



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

15 MAYO DE 2009

Jorge Desormeaux J.
Vicepresidente

15 Mayo 2009

Contenido

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

I. Puntos Destacados



I. Puntos Destacados

- El escenario económico global y chileno se ha deteriorado más de lo previsto en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de enero.
- El mundo enfrenta una severa recesión. En el 2009, el nivel de producción global caerá por primera vez en más de sesenta años y el comercio mundial tendrá una reducción inédita.
- En las últimas semanas han surgido señales de que la situación en el mundo desarrollado podría estar estabilizándose, lo que se asocia a las medidas adoptadas para apoyar el sistema financiero de EE.UU..

I. Puntos Destacados

- El impacto sobre la economía chilena ha sido mayor que el previsto en enero, provocando una significativa caída de la actividad y la demanda interna, y una reducción tanto de la inflación efectiva como de las perspectivas inflacionarias.
- La política monetaria ha reaccionado con fuerza al cambio en el escenario macroeconómico, reduciendo la TPM en 700 puntos base en solo cuatro meses.
- El efecto de arrastre de los bajos niveles de actividad, consumo e inversión de fines de 2008 hará que la economía chilena mantenga tasas de variación anual negativas al menos durante todo este trimestre.

I. Puntos Destacados

- Sin embargo, comparado con el trimestre anterior, el nivel de actividad de la economía chilena ya se está recuperando.
- En el curso del segundo semestre de 2009, y durante todo el 2010, el crecimiento anual de la actividad retomará valores positivos, más cercanos a su crecimiento de tendencia, acorde con el elevado impulso monetario y fiscal, y la solidez de los fundamentos de la economía chilena.

II. Escenario Internacional



II. Escenario Internacional

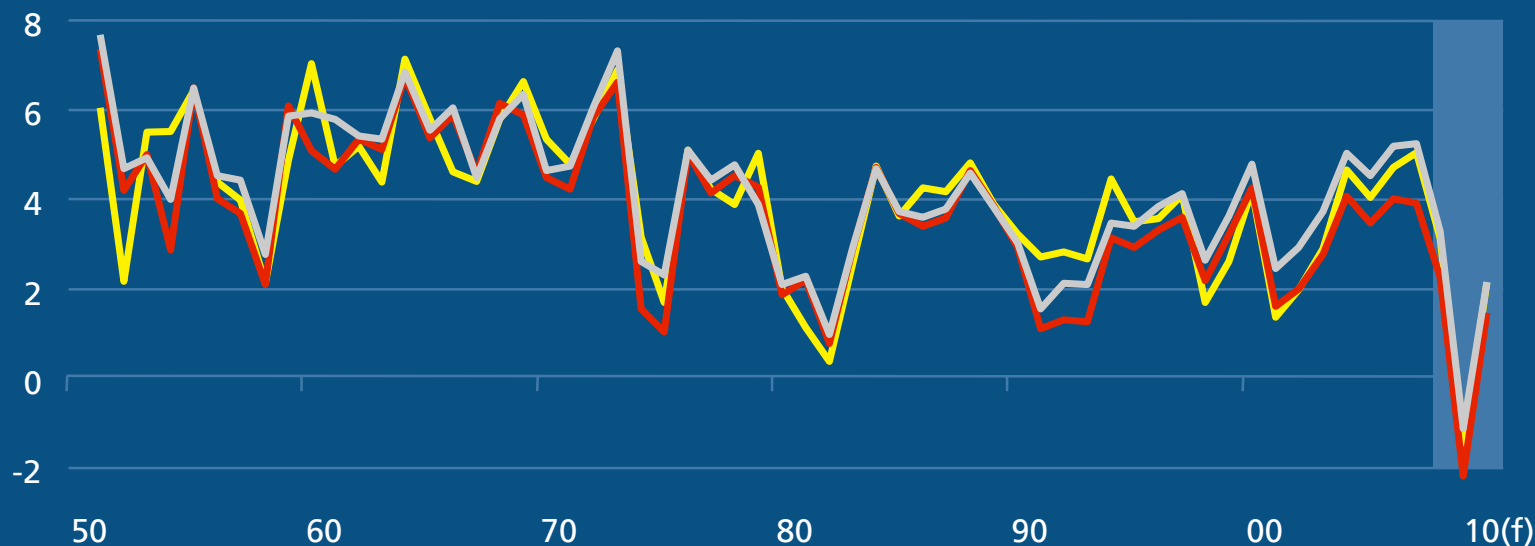
- La actual crisis financiera es la más profunda y compleja desde la Gran Depresión.
- Como resultado de ella, la actividad de la economía mundial se encamina a un retroceso por primera vez desde 1945, y el comercio internacional experimenta una reducción inédita.
- Si bien quedan aún importantes desafíos por enfrentar, en las últimas semanas han surgido señales de que la situación en el mundo desarrollado podría estar estabilizándose.
- En ello han jugado un papel claves las medidas adoptadas para sanear el sistema financiero de EE.UU..

En 2009, la economía mundial experimentará su primera caída en 60 años.



Crecimiento del Mundo

(variación real anual, porcentaje)



- Mundo a PPC
- Mundo a tipo de cambio de mercado
- Socios Comerciales

II. Escenario Internacional

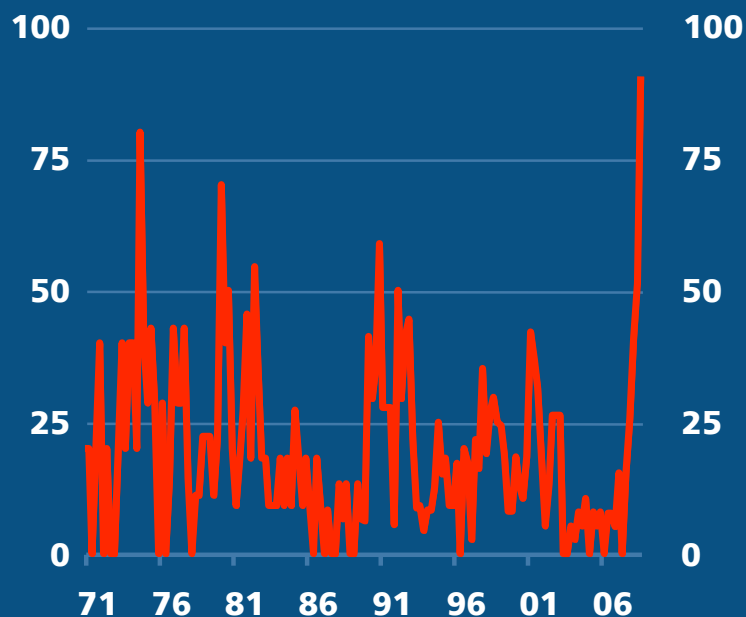
- A partir del cuarto trimestre de 2008, con un grado de sincronía sin precedente, la actividad económica se contrajo en economías desarrolladas y emergentes.
- Parte significativa de esta caída se asocia a una contracción del gasto, explicado por un brusco deterioro de las expectativas de los hogares y empresas a nivel global.
- Como resultado de ello, el volumen del comercio internacional experimentó una drástica reducción, acompañado de una fuerte caída de la producción industrial, un deterioro significativo del mercado laboral y una contracción del consumo.

La caída de la actividad ha mostrado un alto grado de sincronía en el mundo, independiente de las fortalezas de cada economía.

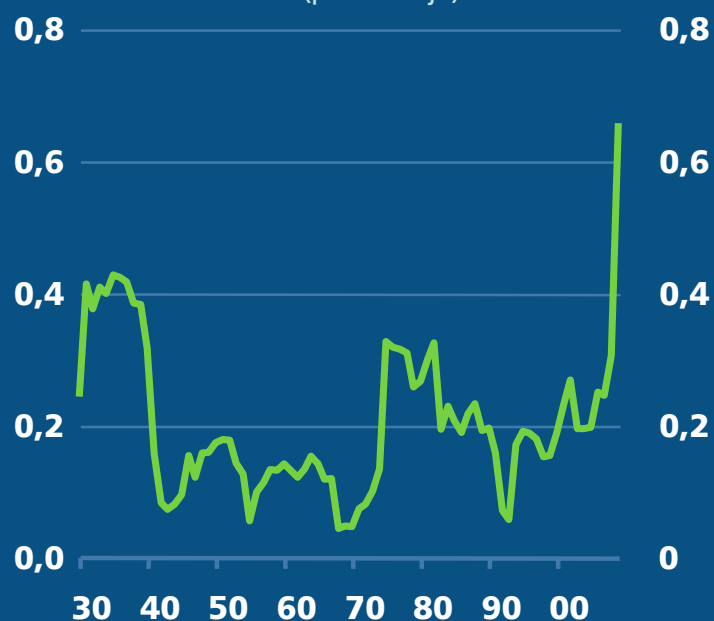


Simultaneidad en el Ciclo Económico Mundial

Países que registran caída en el PIB real⁽¹⁾
(porcentaje total de la muestra)



Coefficiente de correlación de crecimiento del PIB⁽²⁾
(porcentaje)



(1) Se considera el PIB trimestral anualizado para una muestra de 29 países desarrollados y emergentes.

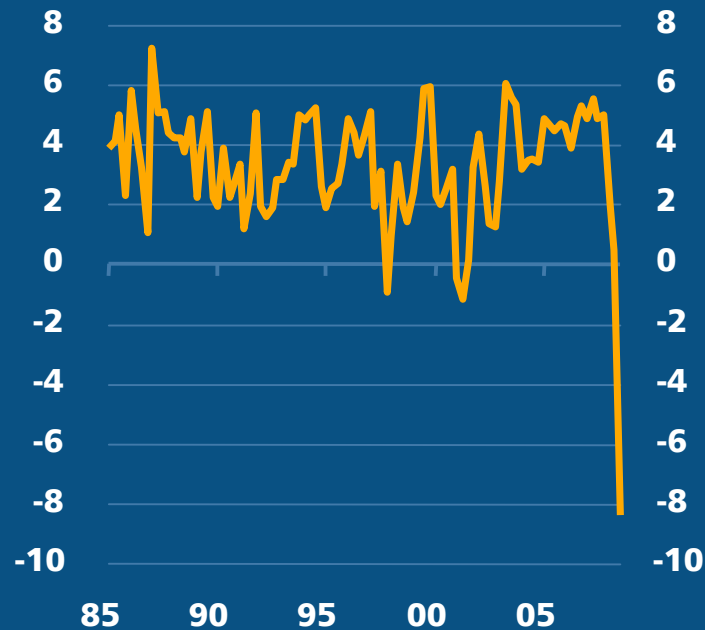
(2) Se considera una muestra de 48 países desarrollados y emergentes.

La demanda de los socios comerciales de Chile ha caído, afectando mayormente los precios de las exportaciones nacionales.

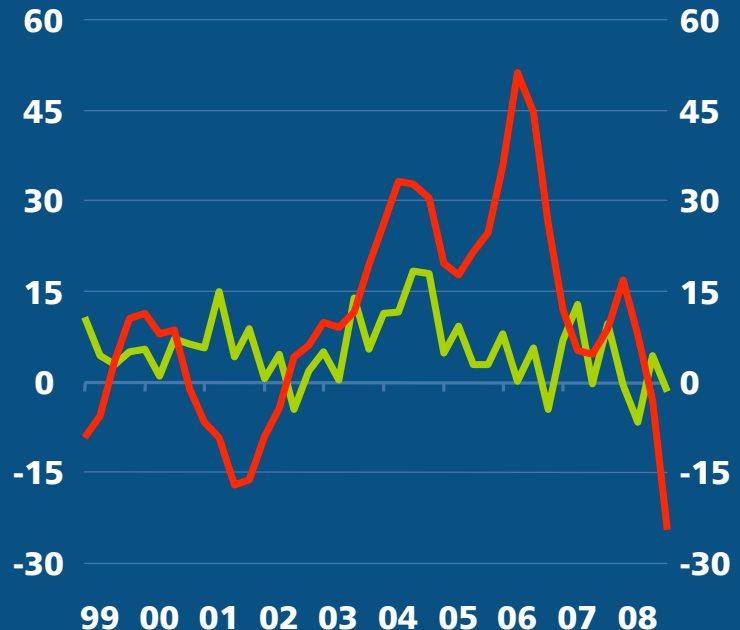


Demanda Socios Comerciales y Exportaciones

Crecimiento de los socios comerciales
(variación trimestral anualizada, porcentaje)



Exportaciones de Chile
(variación anual, porcentaje)

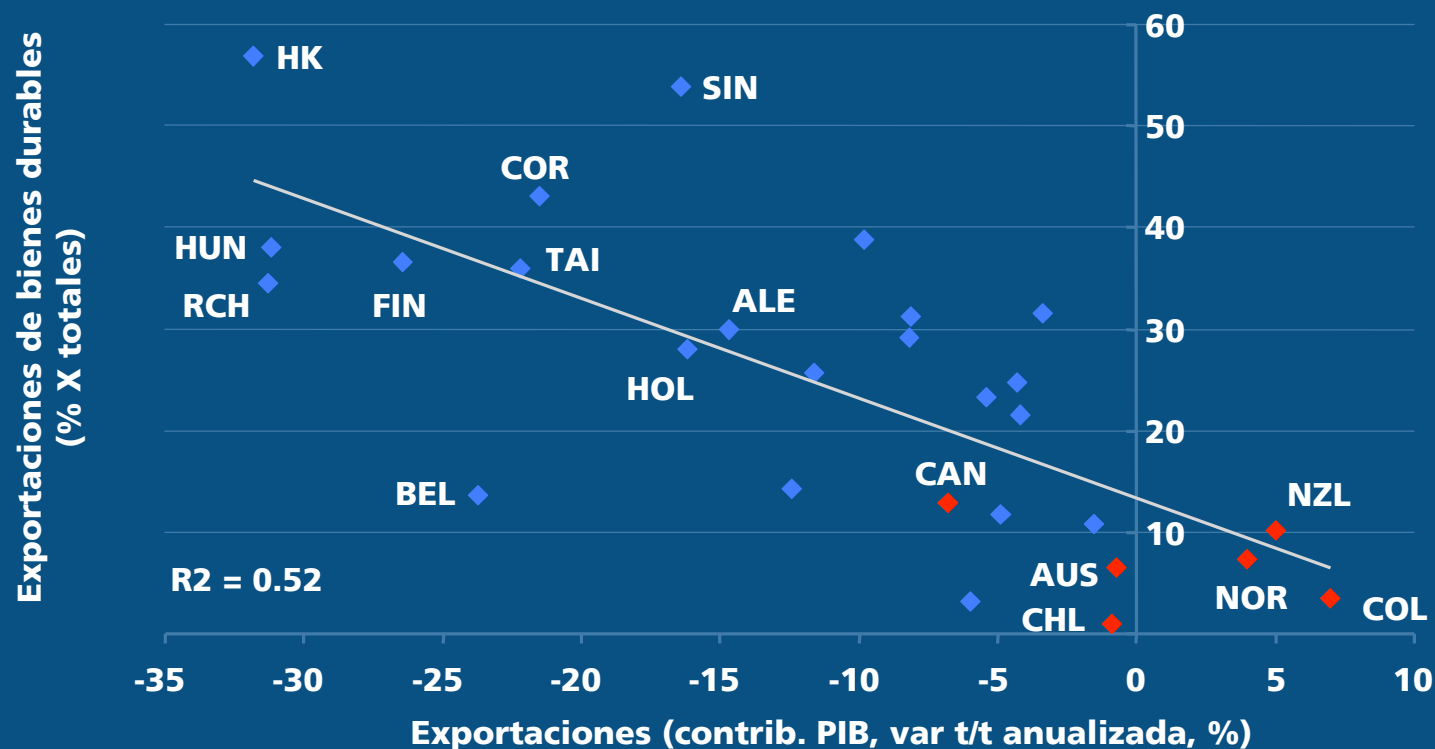


— Volumen — Precio

El mayor impacto de la demanda mundial sobre el volumen de las exportaciones se ha dado en aquellas economías que venden manufacturas.



Participación de Bienes Durables en las Exportaciones Totales y Contribución de las Exportaciones al Crecimiento Trimestral del PIB en el Cuarto Trimestre del 2008

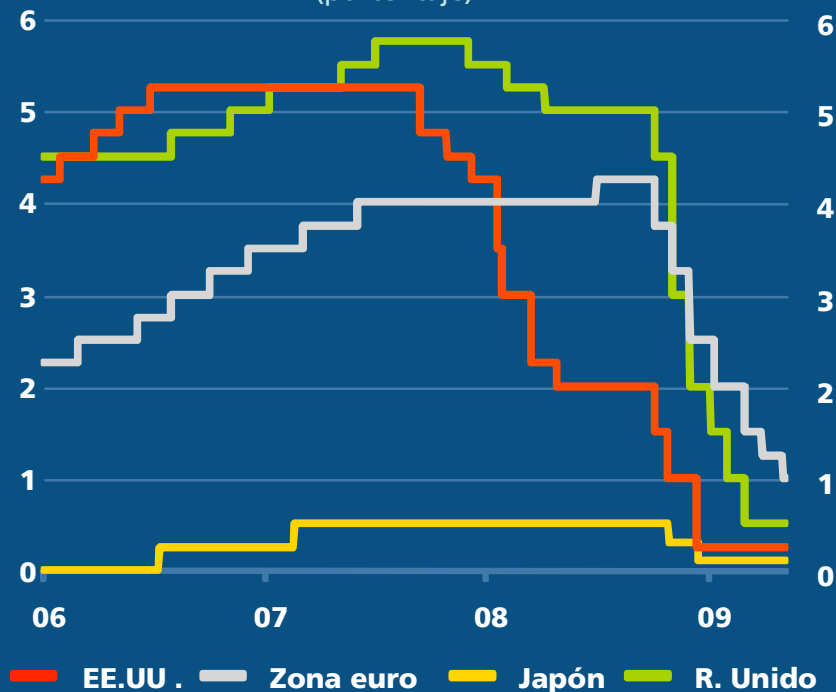


Las autoridades económicas han llevado a cabo inéditos esfuerzos para intentar mitigar los costos reales de la crisis mundial.



Costos de la Crisis

Tasas de Política Monetaria
(porcentaje)



Planes de estímulo fiscal (2)
(porcentaje del PIB)

	2009
Rusia	4,1
Rep. Corea	3,9
Arabia Saudita	3,3
China	3,1
Chile	2,8
Japón	2,4
Australia	2,1
Estados Unidos	2,0
Canadá	1,9
Sudáfrica	1,8
Alemania	1,6
México	1,5
Argentina	1,5
Reino Unido	1,4
Indonesia	1,3
Francia	0,7
India	0,6
Brasil	0,6

(1) Corresponde a la diferencia entre bonos del gobierno nominales a 10 años y 2 años. (2) Corresponde al gasto fiscal extraordinario debido a la crisis financiera comprometido para el año. Fuentes: Bloomberg y FMI.

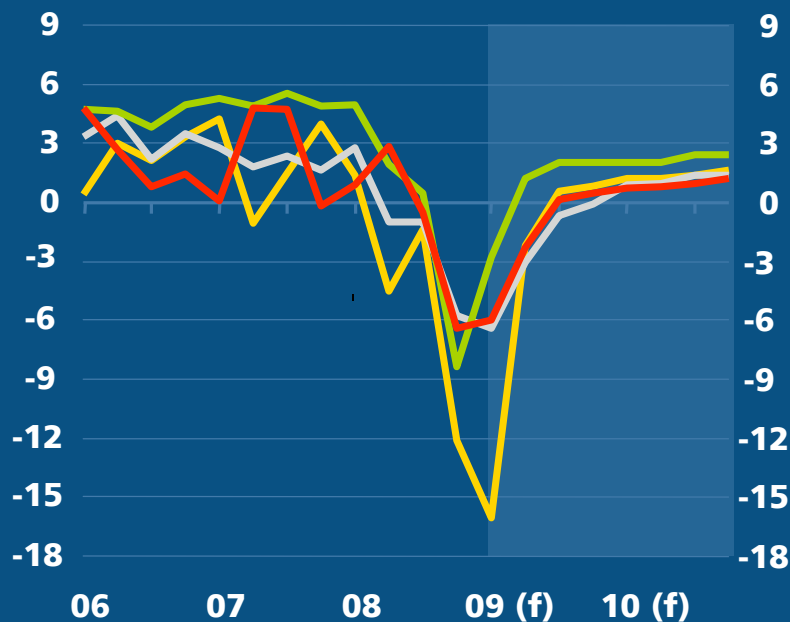
Las perspectivas consideran un débil desempeño del mundo desarrollado y una recuperación más rápida de los emergentes.



Crecimiento Mundial

Crecimiento Mundial

(variación trimestral anualizada, porcentaje)



— Estados Unidos

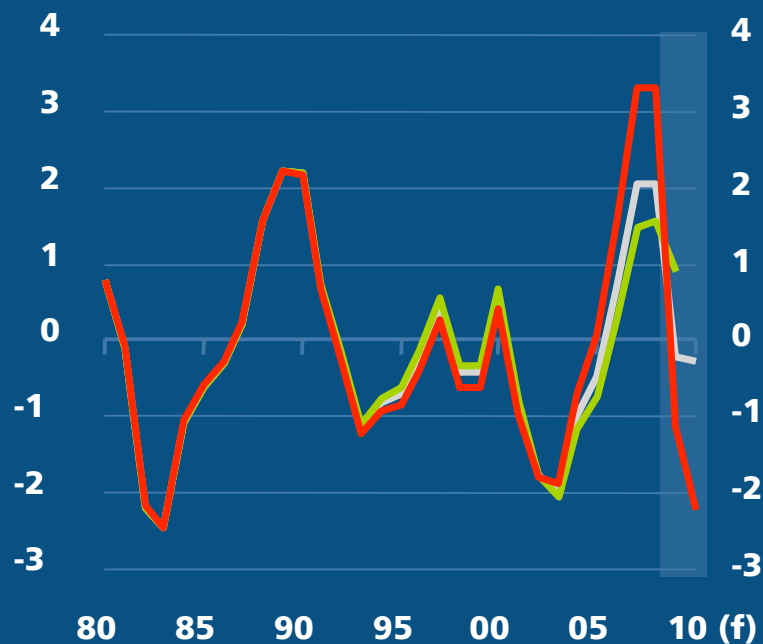
— Zona Euro

— Japón

— Socios comerciales

Holguras de Capacidad Mundial

(puntos porcentuales del PIB de tendencia)



— Oct. 2008

— Ene. 2009

— Abr. 2009

(f) Proyección.

Fuentes: Banco Central de Chile en base a una muestra de bancos de inversión, Consensus Forecasts, Bloomberg y Fondo Monetario Internacional.

Con todo, hoy la preocupación se ha ido desplazando hacia cuándo y a qué velocidad se materializará la recuperación.



Crecimiento Mundial

(variación anual, porcentaje)

	Prom. 90-99	Prom. 00-05	2007	2008 (e)	2009 (f)		2010 (f)	
					IPoM Ene.09	IPoM May.09	IPoM Ene.09	IPoM May.09
Mundial	2,9	3,8	5,2	3,2	1,2	▼ -1,2	3,3	▼ 2,1
Mundial a TC de mcdo.	2,4	2,9	3,8	2,2	-0,3	▼ -2,3	2,3	▼ 1,4
Estados Unidos	3,1	2,5	2,0	1,1	-1,8	▼ -3,0	2,0	▼ 0,5
Zona Euro	2,2	1,9	2,7	0,9	-1,9	▼ -3,5	1,0	▼ 0,4
Japón	1,5	1,6	2,4	-0,6	-2,4	▼ -7,2	1,2	▼ 0,9
China	10,0	9,4	13,0	9,0	7,5	▼ 6,5	8,0	▼ 7,5
Resto Asia	5,5	4,8	5,9	3,0	1,2	▼ -1,9	3,2	▼ 1,4
América Latina	2,7	3,0	5,7	4,2	1,2	▼ -2,0	2,7	▼ 1,5
Exp. prod. básicos	2,7	3,1	3,2	1,0	0,2	▼ -1,7	1,8	▼ 0,9
Socios comerciales	3,0	3,1	5,0	3,0	0,4	▼ -1,5	2,7	▼ 2,0

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

(e) Estimación; (f) Proyección.

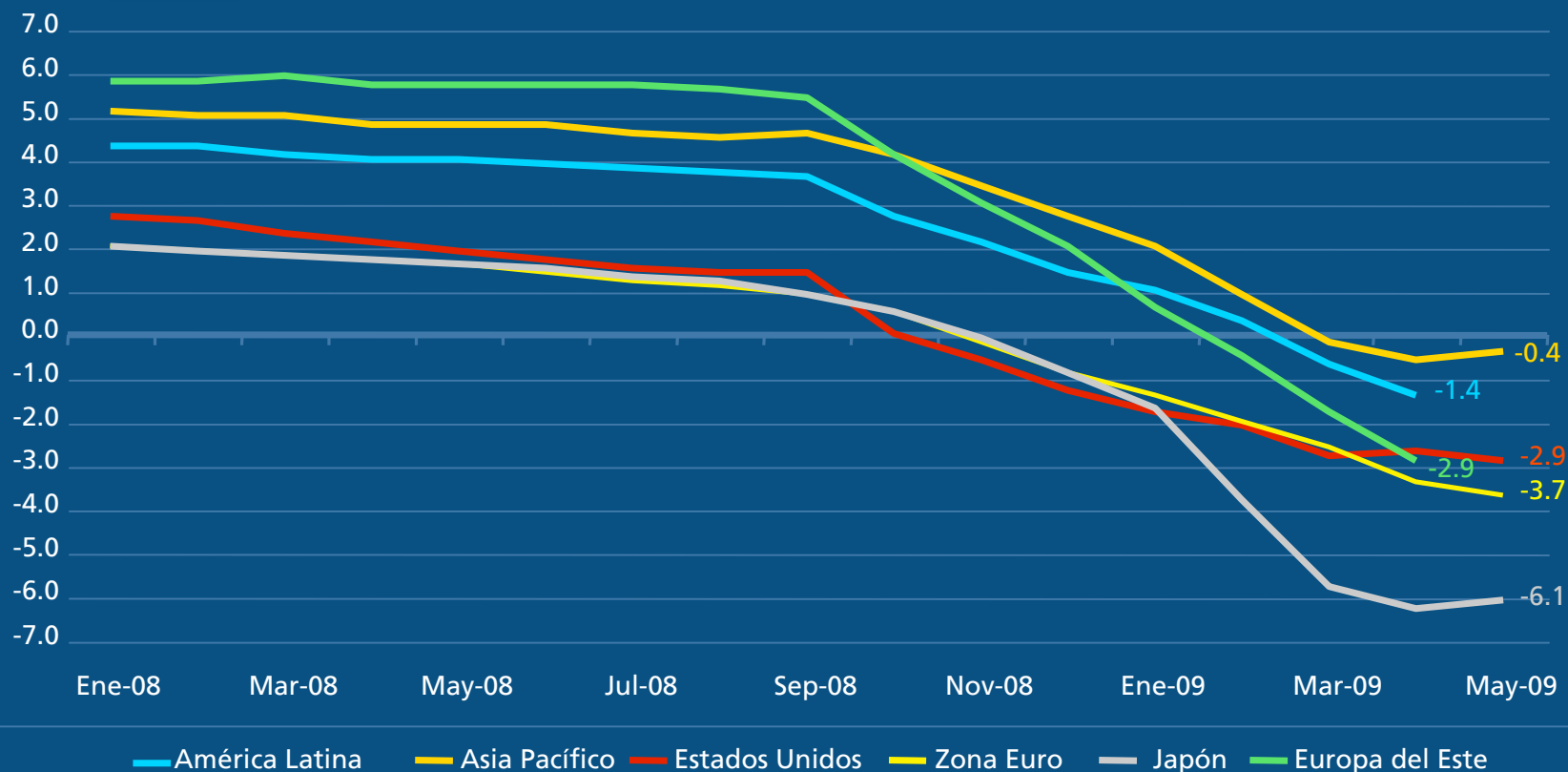
Fuente: Banco Central de Chile en base a una muestra de bancos de inversión, Consensus Forecasts y FMI.

En últimos 30 días el crecimiento proyectado para 2009 ha tendido a estabilizarse en EE.UU., el Asia Emergente y Japón.



Cambios en Proyecciones de Crecimiento

(variación anual, porcentaje)



Algunos indicadores dan señales, tenues, de que la caída de la actividad mundial podría haberse detenido.



Precios de Productos Básicos

(centavos de dólar la libra; dólares el barril)



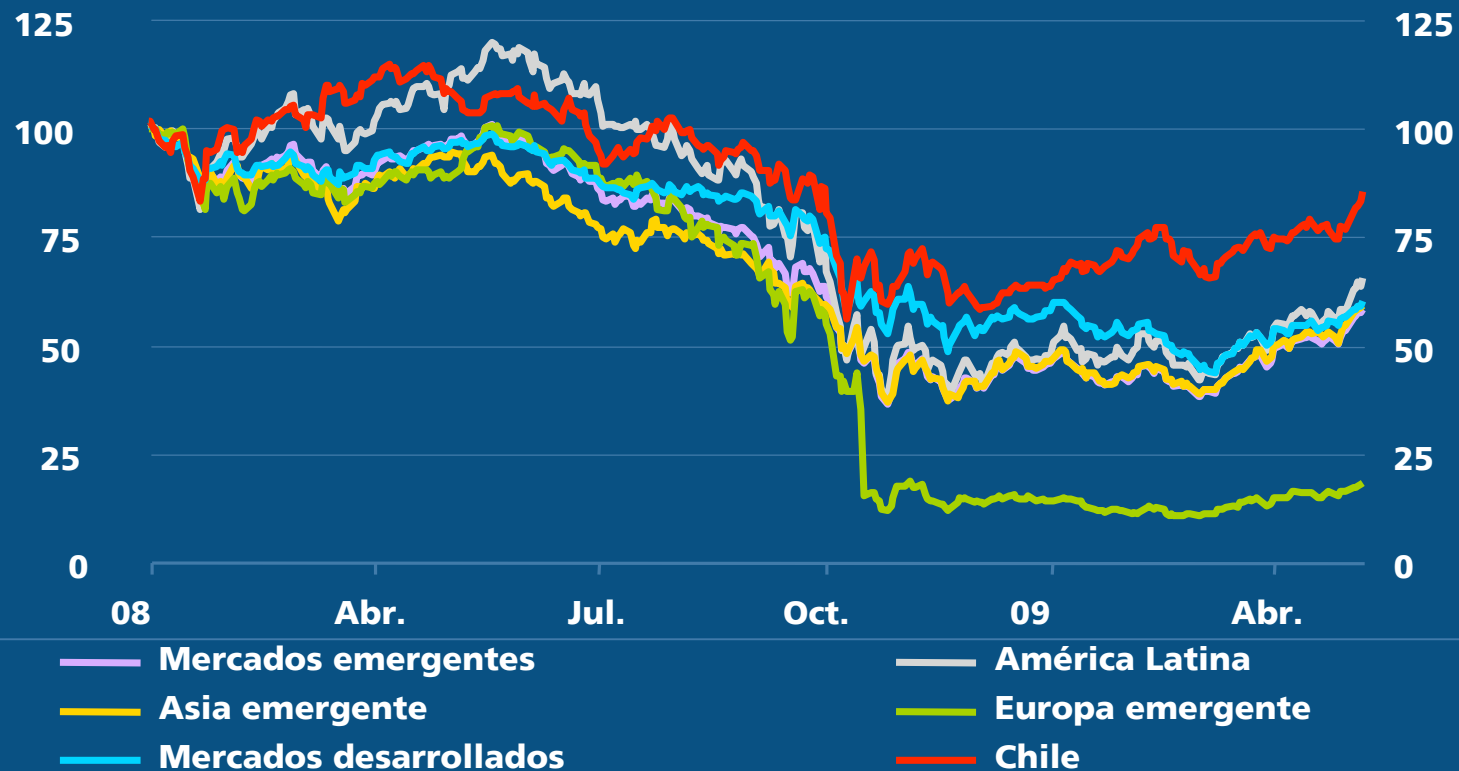
(1)Corresponde al precio de la Bolsa de Metales de Londres.
Fuente: Bloomberg.

Algunos indicadores dan señales, tenues, de que la caída de la actividad mundial podría haberse detenido.



Índices Accionarios ⁽¹⁾

(índices, 2/01/2008=100)



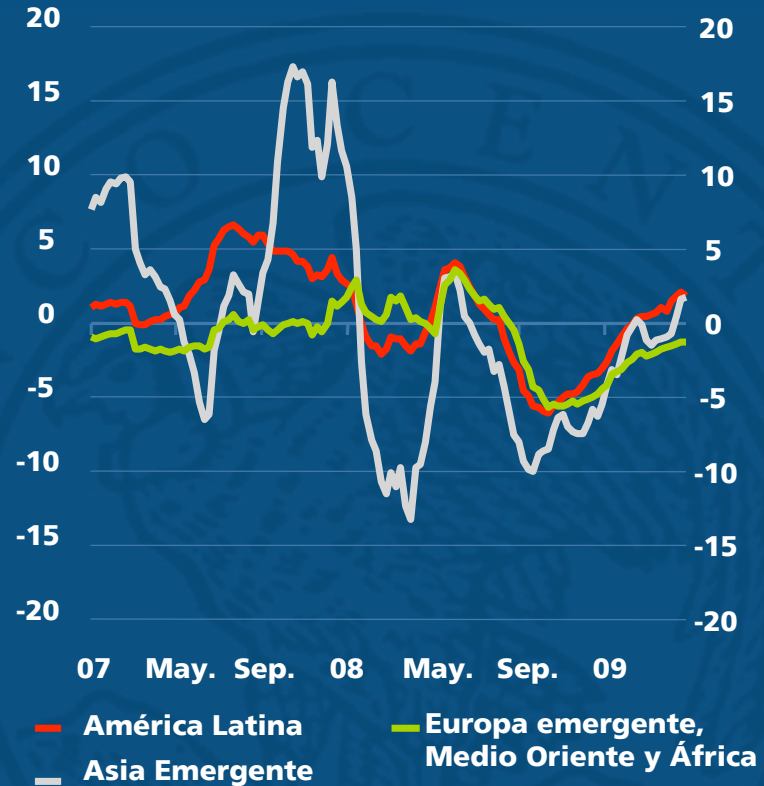
(1) Corresponde al MSCI.
Fuente: Bloomberg.

Las tensiones en los mercados financieros mundiales han disminuido y ha aumentado el apetito por riesgo.

EE.UU.: *Spread Libor – OIS*
(puntos base)



Flujos Netos de Fondos de Inversión a Economías Emergentes (m.m de US\$) ⁽¹⁾



(1) Acumulado en cuatro meses móviles, datos semanales.
Fuentes: Bloomberg y Emerging Portfolio Fund Research.

III. Escenario Interno

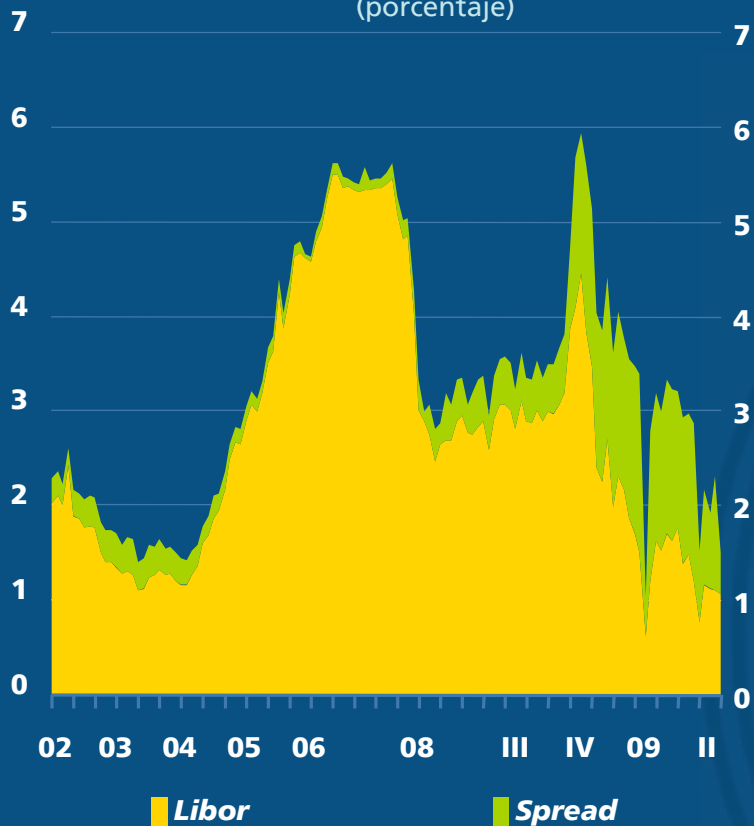


III.1 Mercados Financieros

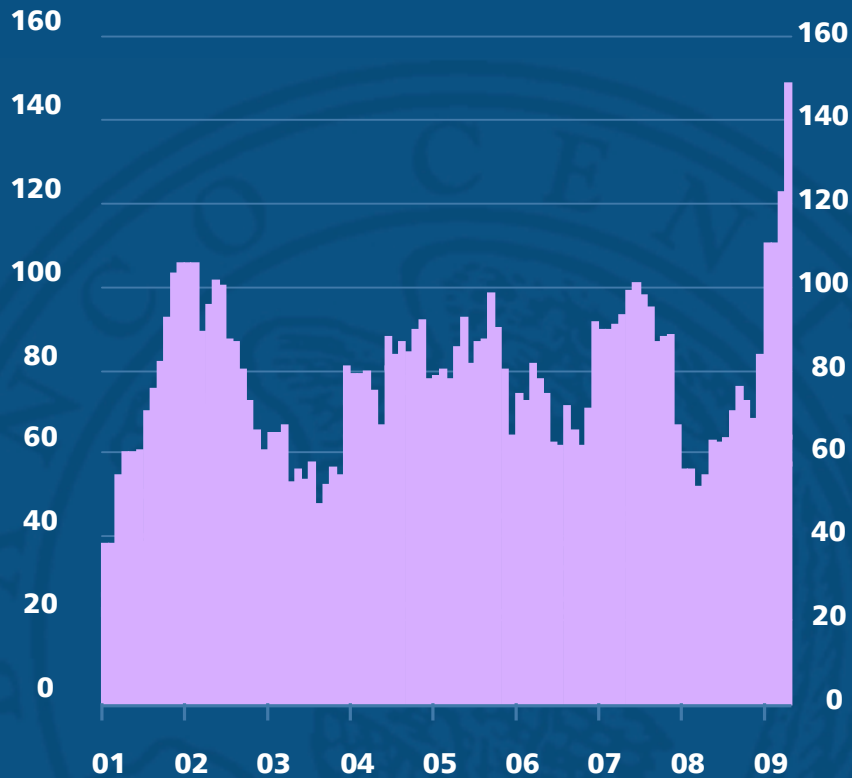


En Chile, el costo de financiamiento externo ha disminuido y ha tomado impulso el mercado de bonos locales.

Costo del crédito bancario en el exterior para residentes en Chile
(porcentaje)



Emisión de bonos corporativos ⁽¹⁾
(millones de UF acumuladas en 12 meses)

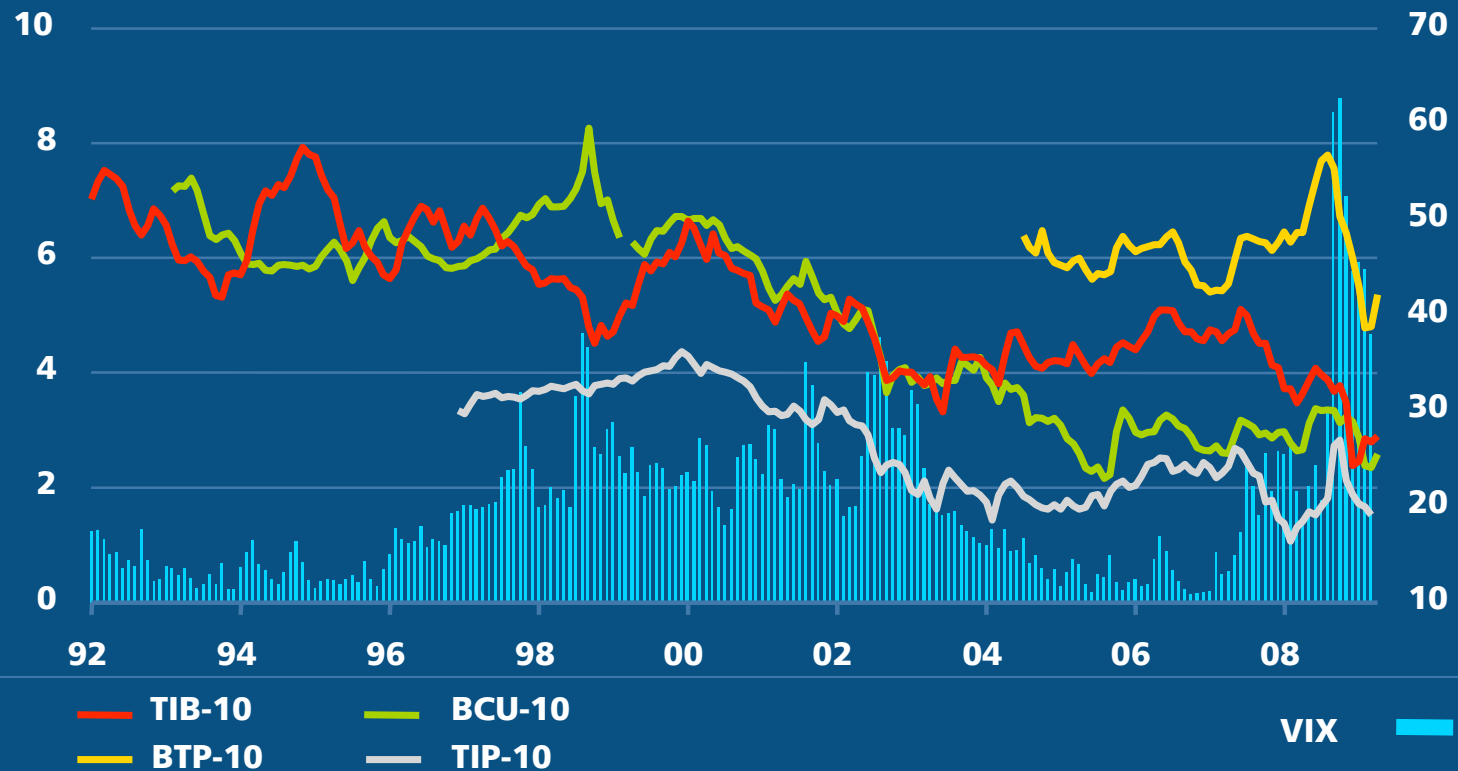


(1) Datos de abril 2009 son provisorios
Fuentes: Banco Central de Chile y Superintendencia de Valores y Seguros.

Los sólidos fundamentos de la economía chilena hicieron que los papeles del Banco y la Tesorería se utilizaran como refugio, llevando a una significativa caída de sus tasas desde fines de 2008.



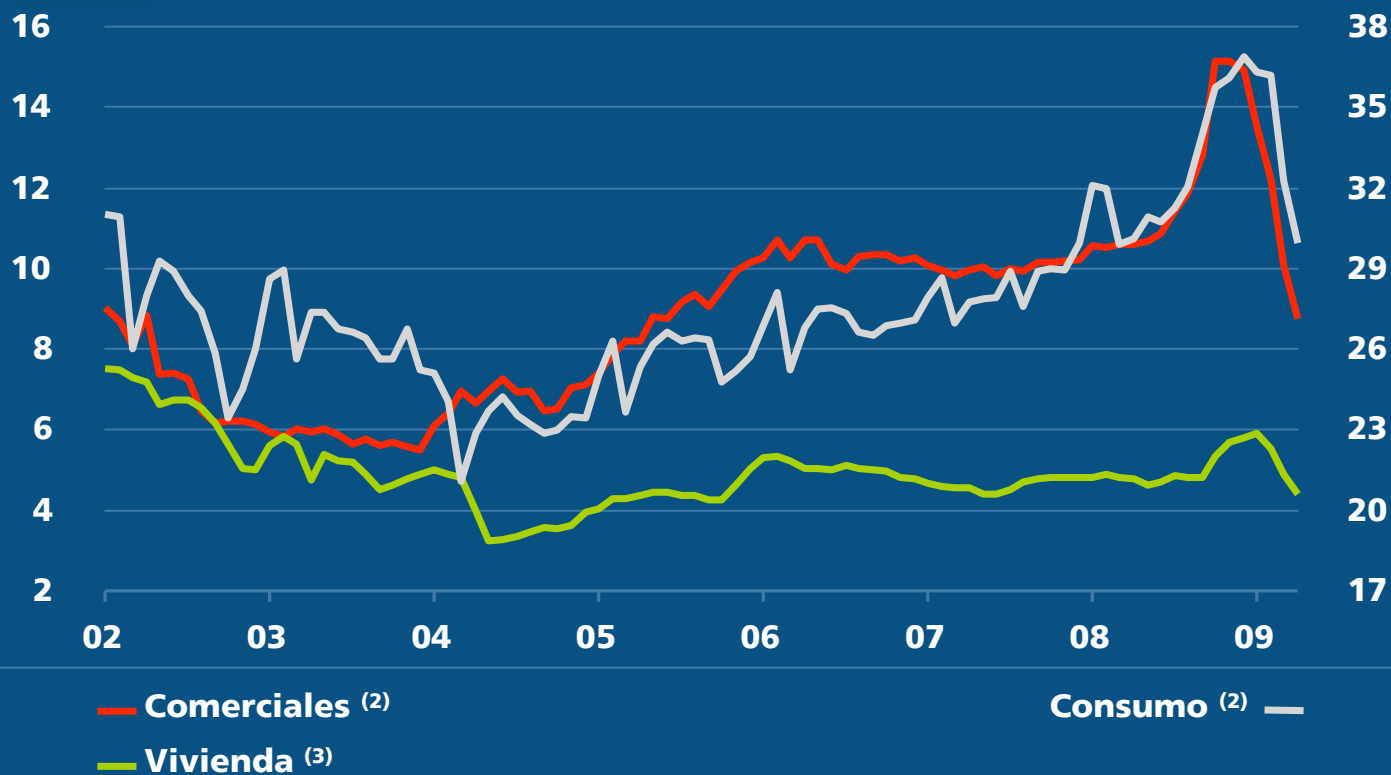
VIX y Tasas de Interés de Documentos Libres de Riesgo: Chile y EE.UU. (promedios mensuales, porcentaje)



El traspaso de la baja en la TPM a las tasas de mercado ha sido significativo.



Tasas de Interés de Colocación ⁽¹⁾ (porcentaje)



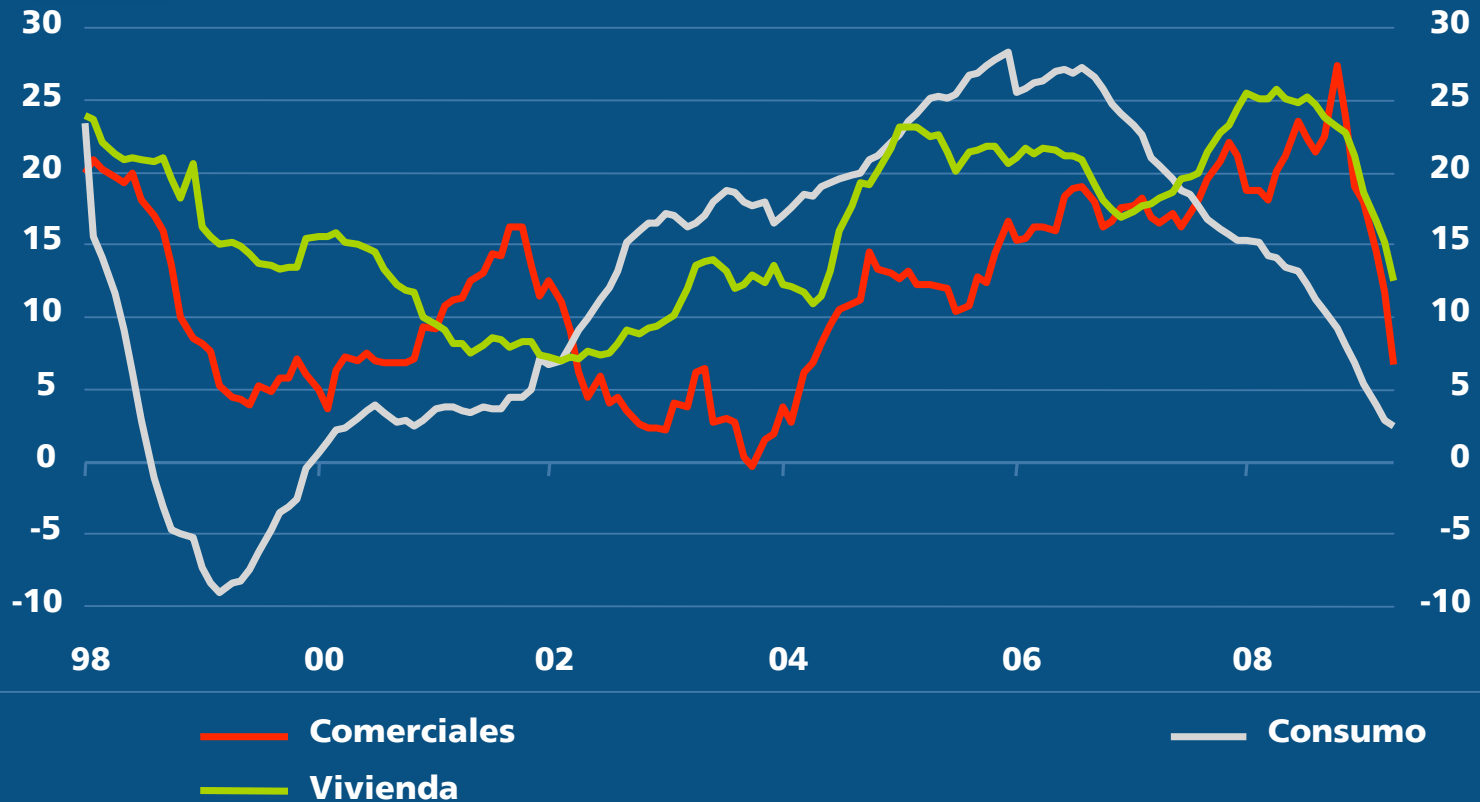
(1) Tasa de interés promedio ponderada; (2) Tasas nominales; (3) Tasas en UF.
Fuentes: Banco Central de Chile y Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

No obstante, el volumen de crédito aún no muestra una recuperación.



Colocaciones Bancarias ⁽¹⁾

(variación anual, porcentaje)



(1) Datos a abril 2009 son provisionales.

Fuentes: Banco Central de Chile y Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

III.2 Actividad, Demanda Agregada y Empleo



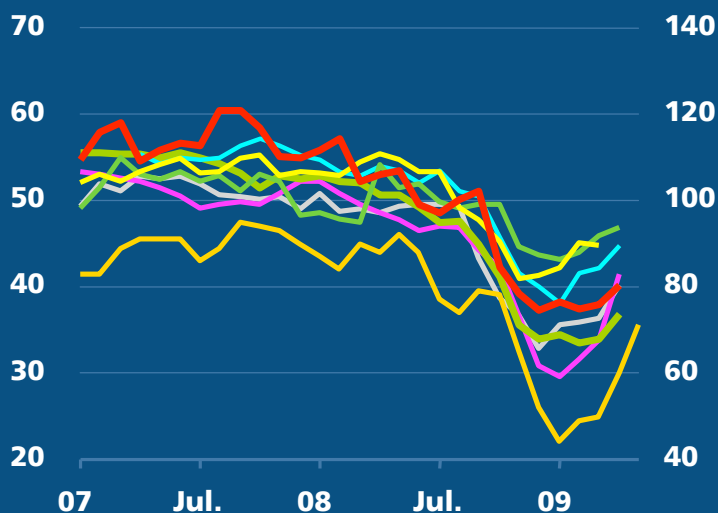
El cambio en el escenario macroeconómico provocó un significativo deterioro de las expectativas y un aumento en la incertidumbre en todo el mundo.



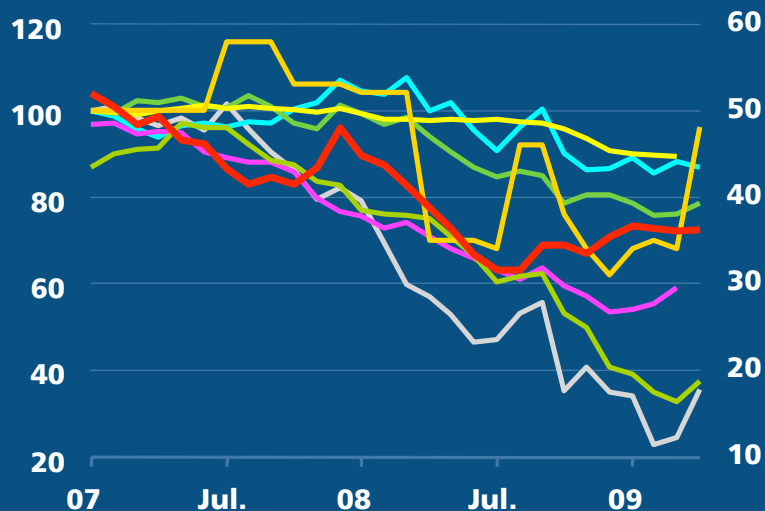
Percepción Económica

(índices de difusión, porcentaje)

Confianza de empresarios (1)



Confianza de consumidores (2)



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

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

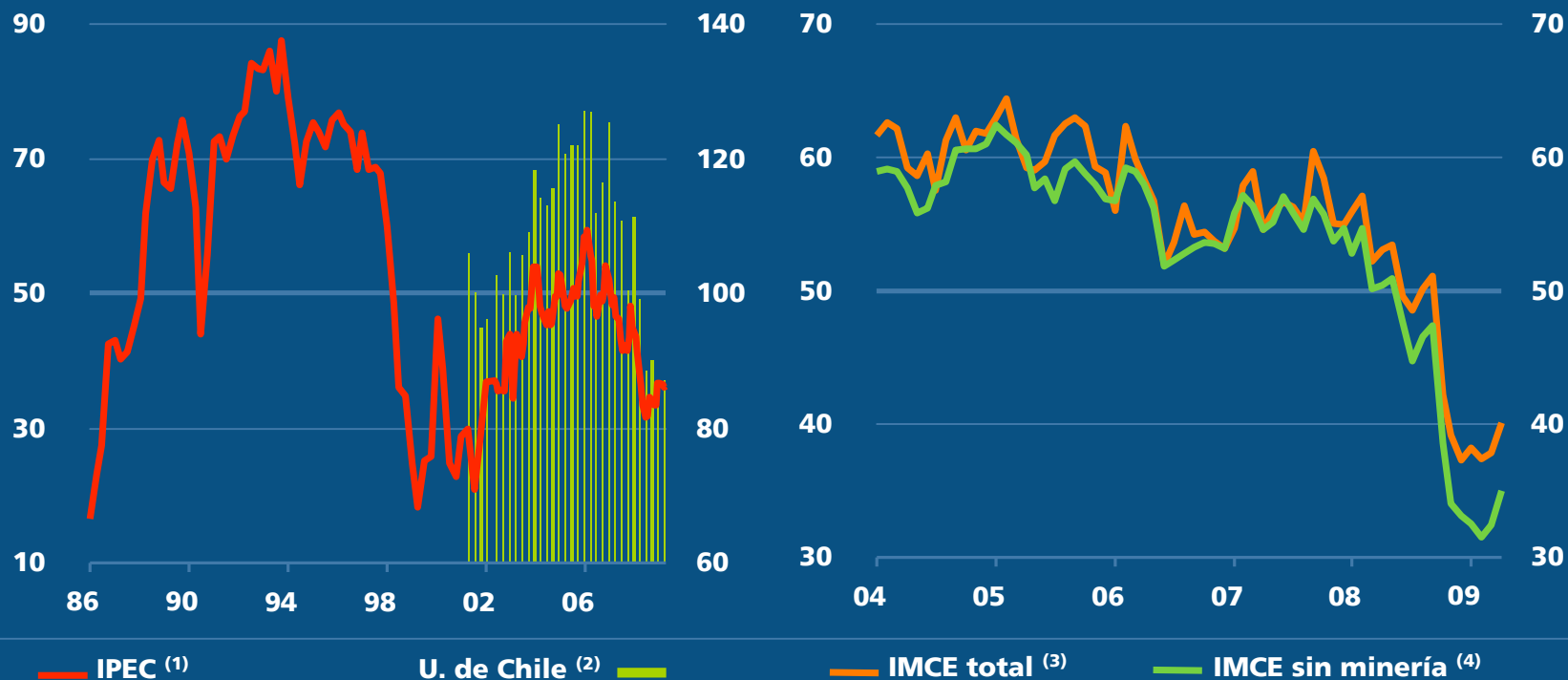
(1) Corea tiene pivote en 100. (2) Las series de Chile, Japón, Rep. Corea y Zona Euro tienen pivote en 50. El resto de las series, son índices con base en enero 2007=100. Para Chile, se utiliza el IPEC de Adimark e IMCE de Universidad Adolfo Ibañez/ICARE.

Fuentes: Adimark, Bloomberg e ICARE/Universidad Adolfo Ibañez.

En Chile, los indicadores de expectativas también dan cuenta de este deterioro en las perspectivas y la mayor incertidumbre general.



Expectativas de Consumidores y Empresarios



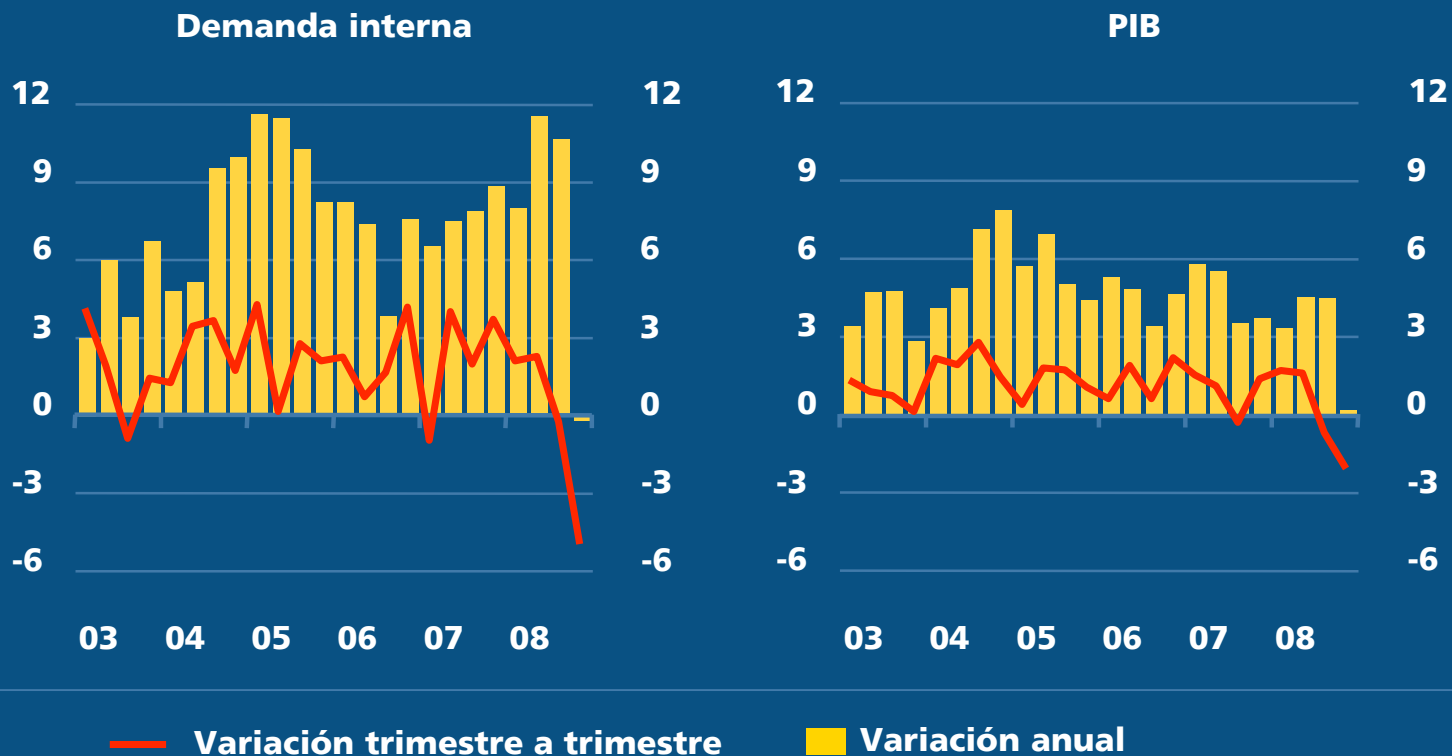
(1) Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo). Previo a enero del 2003 el índice era de frecuencia trimestral a partir de esa fecha se publica mensualmente. (2) Índice marzo 2001 = 100. (3) Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica expectativas positivas (negativas). (4) Corresponde al promedio ponderado de tres indicadores de confianza sectorial: Industria manufacturera, Comercio y Construcción.

Fuentes: Adimark, Universidad de Chile e ICARE/Universidad Adolfo Ibáñez.

Internamente, la actividad y la demanda interna experimentaron un significativa caída en el último trimestre del 2008.



PIB y Demanda Interna (porcentaje)



II.2 Actividad, Demanda Agregada y Empleo

- Es posible que el deterioro de las expectativas y la mayor incertidumbre expliquen una parte significativa de lo sucedido en Chile a fines del 2008.
- La caída en el nivel de la demanda interna supera largamente lo que ha sucedido con el PIB, y no puede explicarse en su totalidad a partir de la evolución de las variables macroeconómicas que se analizan habitualmente.
- El vínculo interno con la crisis mundial se ha dado a través de la reacción de las expectativas de empresas y personas al incierto panorama global.

II.2 Actividad, Demanda Agregada y Empleo

- Esta es la respuesta natural de una economía integrada al mundo como la chilena, en que una crisis externa de la envergadura de la observada lleva a los agentes a postergar sus decisiones financieras, de gasto y de inversión, a la espera de mayor claridad respecto del panorama global de mediano plazo.
- Aunque en menor medida, la caída de la demanda interna también responde a un componente de ajuste cíclico, que fue acelerado y profundizado por el agravamiento de la crisis financiera en los mercados desarrollados.

III.3 Precios y Costos



La inflación efectiva y las perspectivas inflacionarias se han reducido de modo importante.



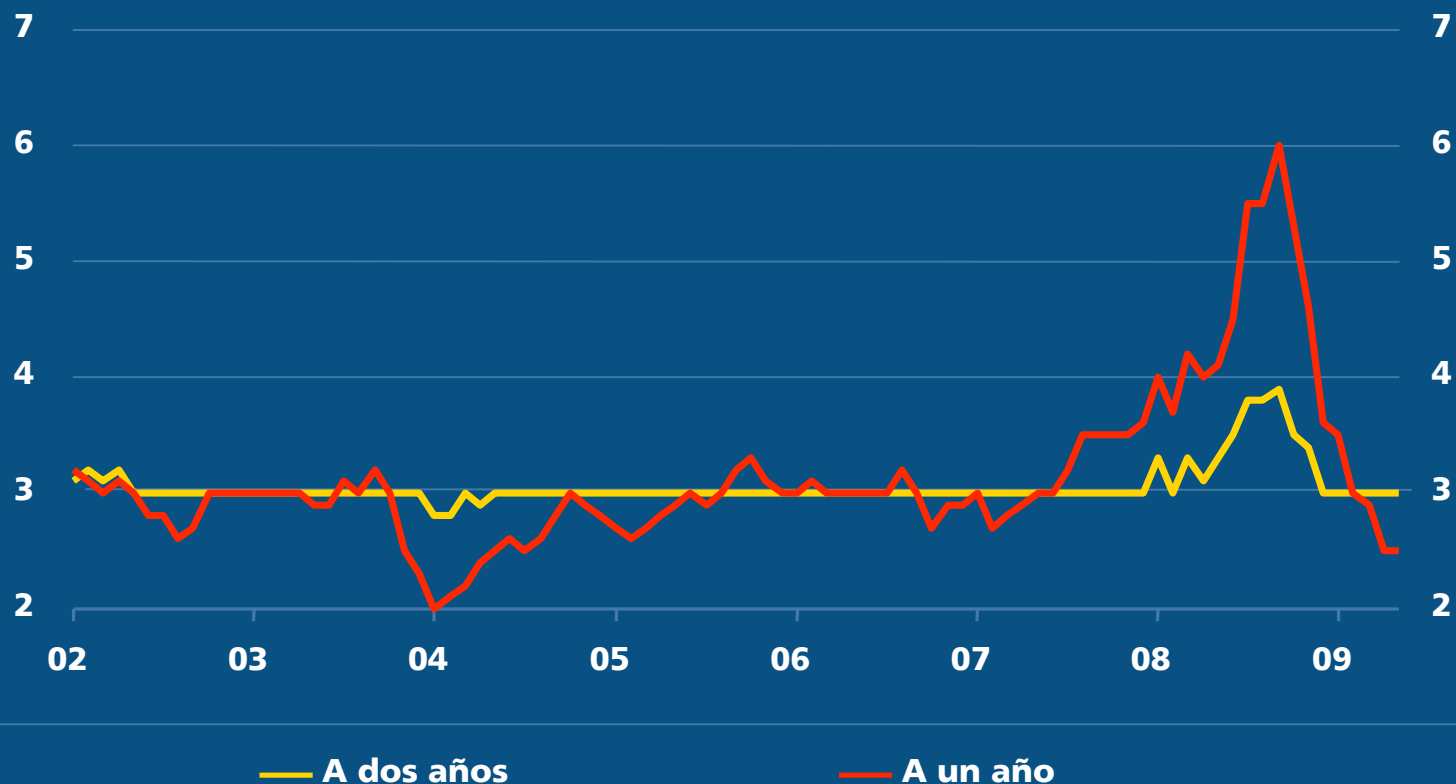
Inflación (variación anual, porcentaje)



Y las expectativas de inflación también se han reducido y están ancladas en torno a la meta en el horizonte de dos años.



EEE: Expectativas de Inflación (porcentaje)

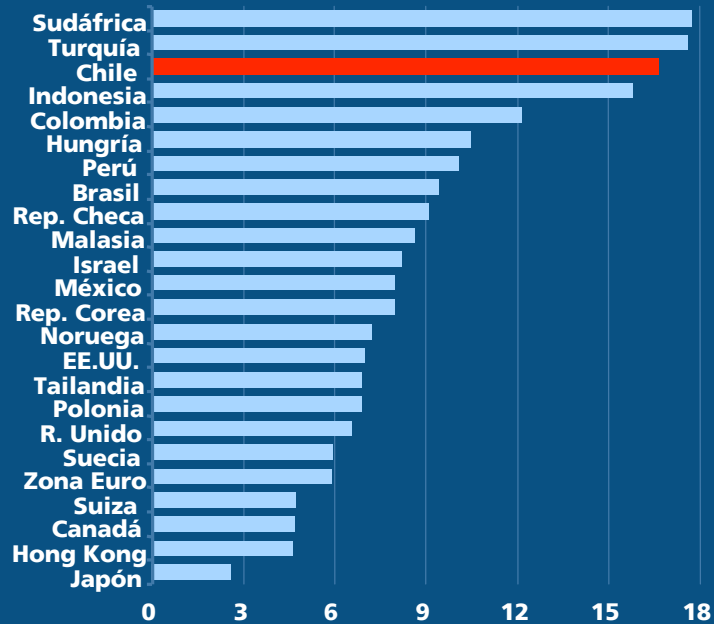


La rápida caída de la inflación en Chile refleja el elevado nivel de traspaso de los cambios en los precios externos hacia el mercado nacional.

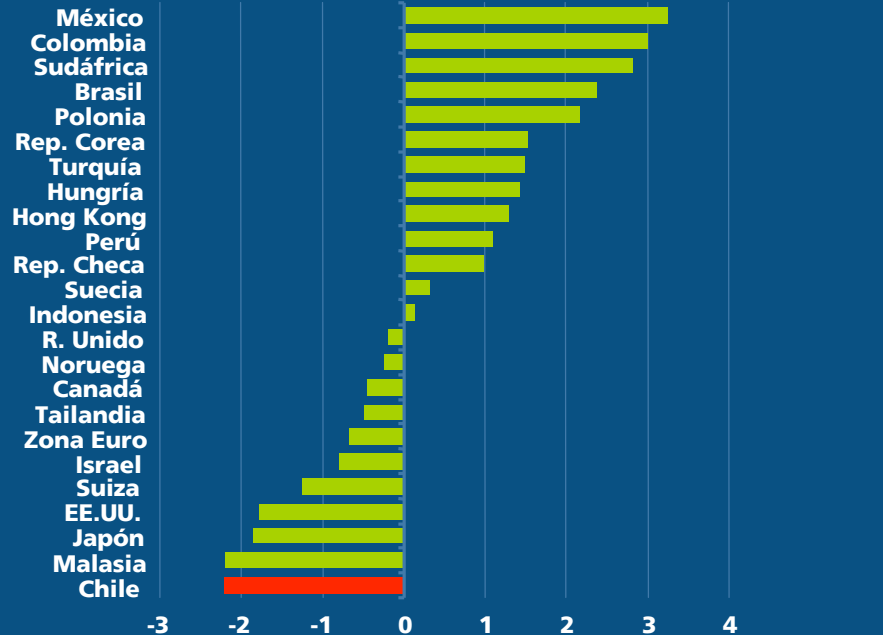


Variación Acumulada del IPC por País

(porcentaje)



Entre enero del 2007 y octubre del 2008



Entre octubre del 2008 y marzo/abril del 2009 (*)

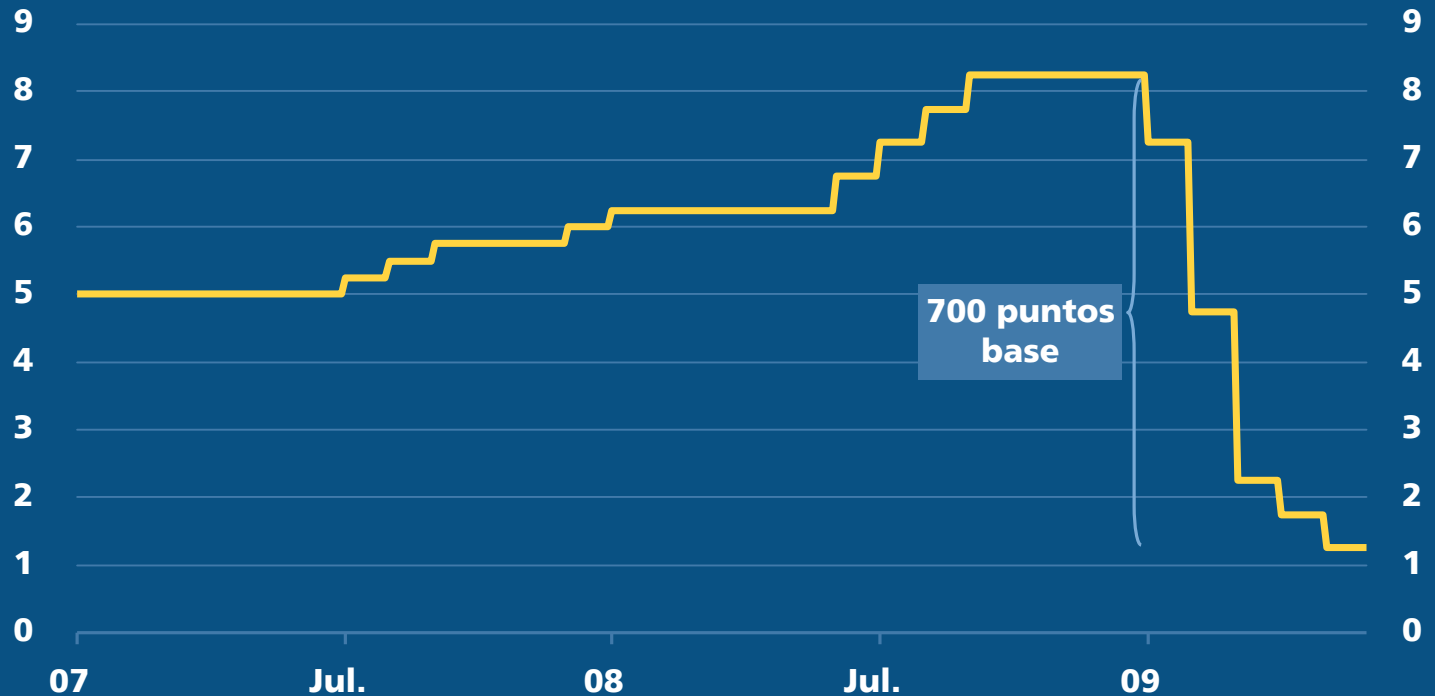
(*) Corresponde a abril para Brasil, Chile, Colombia, Indonesia, México, Perú, Rep. Corea, Suiza, Tailandia y Turquía.

Fuentes: Oficinas de estadísticas de cada país y Bloomberg.

El Consejo, acorde con este escenario, incrementó el impulso monetario y redujo la TPM en 700 puntos base entre enero y mayo.



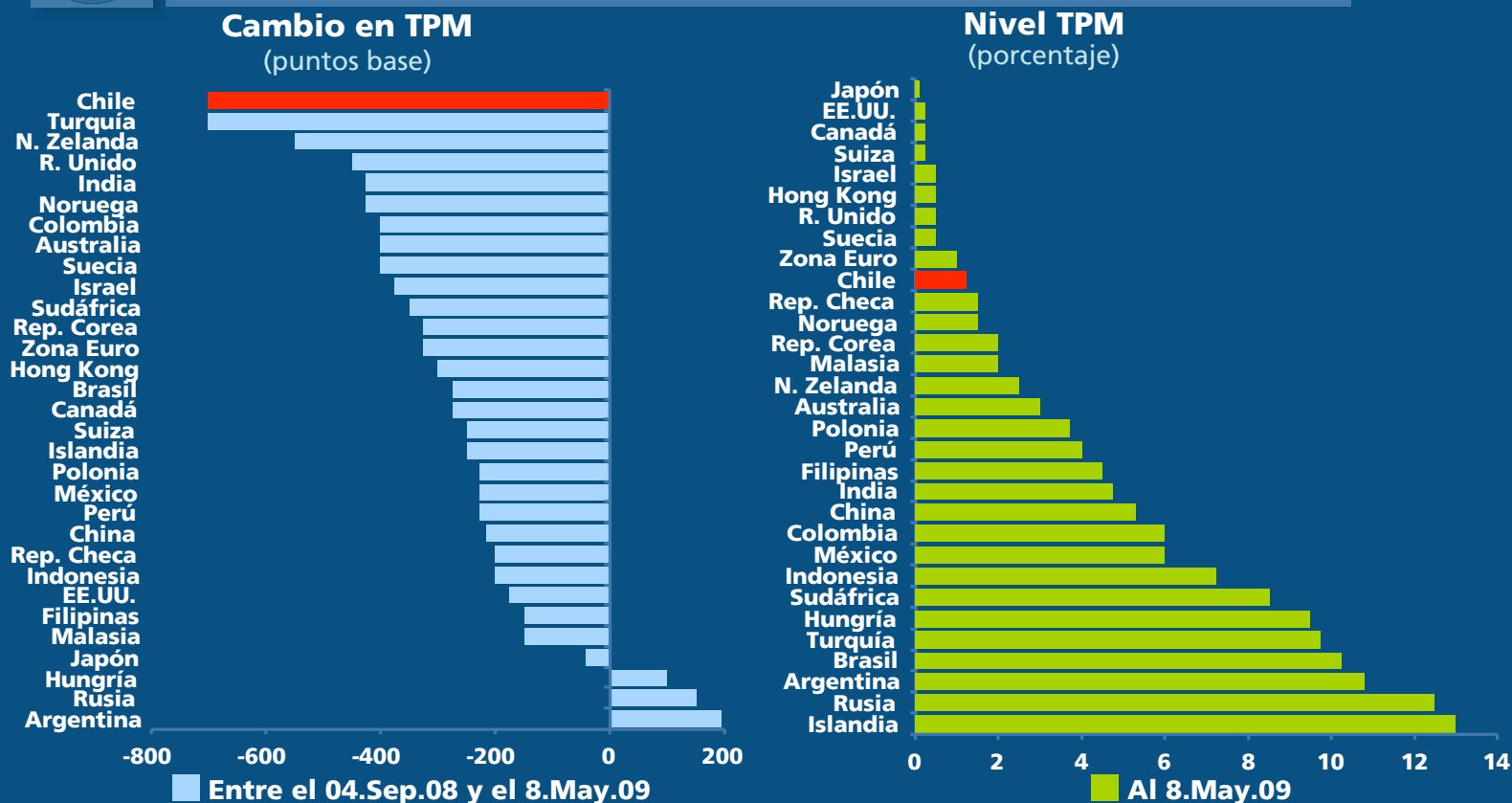
Tasa de Política Monetaria (porcentaje)



Así, la TPM está hoy en su mínimo histórico y en el nivel más bajo entre las economías emergentes.



Tasa de Política Monetaria



IV. Perspectivas Futuras



Para el 2009, el Consejo prevé que el crecimiento del PIB estará en un rango entre -0,75 y 0,25%, con un balance de riesgos que está sesgado a la baja.



Crecimiento Económico y Cuenta Corriente

(variación anual, porcentaje)

	2007	2008	2009 (f)
PIB	4,7	3,2	-0,75 a 0,25
Ingreso nacional	7,1	3,8	-2,8
Demanda interna	7,8	7,4	-4,7
Formación bruta de capital fijo	12,0	19,5	-14,3
Consumo total	7,1	4,2	0,2
Exportaciones de bienes y servicios	7,6	3,1	-1,7
Importaciones de bienes y servicios	14,9	12,9	-10,6
Cuenta corriente (% del PIB)	4,4	-2,0	-1,8

(f) Proyección.

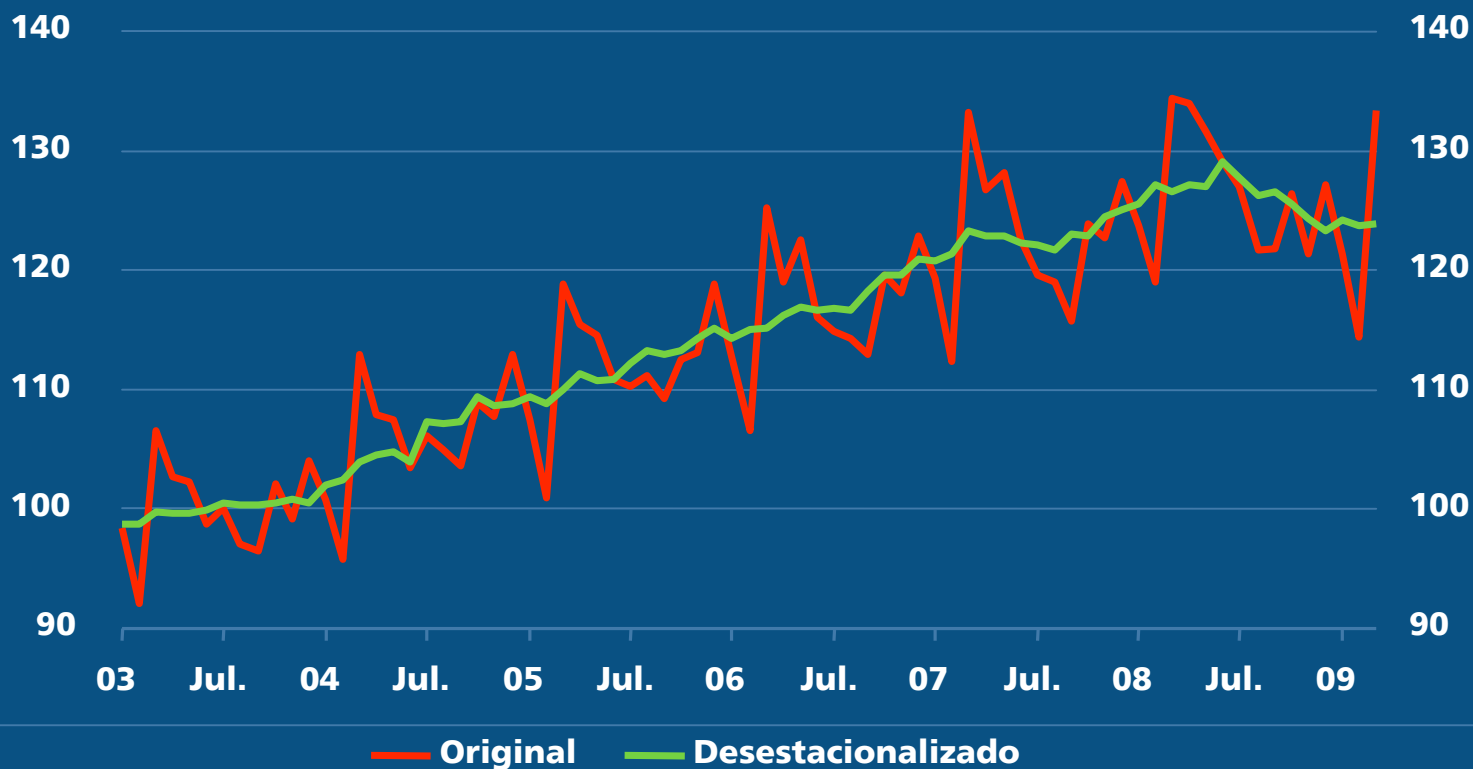
Fuente: Banco Central de Chile.

Este escenario considera que la actividad tendrá variaciones anuales negativas al menos todo este trimestre, aunque su nivel ya no siga cayendo.



Indicador Mensual de Actividad Económica

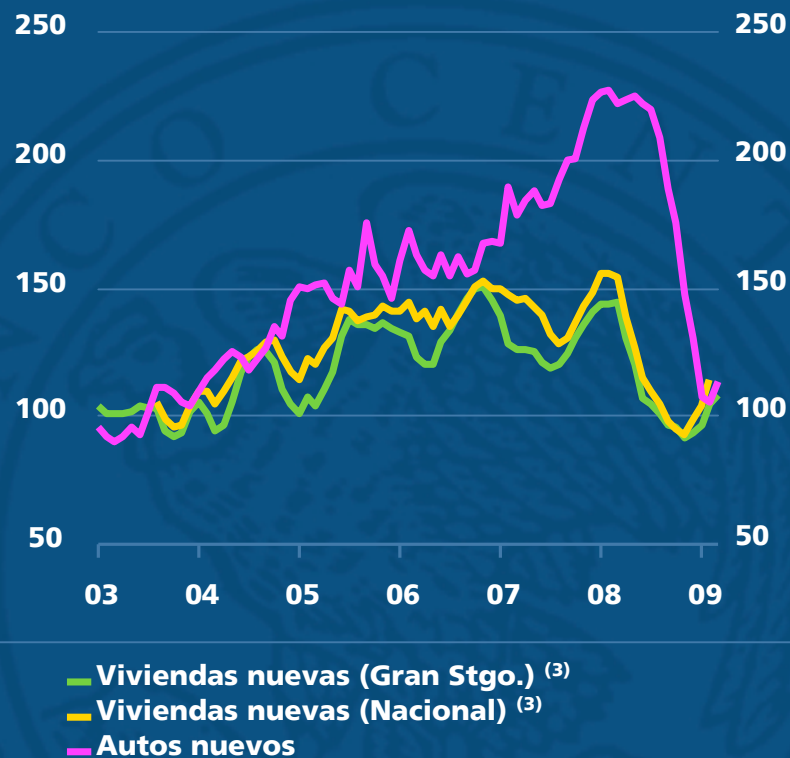
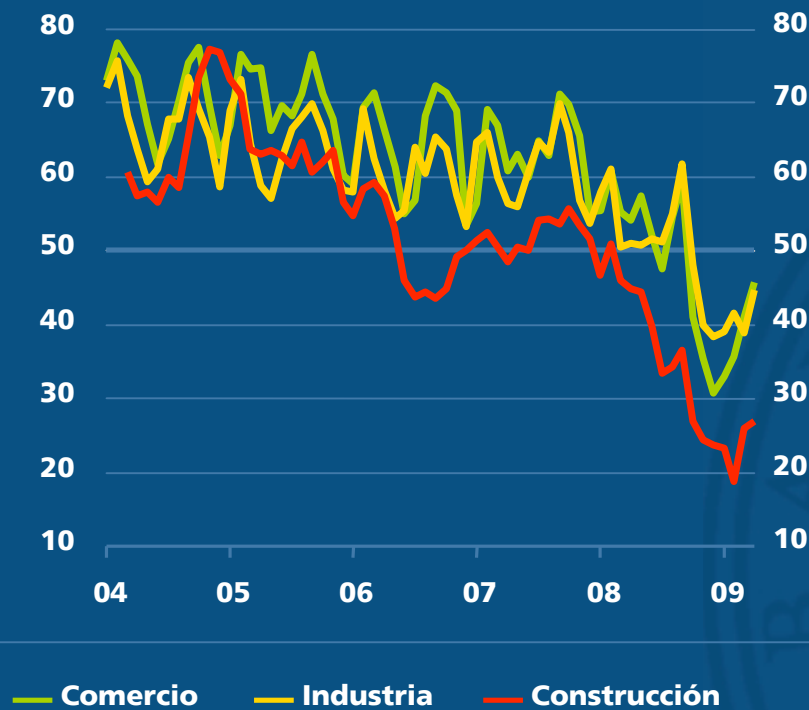
(índice 2003=100)



Algunos indicadores de expectativas, actividad y demanda ya muestran aumentos o estabilidad en el margen.

Expectativas de Ventas y Nivel de Actividad (IMCE) ⁽¹⁾

Ventas de Viviendas Nuevas y Autos ⁽²⁾ (índice 2003=100)



(1) Un valor sobre (bajo) 50 indica aumentará (disminuirá); (2) Series desestacionalizadas; (3) Vendidas en el trimestre móvil.
Fuente: Asociación Nacional Automotriz de Chile (ANAC), Banco Central de Chile, Cámara Chilena de la Construcción (CChC) e ICARE/Universidad Adolfo Ibáñez.

No obstante, el desempleo está aumentando y puede seguir haciéndolo, a pesar de que la actividad comience a recuperarse.

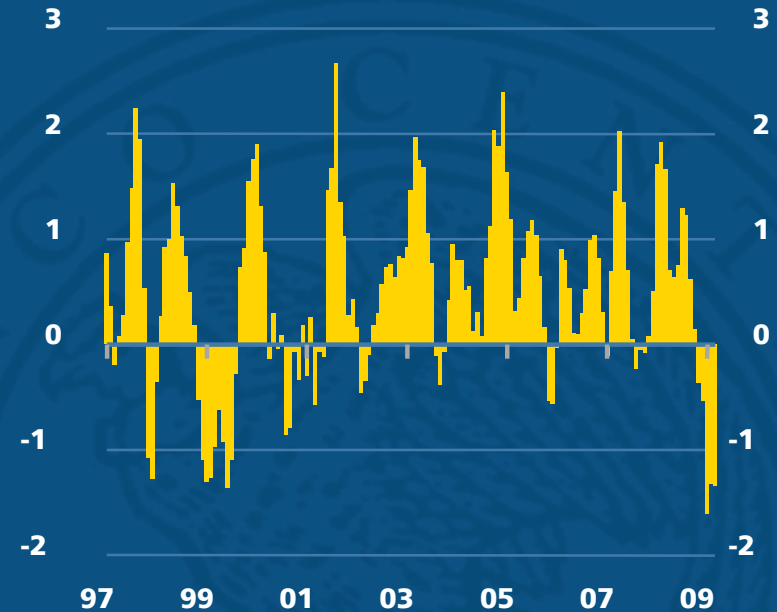
Tasa de Desempleo



— Original
— Desestacionalizada

Empleo Nacional

(velocidad de expansión, porcentaje)



En el escenario base, la inflación seguirá bajando en los próximos trimestres, para converger a 3% hacia fines del horizonte de proyección, con un balance de riesgos balanceado.



Proyección de Inflación

(variación anual, porcentaje)

	2008	2009 (f)	2010 (f)	2011 (f)
Inflación IPC promedio	8,7	2,3	1,5	
Inflación IPC diciembre	7,1	0,6	2,3	
Inflación IPC en torno a 2 años (*)				3,0
Inflación IPCX promedio	8,4	3,7	1,1	
Inflación IPCX diciembre	8,7	0,5	2,2	
Inflación IPCX en torno a 2 años (*)				2,9
Inflación IPCX1 promedio	7,8	3,8	1,0	
Inflación IPCX1 diciembre	7,9	1,0	2,2	
Inflación IPCX1 en torno a 2 años (*)				3,0

(f) Proyección.

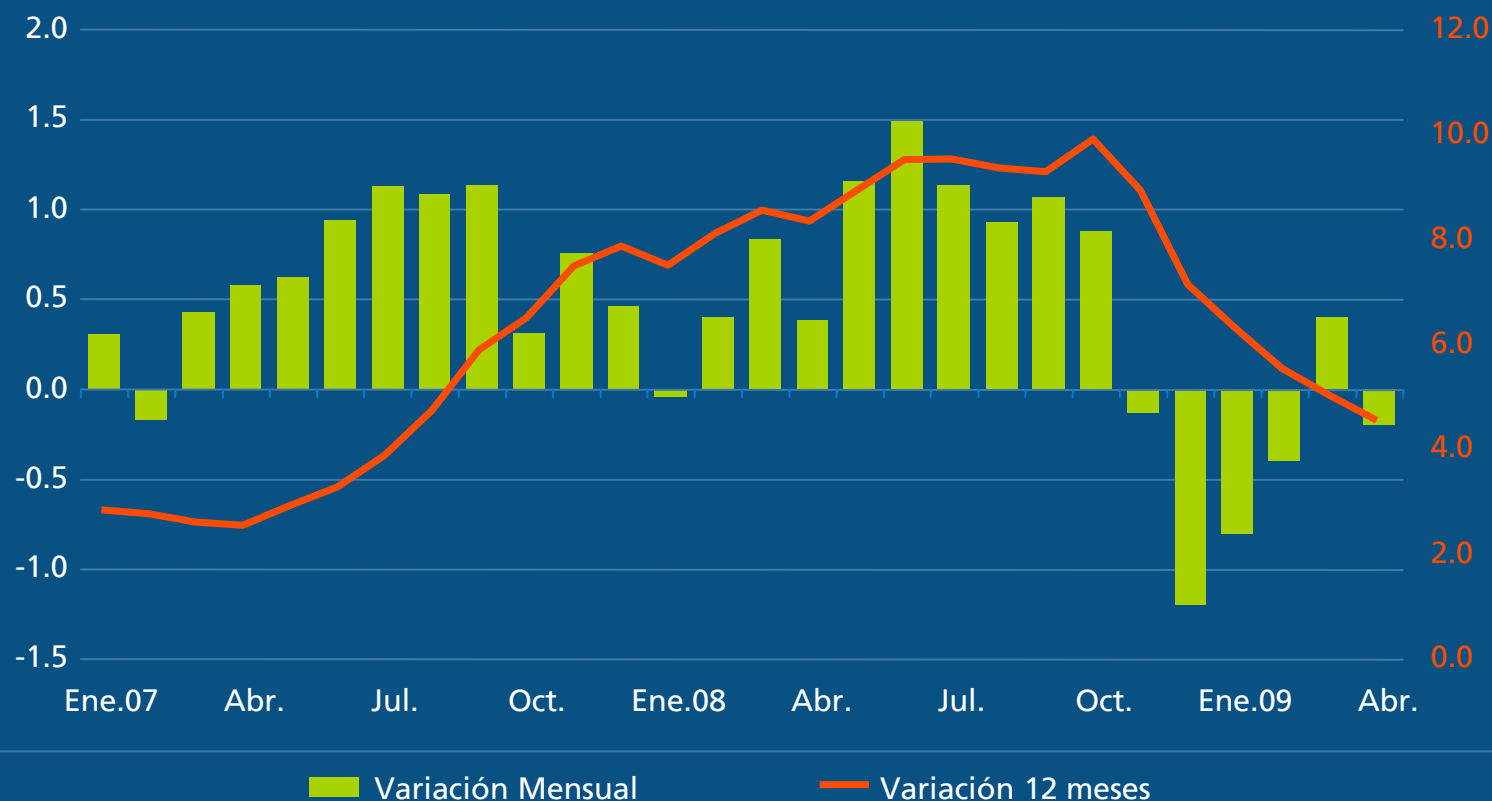
(*) Correspondiente a la inflación proyectada para el segundo trimestre del 2011. (2) Inflación IPC a 12 y 24 meses a junio

Fuente: Banco Central de Chile.

Entre fines de este año y comienzos del 2010 la inflación anual del IPC tendrá importantes vaivenes, incluso será negativa en algunos meses del 2009.



Inflación Mensual y Anual del IPC (porcentaje)

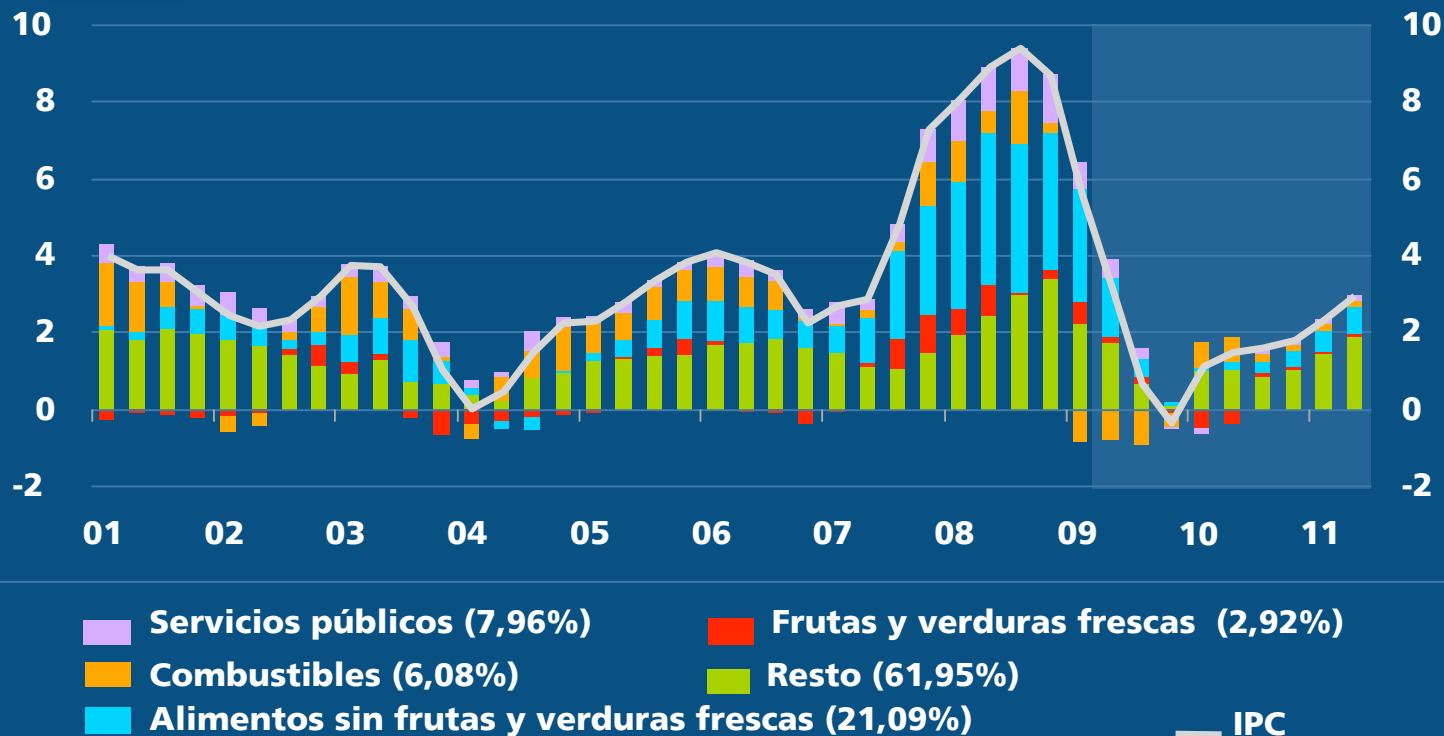


La trayectoria de la inflación en el mediano plazo es el reflejo de las menores presiones inflacionarias, en especial del aumento de las holguras de capacidad.



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

(puntos porcentuales)



(1) El área gris, a partir del segundo 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.

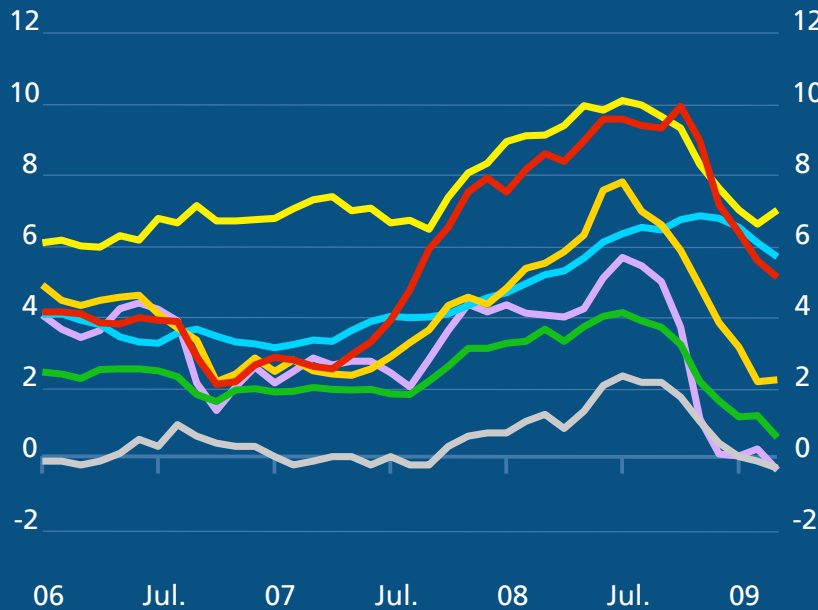
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

La reducción en las perspectivas de inflación es un fenómeno global, por el deterioro en la demanda mundial y las mayores holguras de capacidad presentes.

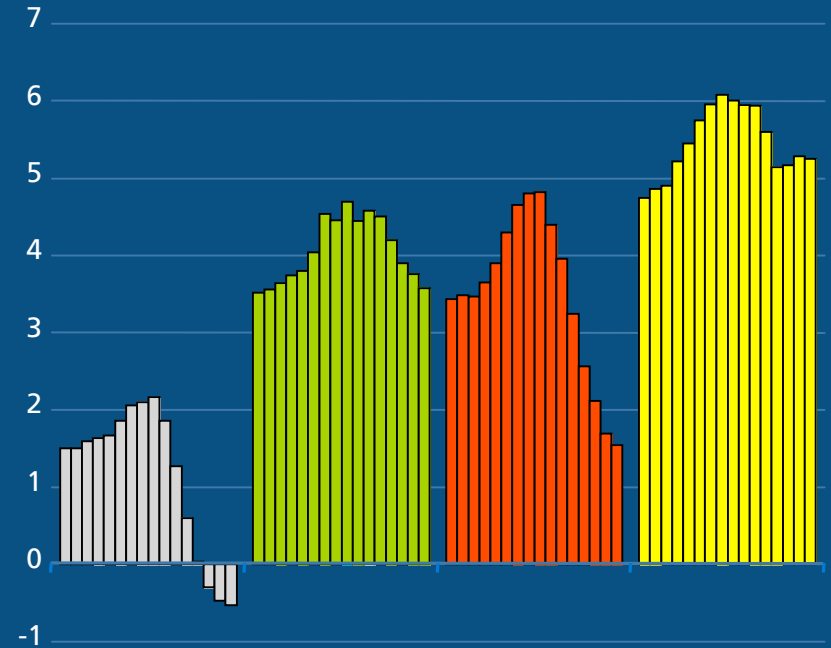


Inflación y Expectativas de Inflación por Área Económica⁽¹⁾

(variación real anual, porcentaje)



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



Economías Desarrolladas América Latina Asia Europa del Este

El escenario base utiliza como supuesto un aumento gradual en el precio de los productos básicos y la inflación externa en dólares hacia el 2010.



Principales Supuestos del Escenario Internacional

	2008	2009 (f)				2010 (f)			
		Sep.08	Nov.08	Ene.09	May.09	Sep.08	Nov.08	Ene.09	May.09
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	100	116	70	50	52	115	80	60	64
Precio del cobre BML (US\$cent/libra)	316	310	165	150	180	300	190	160	185
Términos de intercambio (var. anual, %)	-15,0	-7,2	-18,2	-19,1	-13,5	-4,3	-2,5	-2,0	-3,8
Precios externos, en US\$ (var. anual, %)	12,0	3,3	0,5	-0,8	-5,7	2,8	4,8	5,5	7,0

(f) Proyección.

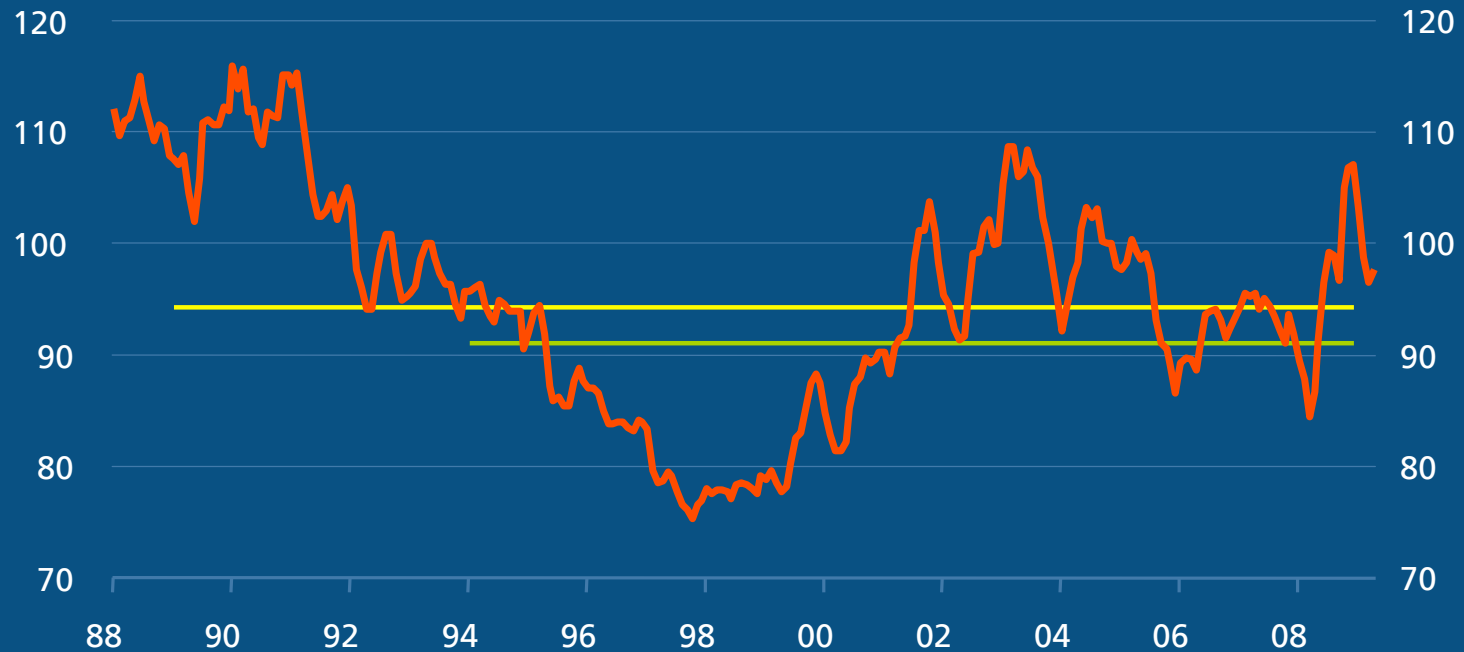
Fuente: Banco Central de Chile.

Otro supuesto metodológico es que el TCR se ubicará en el largo plazo en niveles similares a los observados en las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM.



Tipo de Cambio Real

(índice, 1986=100)



— TCR

— Promedio 1989-2008

— Promedio 1994-2008

El escenario base supone que los salarios tendrán reajustes en línea con el descenso de la inflación, las mayores holguras de capacidad y la dinámica del empleo.



Salarios Nominales

(variación anual, porcentaje)



— Costo Mano Obra — IREM — Salarios AChS

V. Política Monetaria y Riesgos

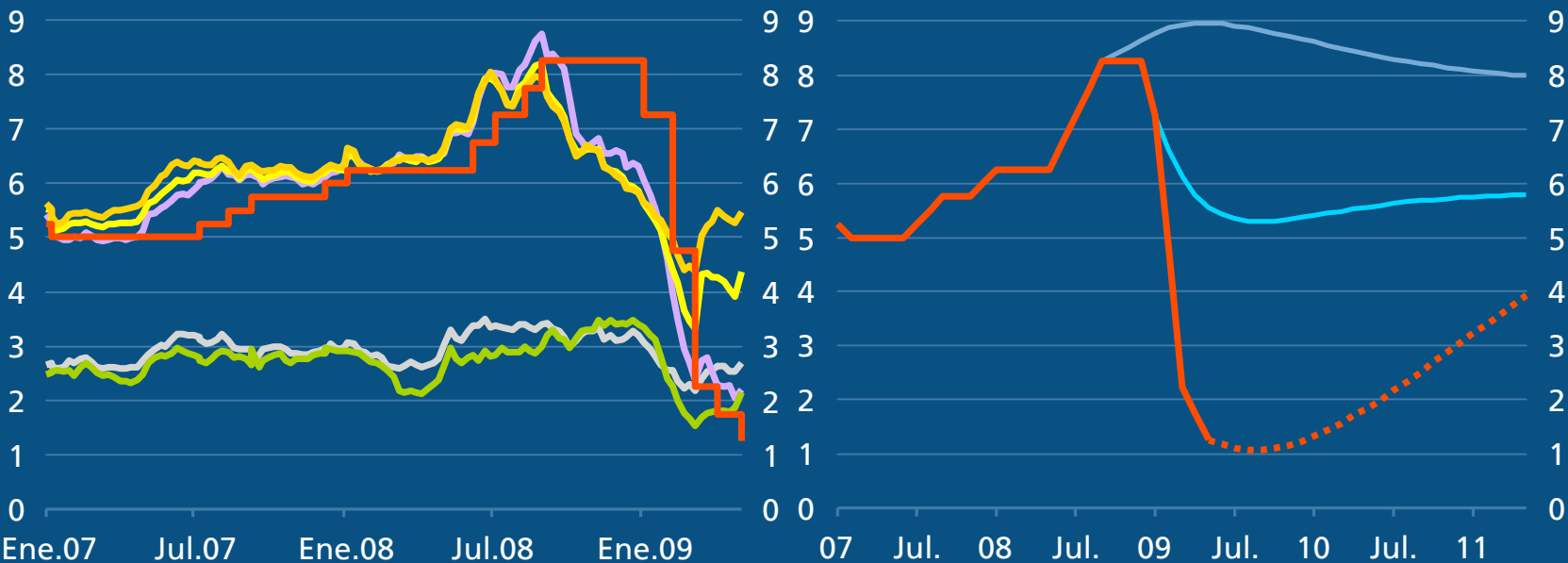


El IPoM utiliza como supuesto de trabajo que en el corto plazo, la TPM seguirá una trayectoria similar a la que se deduce de los precios de los activos financieros del 8 de mayo del 2009. Al final del horizonte de proyección, la TPM se ubica por debajo de lo que se infiere de estos precios.



TPM, Tasas de Documentos del Banco Central y Curva Forward
(1)

(porcentaje)



TPM
BCP-2
BCP-5
BCU-5
BCU-10
BCP-10

TPM
IPoM Sep.08
IPoM May.09 (2)
IPoM Ene.09

(1) Gráfico de la izquierda corresponde a promedios semanales. (2) Calculada con precios de activos financieros del 8 de mayo de 2009.
Fuente: Banco Central de Chile.

V. Política Monetaria y Riesgos

- Este es un supuesto de trabajo que no compromete la política monetaria futura, la que se ajustará a los cambios en el escenario macroeconómico en coherencia con el cumplimiento de la meta de inflación.
- Como se indicó, la razón principal tras el ajuste de la actividad y de la demanda en Chile ha sido la crisis mundial, y el vínculo más próximo entre ésta y la macroeconomía local se ha dado a través de la reacción de las expectativas de empresas y personas al incierto panorama global.
- De ahí que una parte significativa de los riesgos en torno al escenario base dependen de cuál sea la evolución que efectivamente muestre el panorama económico global, cuyo abanico de riesgos sigue siendo inusualmente alto.

V. Política Monetaria y Riesgos

- Sin embargo, los riesgos respecto de las perspectivas de corto plazo del crecimiento mundial son hoy menos desbalanceados y algo más acotados que en enero.
- En las últimas semanas, han comenzado a visualizarse algunos signos de que la crisis en las economías desarrolladas podría estar estabilizándose.
- Si ello es una indicación de que la incertidumbre se está despejando, podría observarse un repunte más generalizado de la actividad y la demanda global en el corto plazo.
- No obstante, es posible que estas señales sean solo una etapa más dentro de la volatilidad que los mercados han mostrado.

V. Política Monetaria y Riesgos

- Con todo, la evolución de las expectativas de los agentes económicos y su impacto sobre la demanda interna y la actividad tendrá efectos de primer orden en el crecimiento promedio del 2009.
- Así, una mayor sincronía con las economías que ya muestran aumentos en su nivel de actividad podría dar lugar a un escenario de crecimiento más favorable para la economía chilena en el corto plazo.
- Si a lo anterior se suma el impulso de las políticas macroeconómicas y el efecto de las medidas de apoyo al crédito y al mercado laboral, se podría acelerar el repunte de la actividad y la demanda previsto para el segundo semestre.

V. Política Monetaria y Riesgos

- Por cierto también es posible que, en un escenario en que la incertidumbre global continúe sin resolverse, las expectativas de los agentes en el mundo y en Chile no se recuperen y la demanda interna siga débil, evitando o limitando el repunte previsto para la actividad económica nacional.

VI. Conclusiones



VI. Conclusiones

- Si bien ningún país pudo escapar del impacto del colapso financiero de fines del año pasado, la capacidad de recuperación de cada cual estará determinada en gran medida por la fortaleza relativa de su economía.
- Chile debiera estar entre las primeras economías en beneficiarse de los efectos de las políticas expansivas y avanzar hacia una recuperación más temprana y sostenida.
- Estimamos que en el segundo semestre de 2009 la economía chilena debiera estar creciendo a tasas cercanas a su tendencia, gracias a sus sólidos fundamentos y el efecto expansivo de los actuales estímulos macroeconómicos.
- El Consejo reafirma 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

15 MAYO DE 2009

Jorge Desormeaux J.
Vicepresidente

15 Mayo 2009