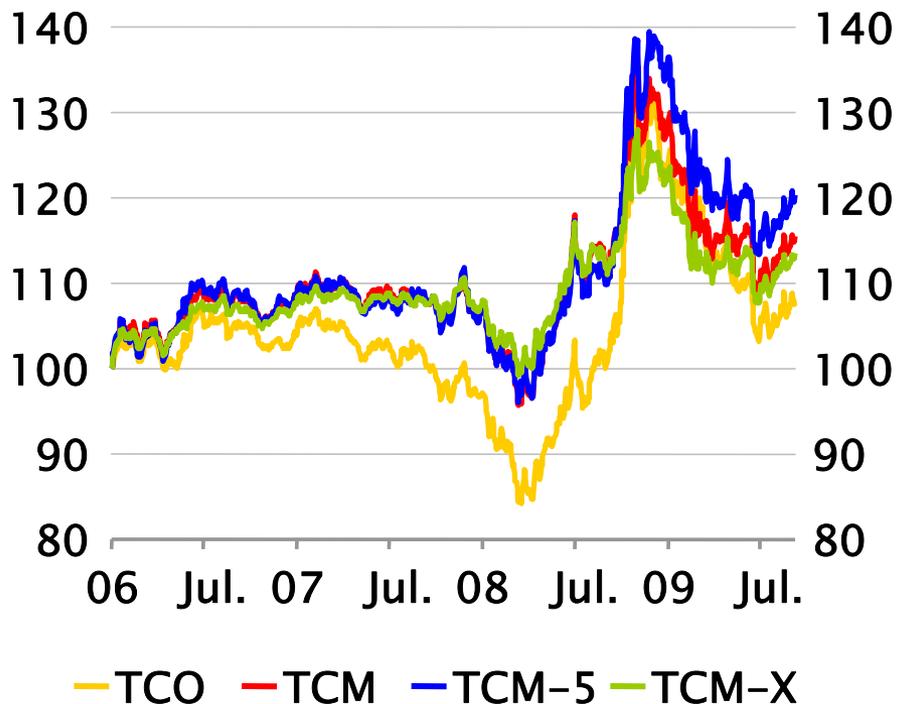
Fuente: Banco Central de Chile.



Se estima que el TCR está en niveles coherentes con sus fundamentos de largo plazo. El supuesto es que no diferirá mayormente de los actuales valores.

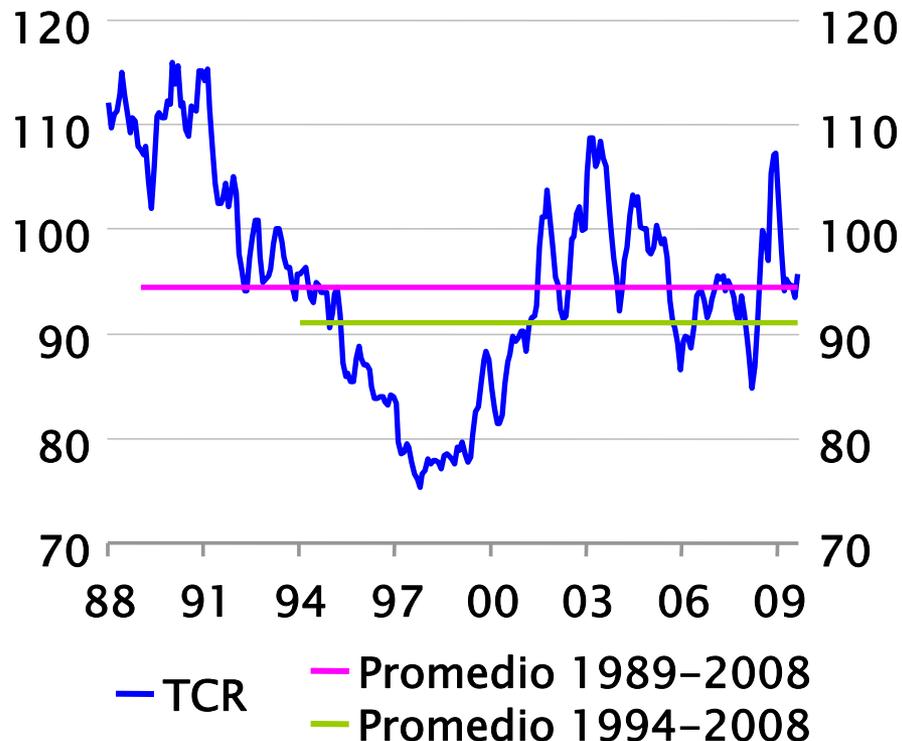
### Tipo de Cambio Nominal

(índice 2/01/2006=100)



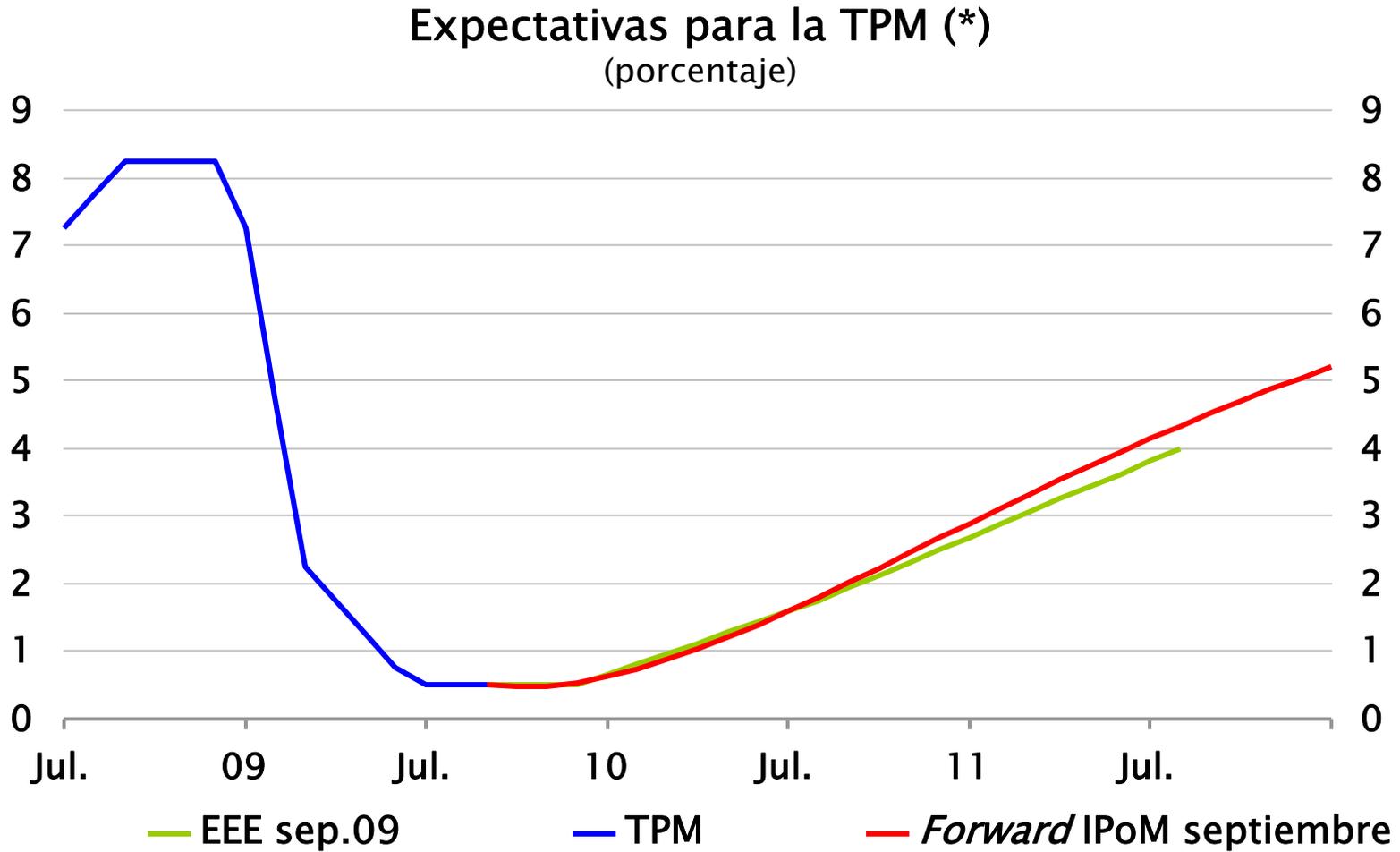
### Tipo de Cambio Real

(índice 1986=100)





La TPM se mantendrá en 0,5% por un tiempo prolongado, con una trayectoria comparable a la implícita en los precios de los activos financieros. El camino hacia la normalidad se iniciaría hacia el segundo trimestre del 2010.

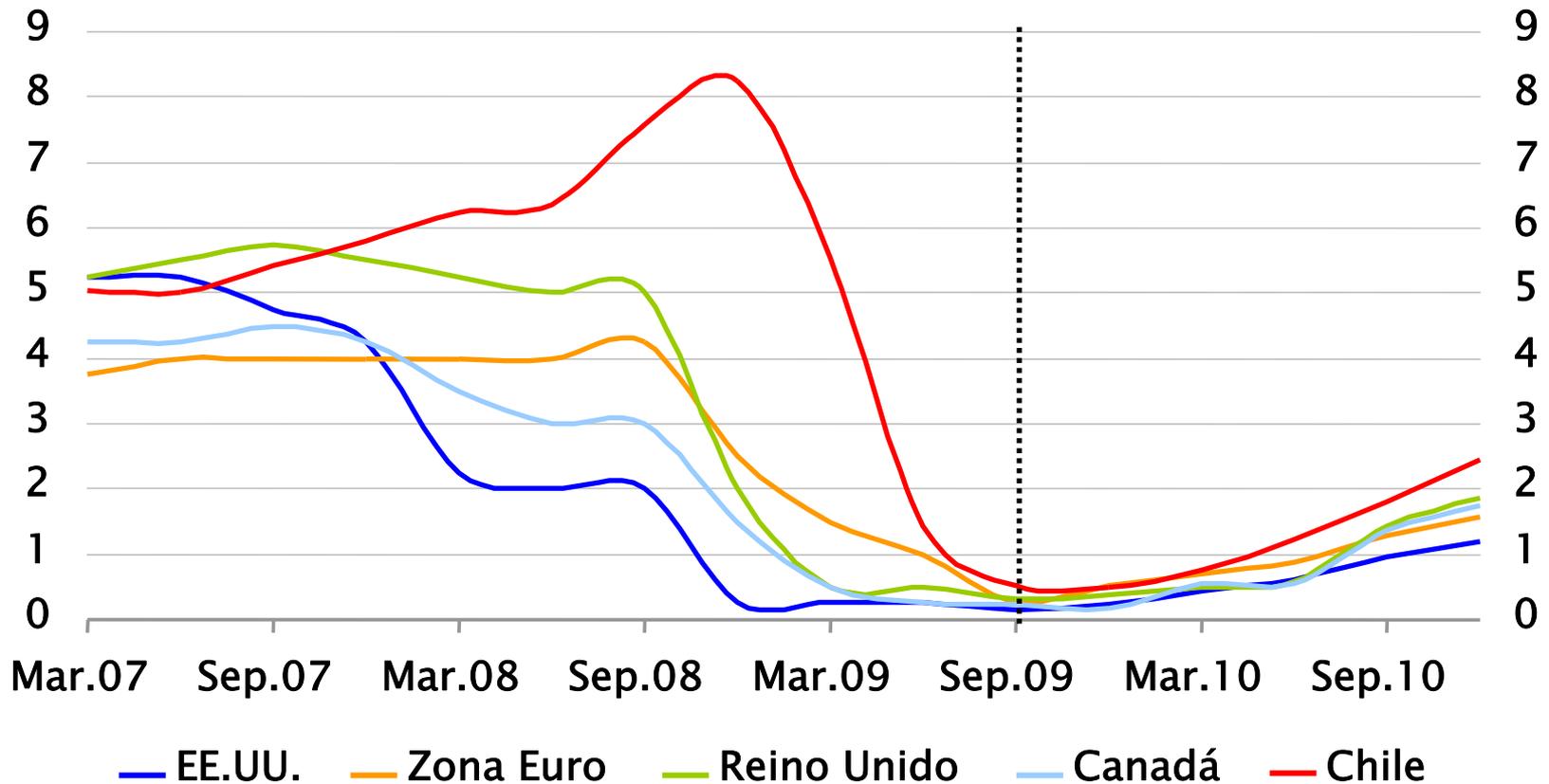


(\*) Para la curva *forward* corresponde a promedios semanales.  
Fuente: Banco Central de Chile.



# Este panorama de gradual retiro del estímulo monetario es similar al de otras economías.

TPM y curvas *forward*  
(porcentaje)





# Balance de riesgos



# 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 en septiembre y octubre del 2008, es baja. Principalmente, por el compromiso de las autoridades en evitar su ocurrencia.
- 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.
- Los riesgos relacionados con los desbalances globales siguen latentes. Aunque en el plazo más inmediato parecen acotados, su permanencia y la ausencia de un ajuste coherente en las cuentas corrientes o las paridades ponen una luz de alerta al respecto.



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

- Por los riesgos presentes y los reducidos registros inflacionarios actuales, parece ser más complejo de enfrentar un escenario de menores presiones inflacionarias que las consideradas en el escenario base.
- La trayectoria implícita en las expectativas de mercado sugiere un inicio de la normalización monetaria hacia el segundo trimestre del año próximo.
- Ello implica, evidentemente, que en algún momento se considerarán adaptaciones a la actual instancia de política monetaria incluso de materializarse el escenario base de proyecciones de este IPoM.
- Los trimestres venideros serán de gran importancia para evaluar cuándo deberemos comenzar a retirar este estímulo.
- 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

## Septiembre 2009

Manuel Marfán

Seminario "El impacto de la crisis económica y los desafíos en la VI Región", organizado por el diario Estrategia, Rancagua.