



# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

## Mayo 2009

Enrique Marshall R.  
Consejero  
Banco Central de Chile



# Agenda

---

- I. Introducción
- II. Escenario macroeconómico
- III. Perspectivas
- IV. Política monetaria y riesgos



# I. Introducción



## El escenario macroeconómico global y chileno se ha deteriorado más de lo previsto en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de enero.

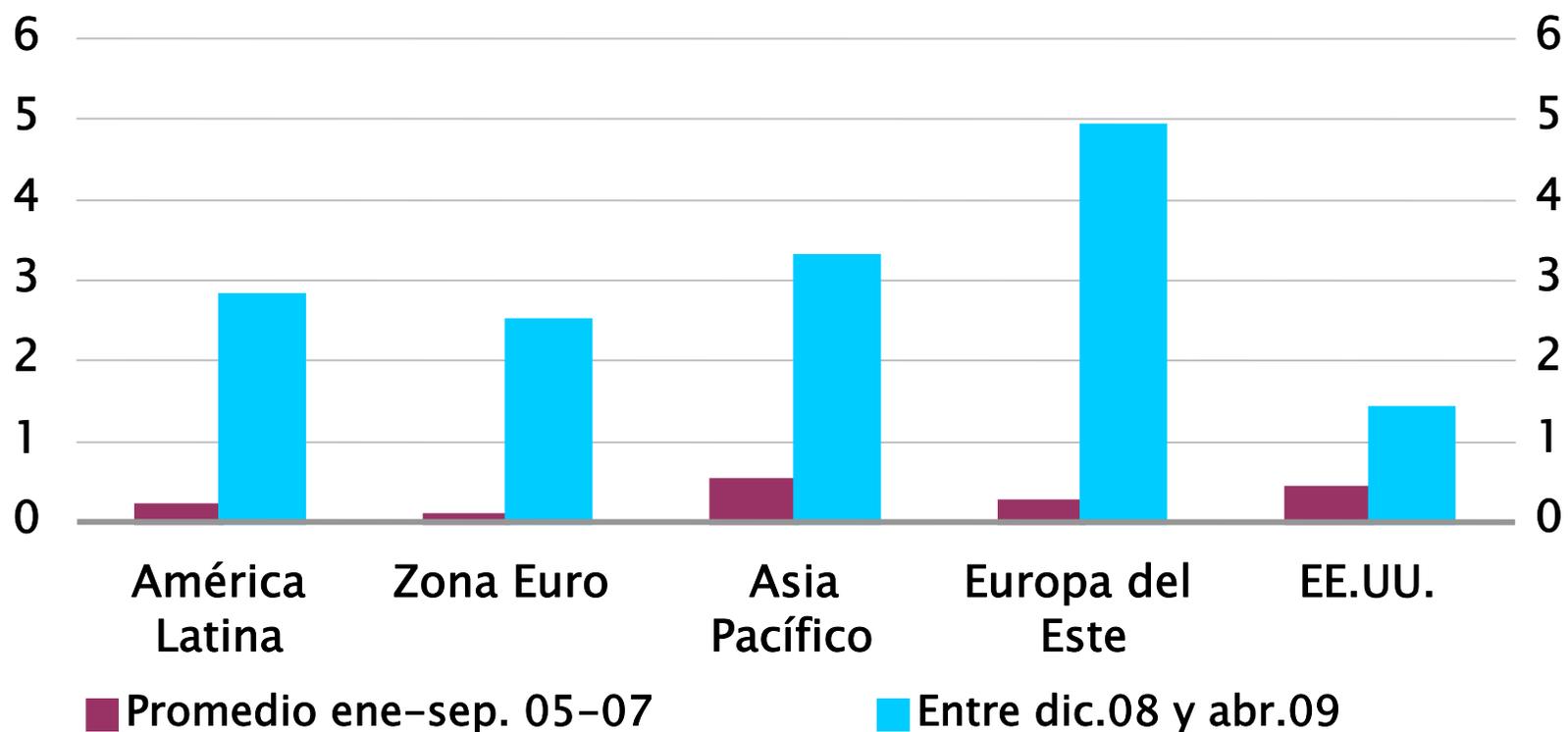
---

- 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.
- El impacto sobre la economía chilena ha sido mayor que lo estimado 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.



# Las proyecciones de crecimiento se han ido ajustando a la baja, especialmente desde diciembre pasado.

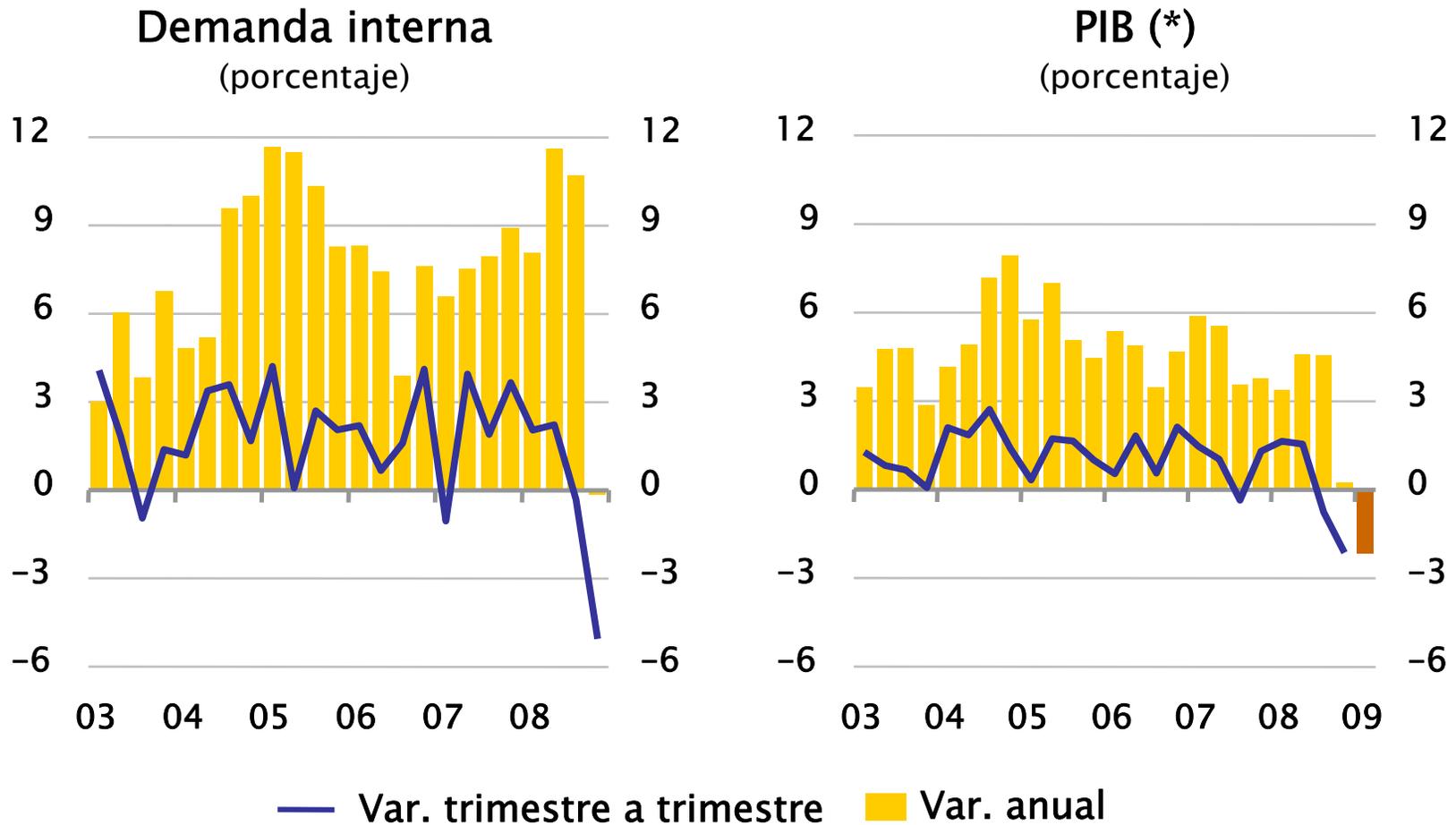
Cambios en proyecciones de crecimiento (\*)  
(valor absoluto, puntos porcentuales)



(\*) Corresponde a proyecciones de Consensus Forecasts en los períodos que se indican.  
Fuente: Consensus Forecasts.



# En Chile, la actividad y la demanda interna tuvieron una significativa caída en el último trimestre del 2008.

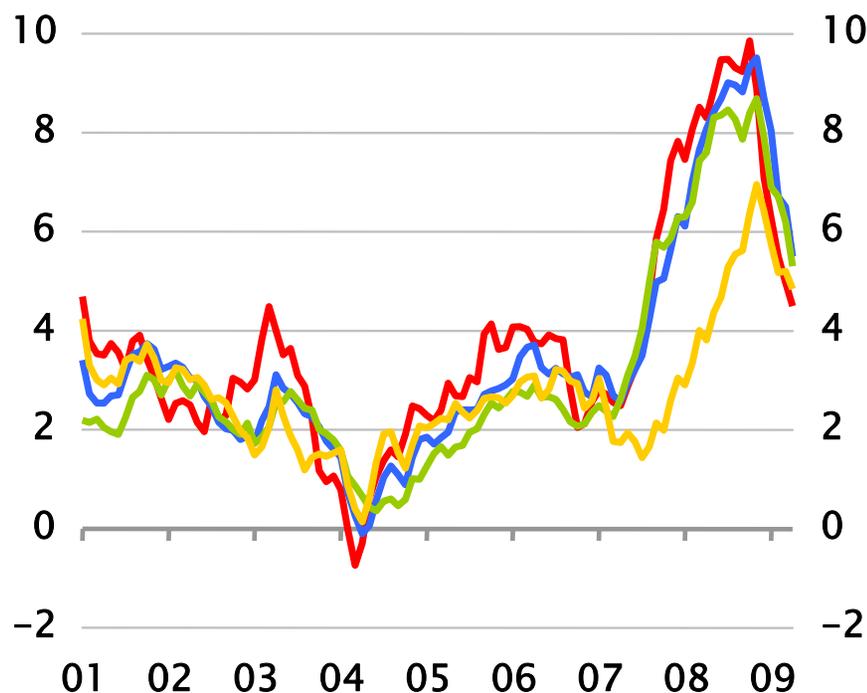


(\*) El PIB del primer trimestre del 2009 corresponde al promedio de los Imacec publicados.  
Fuente: Banco Central de Chile.



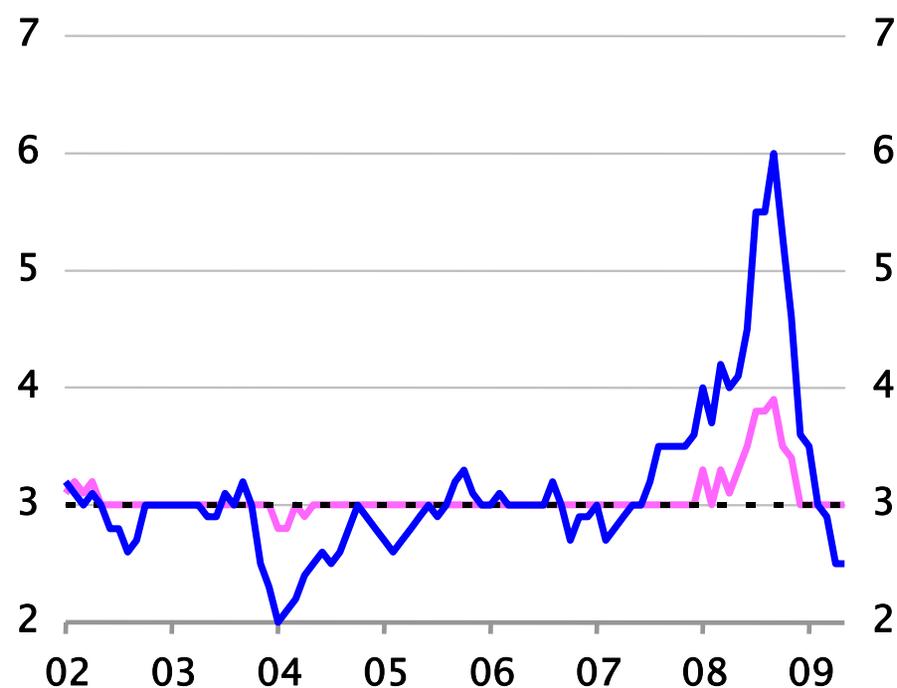
# La inflación efectiva y las perspectivas inflacionarias se han reducido de modo importante.

### Indicadores de inflación (variación anual, porcentaje)



— IPC    — IPCX    — IPCX1  
— IPC sin alimentos y energía

### EEE: Expectativas de inflación (variación anual, porcentaje)



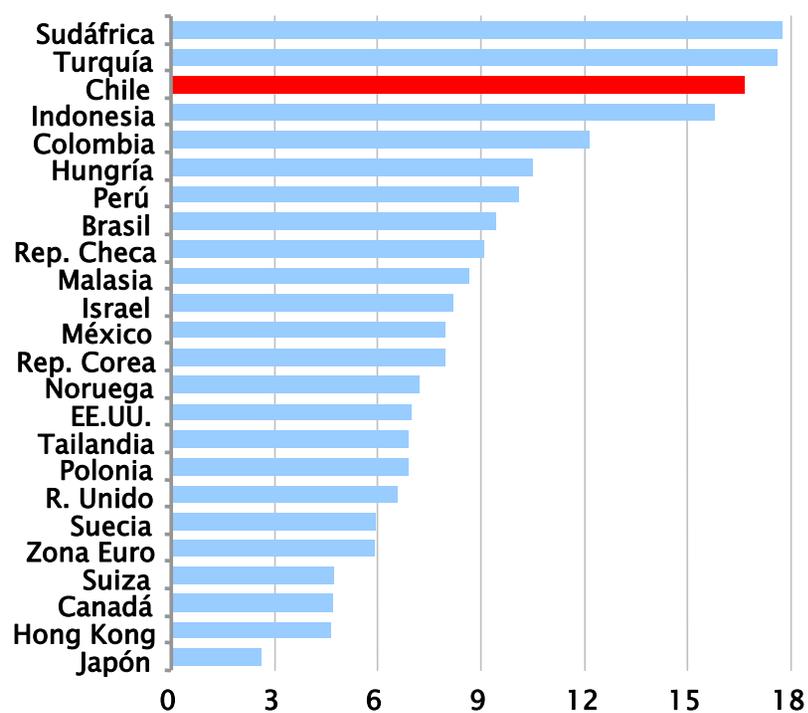
— A dos años    — A un año

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

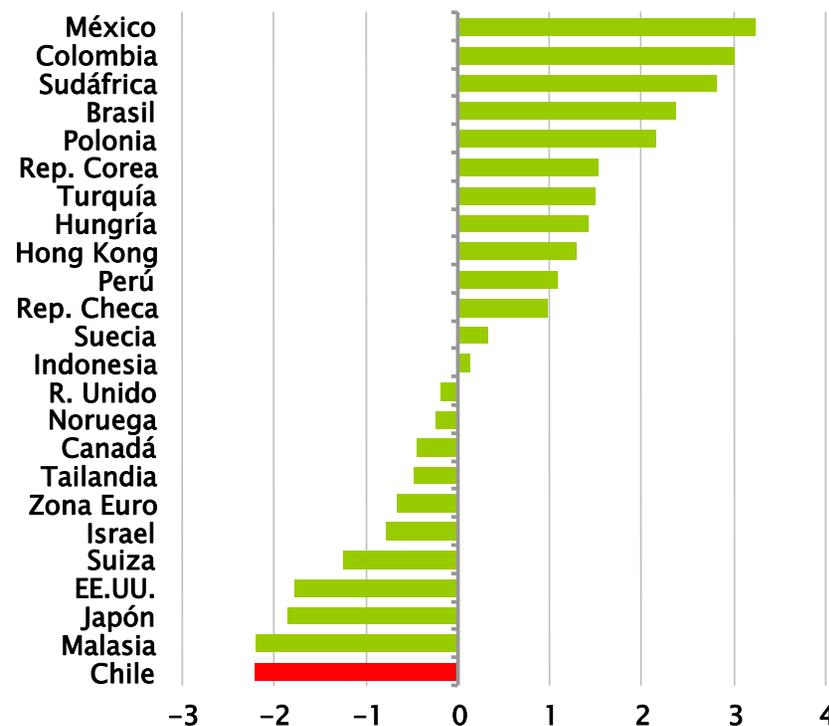


# La rápida caída de la inflación en Chile refleja el elevado nivel de traspaso de los cambios en los precios externos hacia el mercado nacional.

## Variación acumulada del IPC por país (porcentaje)



Entre enero del 2007 y octubre del 2008



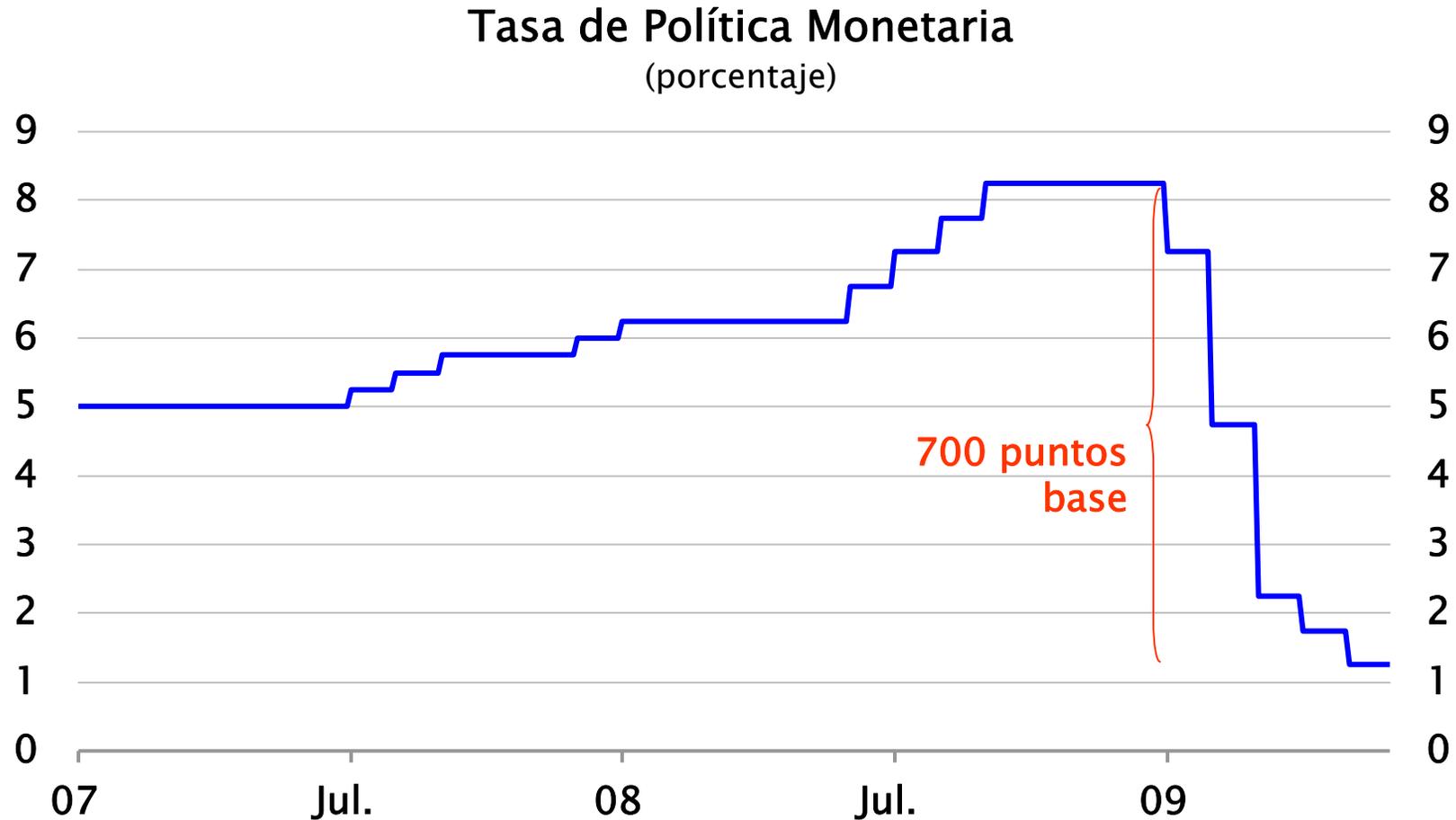
Entre octubre del 2008 y marzo/abril del 2009 (\*)

(\*) 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, ha aumentado el impulso monetario, reduciendo agresivamente la TPM entre enero y mayo y no descarta que sea necesario reducirla nuevamente.

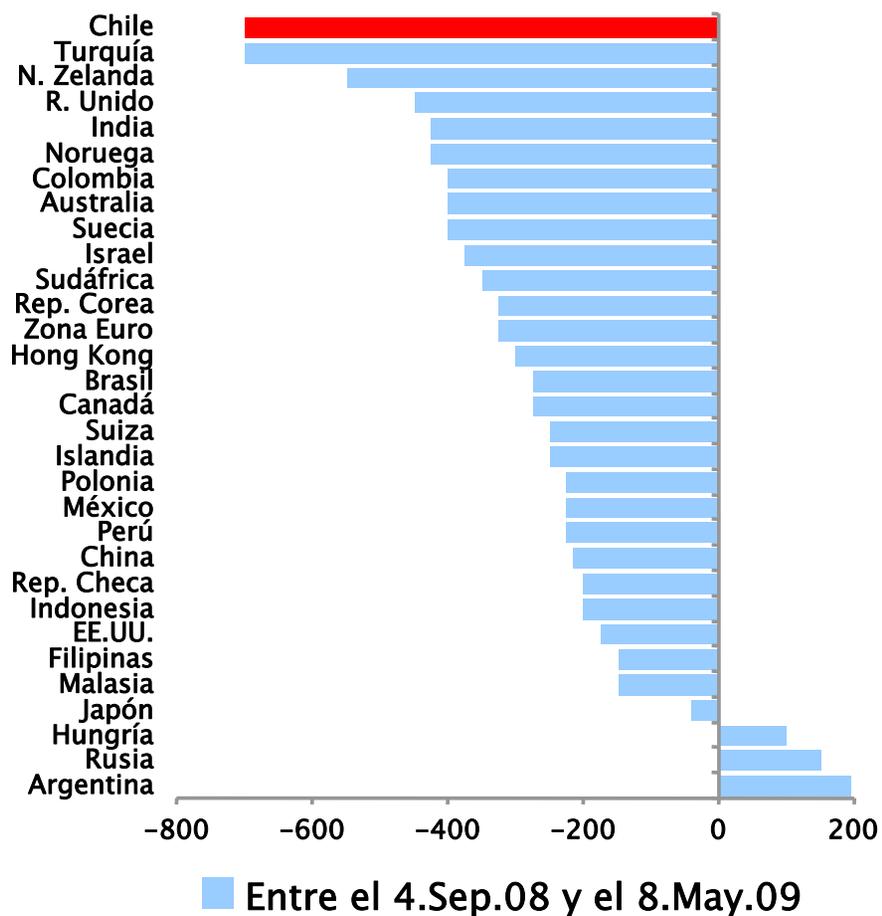


Fuente: Banco Central de Chile.

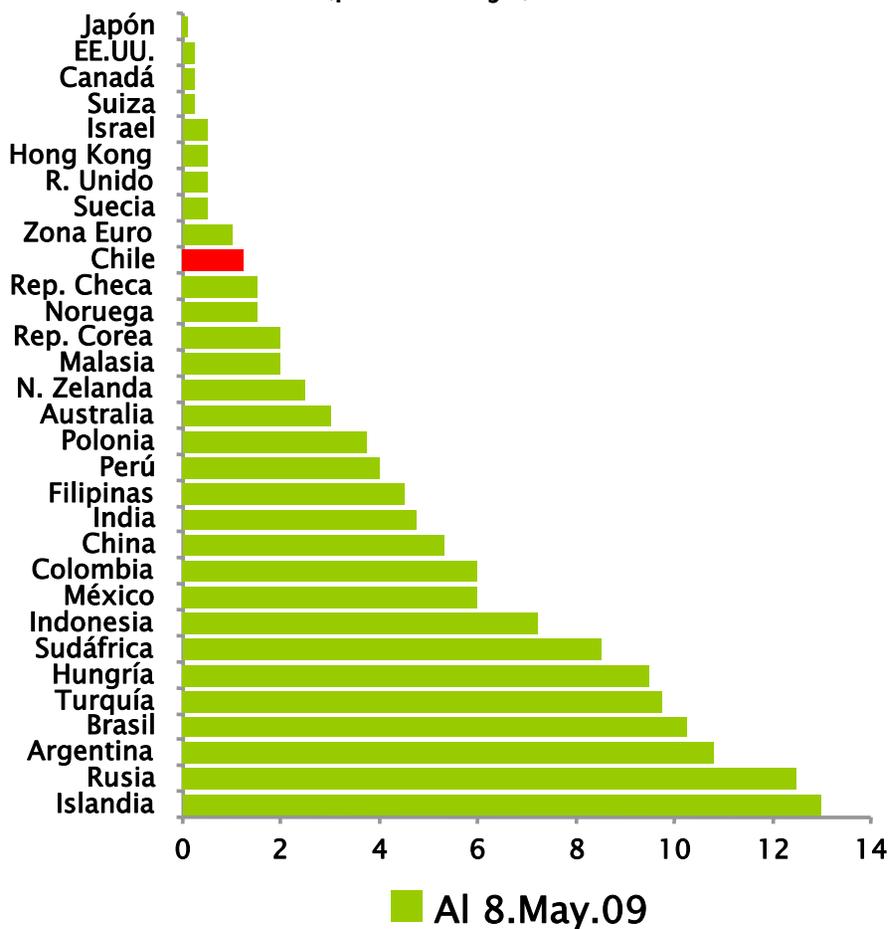


# Así, hoy la TPM está en su mínimo histórico y en el nivel más bajo entre las economías emergentes.

## Cambio en TPM (puntos base)



## Nivel TPM (porcentaje)



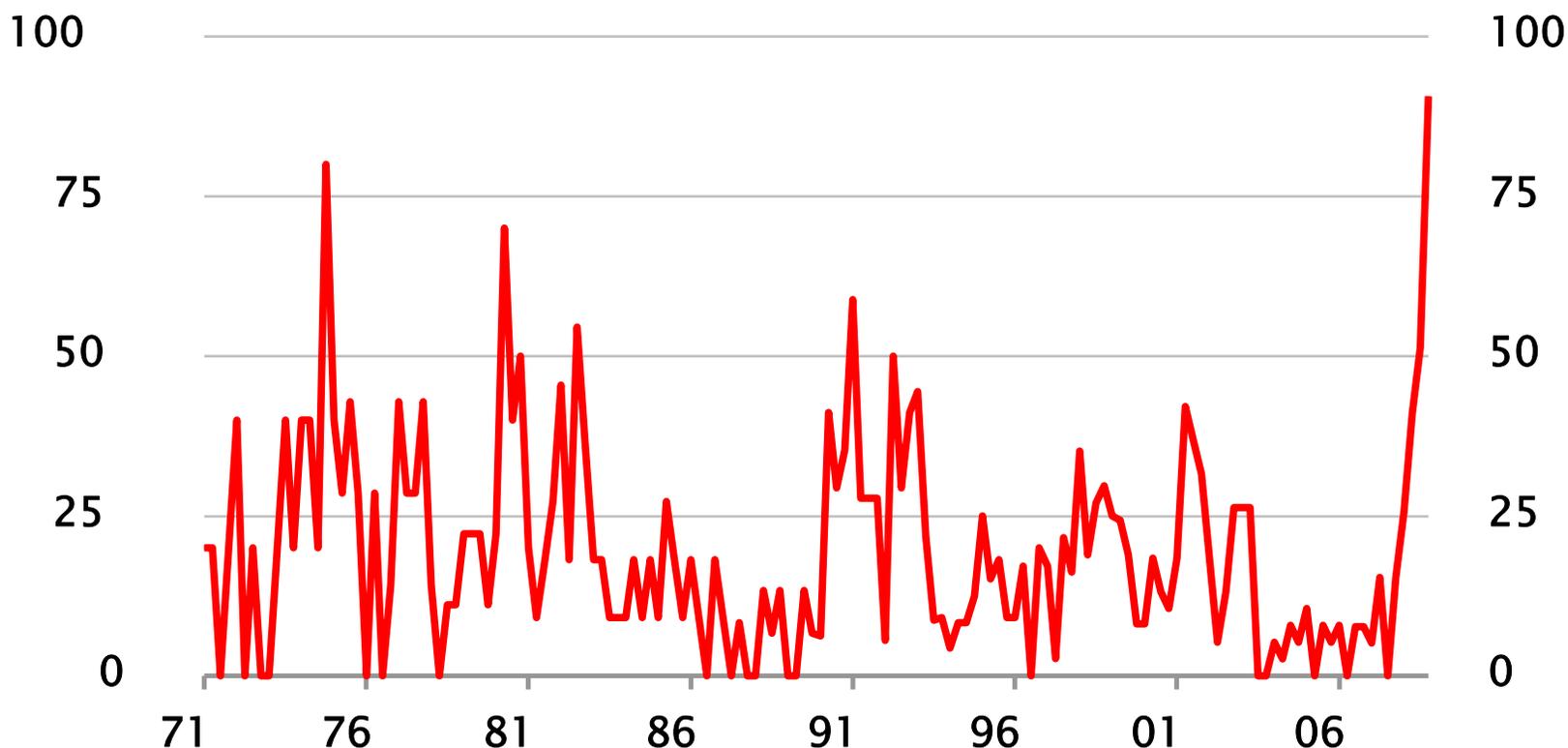


## II. Escenario macroeconómico



## Un aspecto interesante del fenómeno actual ha sido el grado de sincronía en la caída de la actividad, sin distinción entre economías.

Países que registran caída en el PIB real en el cuarto trimestre del 2008 (\*)  
(porcentaje total de la muestra)

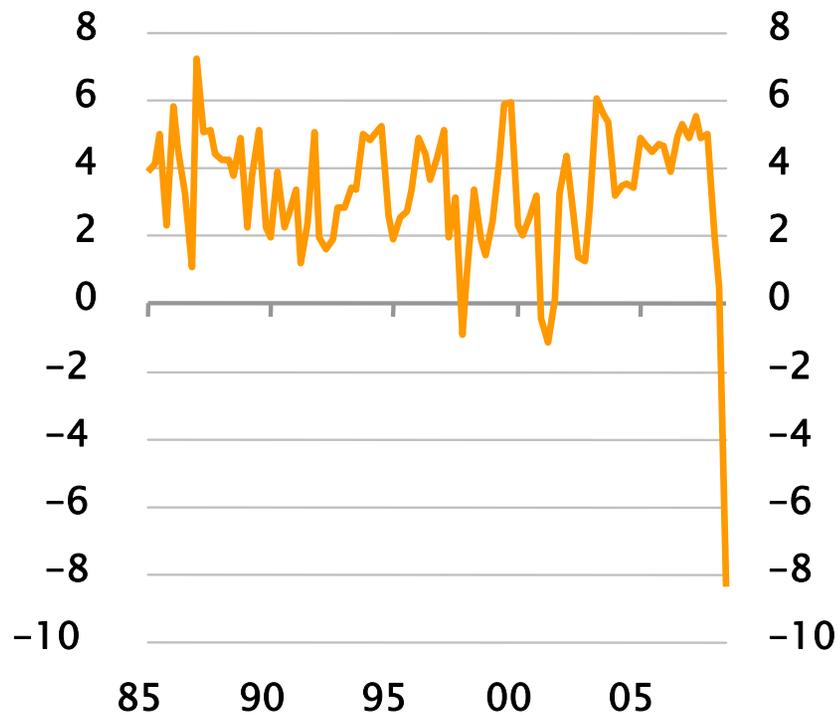


(\*) Se considera el PIB trimestral anualizado para una muestra de 29 países desarrollados y emergentes.  
Fuente: Banco Central de Chile.

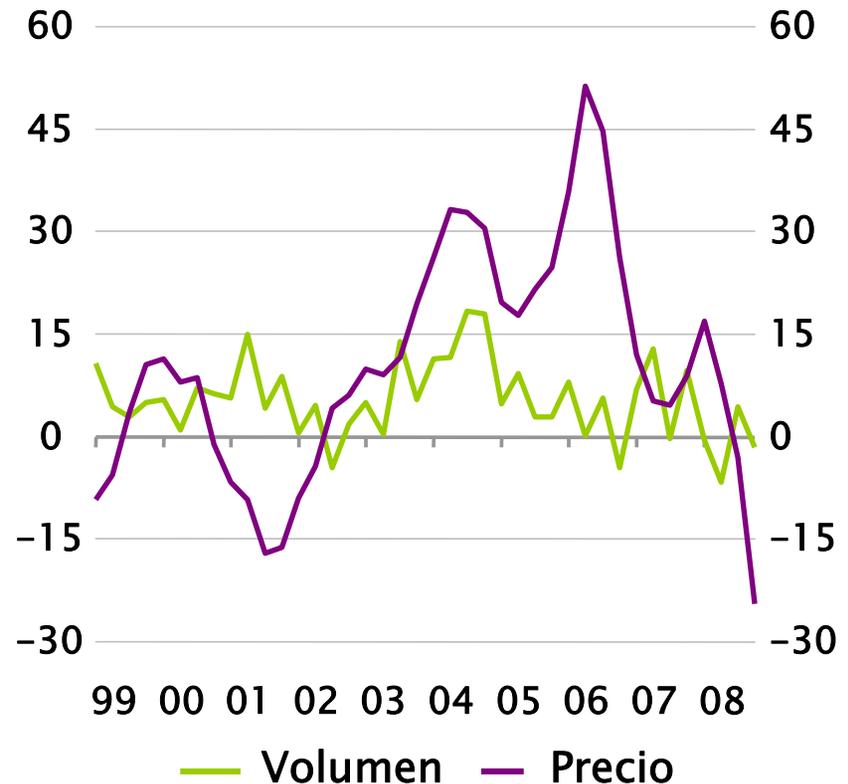


# La demanda de los socios comerciales chilenos ha caído, afectando mayormente los precios de las exportaciones nacionales.

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



### Exportaciones de Chile (variación anual, porcentaje)

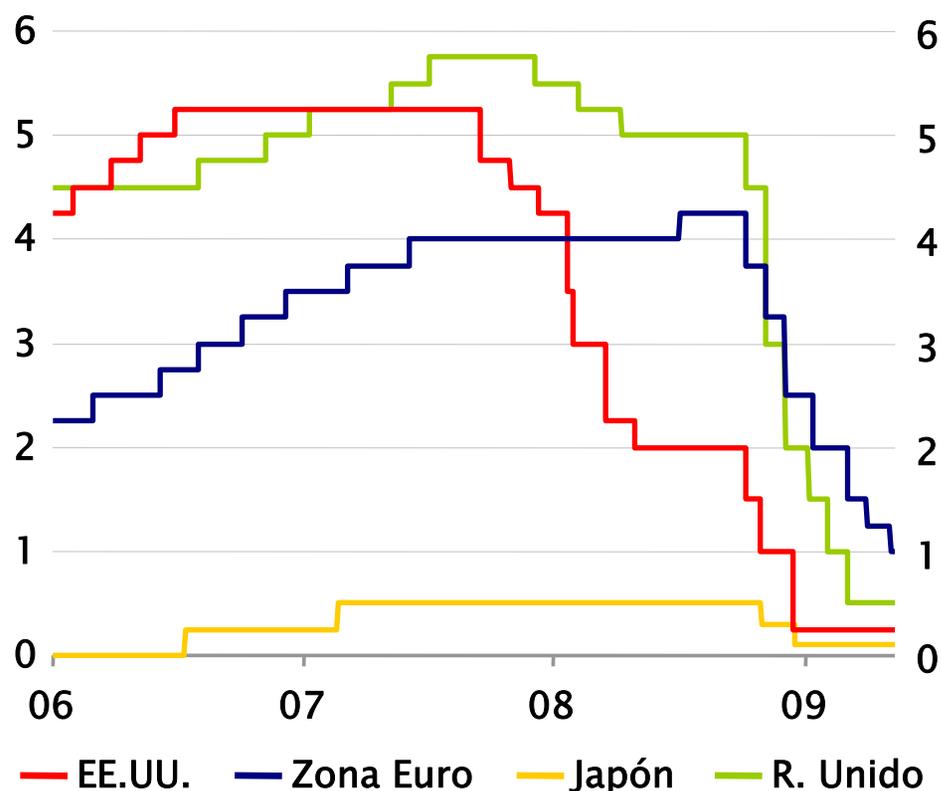


Fuentes: Banco Central de Chile y Fondo Monetario Internacional.



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

**Tasas de Política Monetaria**  
(porcentaje)



**Planes de estímulo fiscal (\*)**  
(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

(\*) Corresponde al gasto fiscal extraordinario debido a la crisis financiera comprometido para el año.

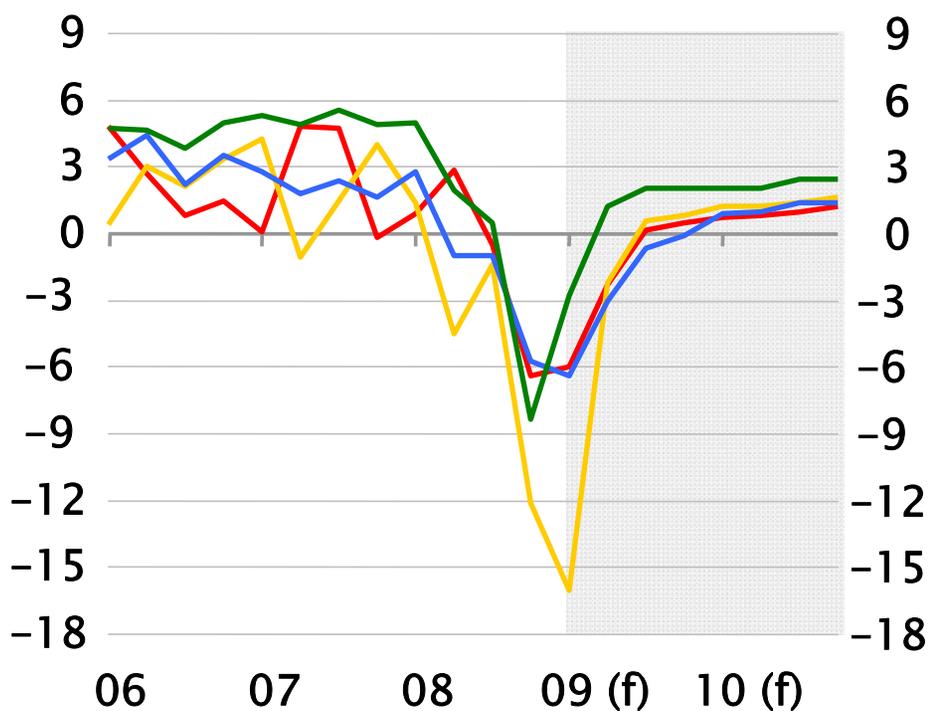
Fuentes: Bloomberg y Fondo Monetario Internacional.



# Las perspectivas anticipan un débil desempeño del mundo desarrollado, una recuperación más rápida de las economías emergentes y holguras más amplias.

## Crecimiento mundial

(variación trimestral anualizada, porcentaje)

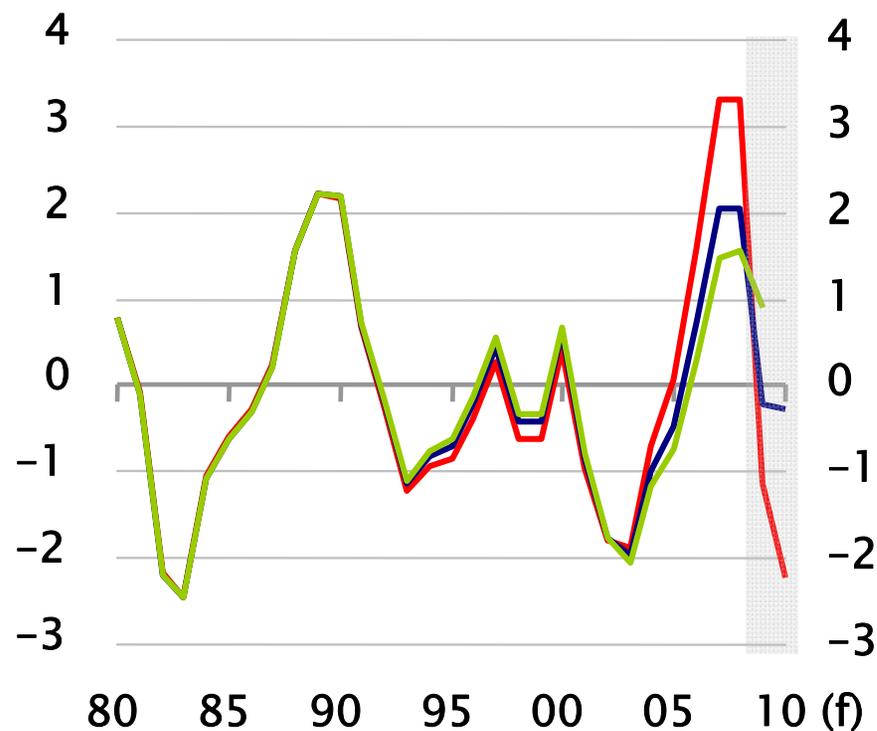


— Estados Unidos — Japón  
— Zona Euro — Socios comerciales

(f) Proyección.

## Holguras de capacidad mundial

(puntos porcentuales del PIB de tendencia)



— Oct. 2008 — Ene. 2009 — Abr. 2009



# 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.

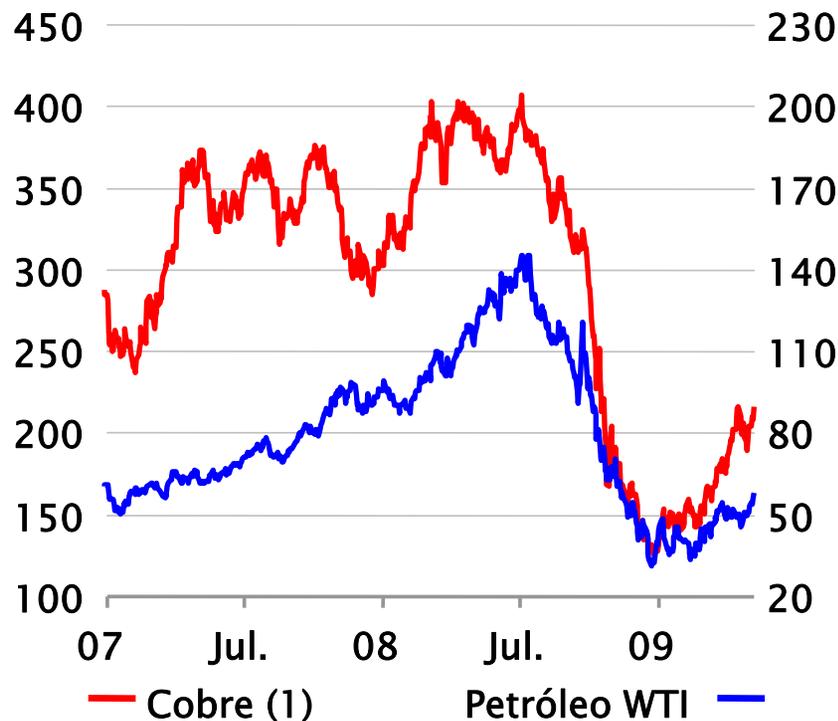
Fuente: Banco Central de Chile en base a una muestra de bancos de inversión, Consensus Forecasts y Fondo Monetario Internacional.



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

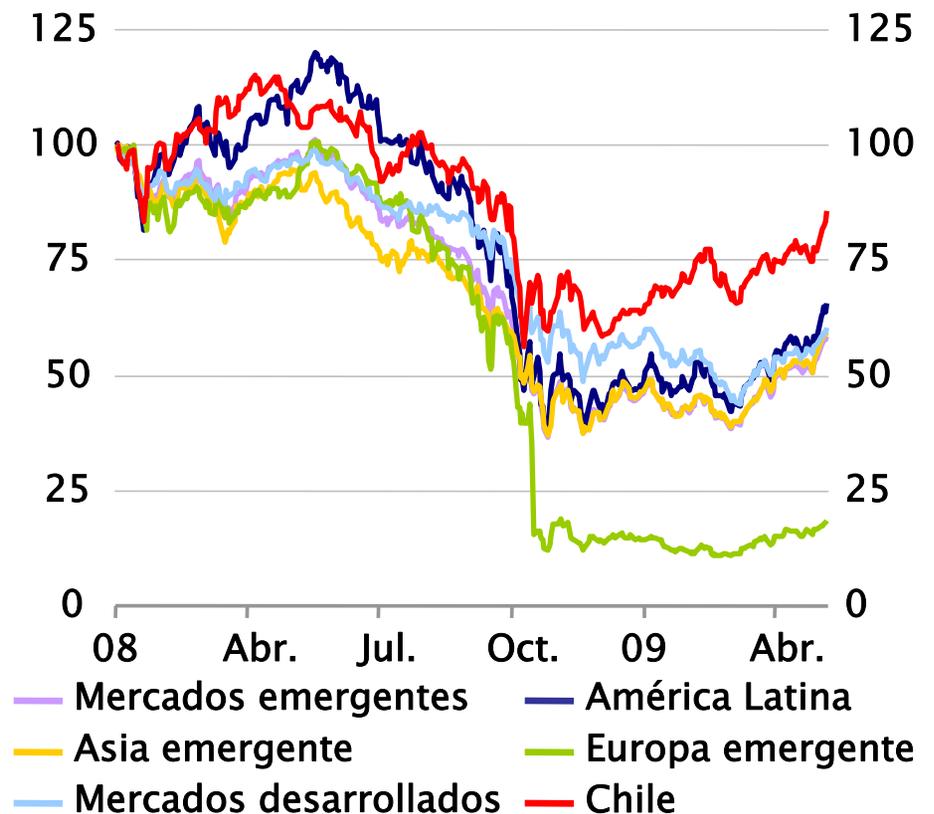
### Precios de productos básicos

(centavos de dólar la libra; dólares el barril)



### Índices accionarios (2)

(índices, 02/01/2008=100)

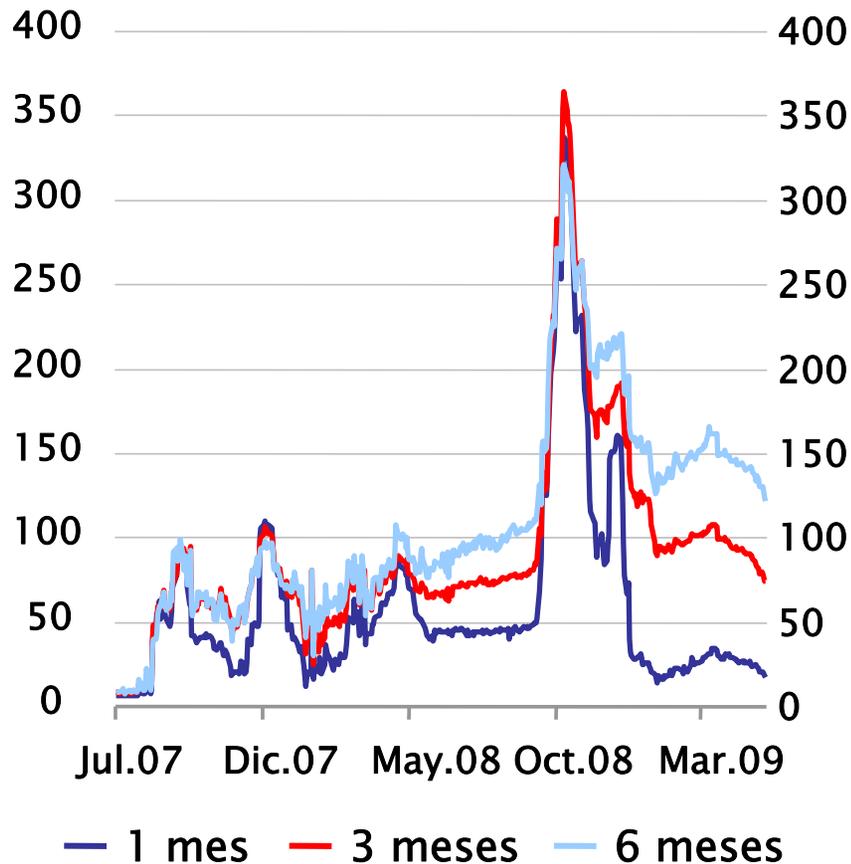


(1) Corresponde al precio de la Bolsa de Metales de Londres. (2) Corresponde al MSCI.  
Fuente: Bloomberg.

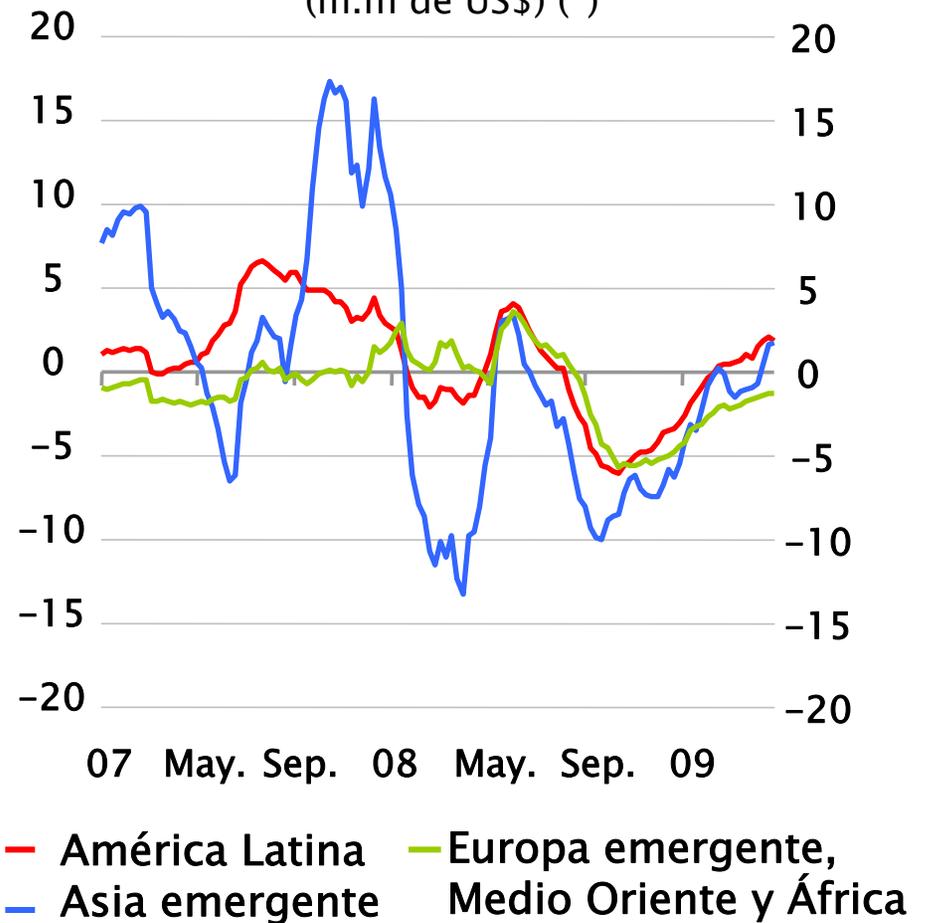


# Las tensiones en los mercados financieros mundiales han disminuido y ha aumentado el apetito por riesgo.

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



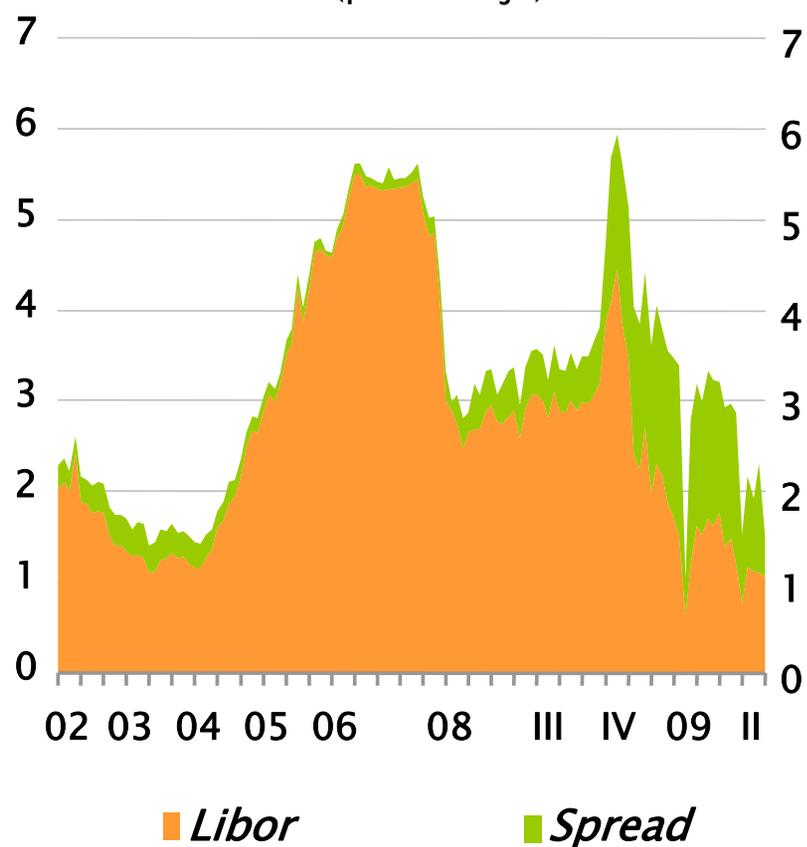
Flujos netos de fondos de inversión a economías emergentes  
(m.m de US\$) (\*)



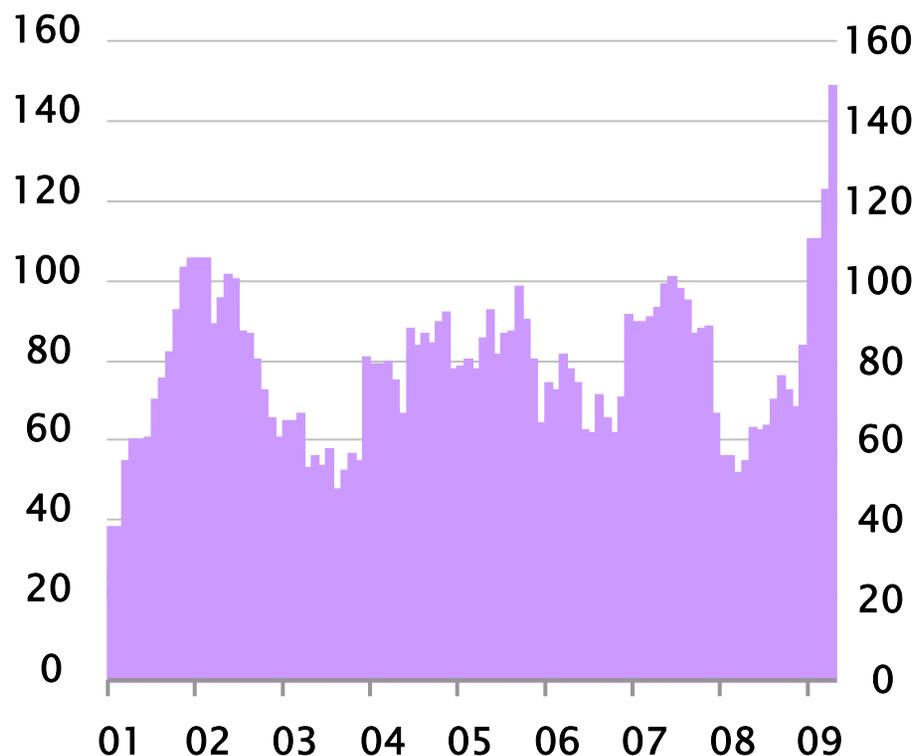


# Para Chile el costo de financiamiento externo ha disminuido y a nivel local el mercado de bonos ha tomado impulso.

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



### Emisión de bonos corporativos (\*) (millones de UF acumuladas en 12 meses)



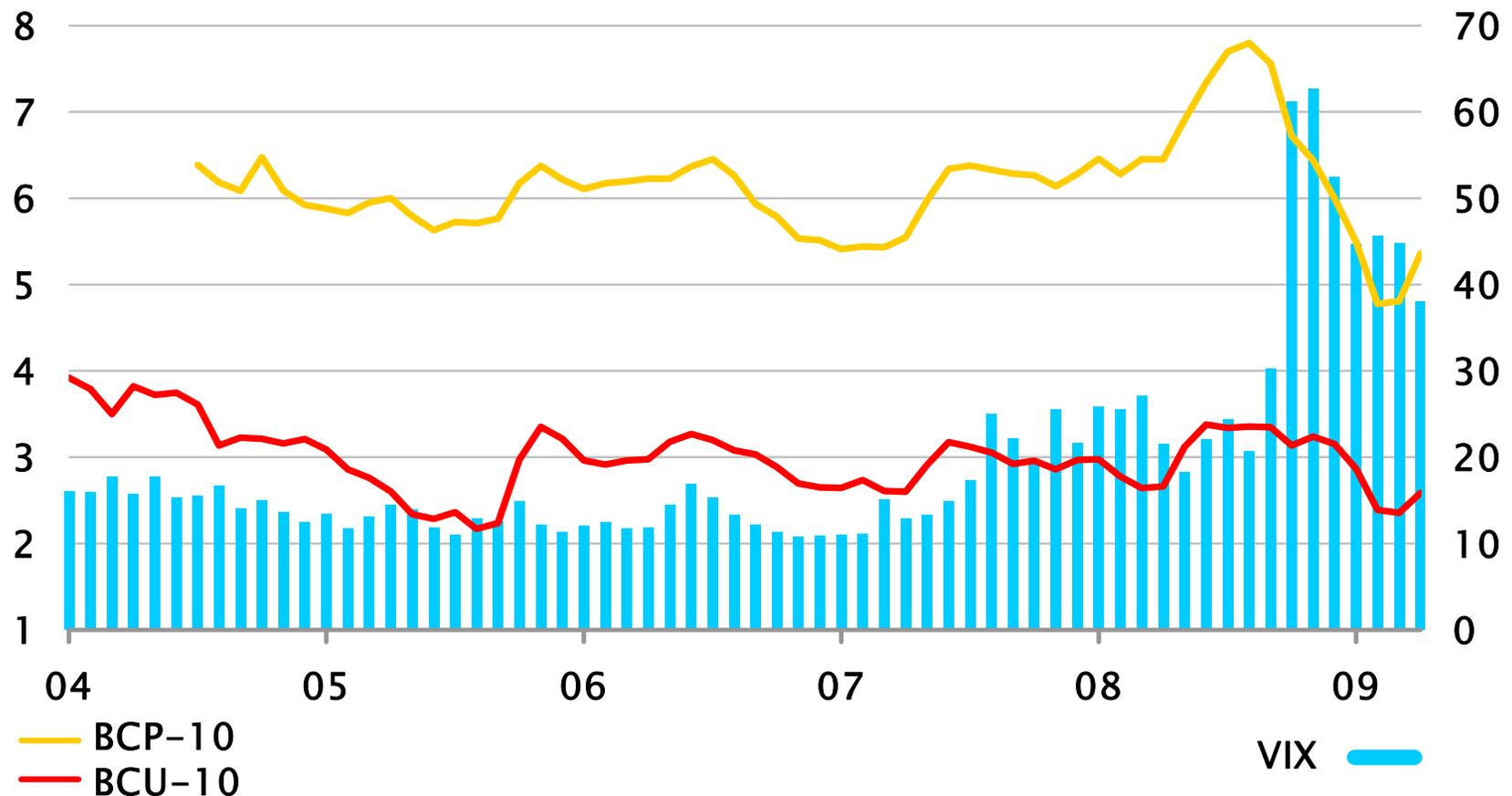
(\*) Datos de abril 2009 son provisorios.

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 a fines del 2008.

Tasas de interés de documentos del Banco Central y VIX  
(promedios mensuales, porcentaje)



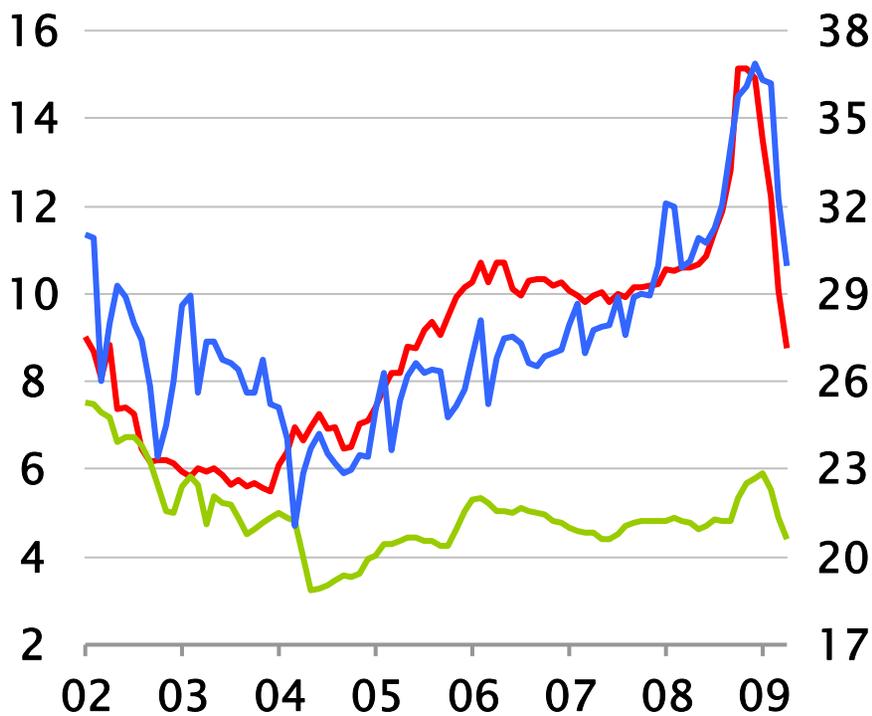
Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.



# El traspaso de la baja en la TPM a las tasas de mercado ha sido evidente, no obstante el volumen de crédito aún no muestra una recuperación.

## Tasas de interés de colocación (1)

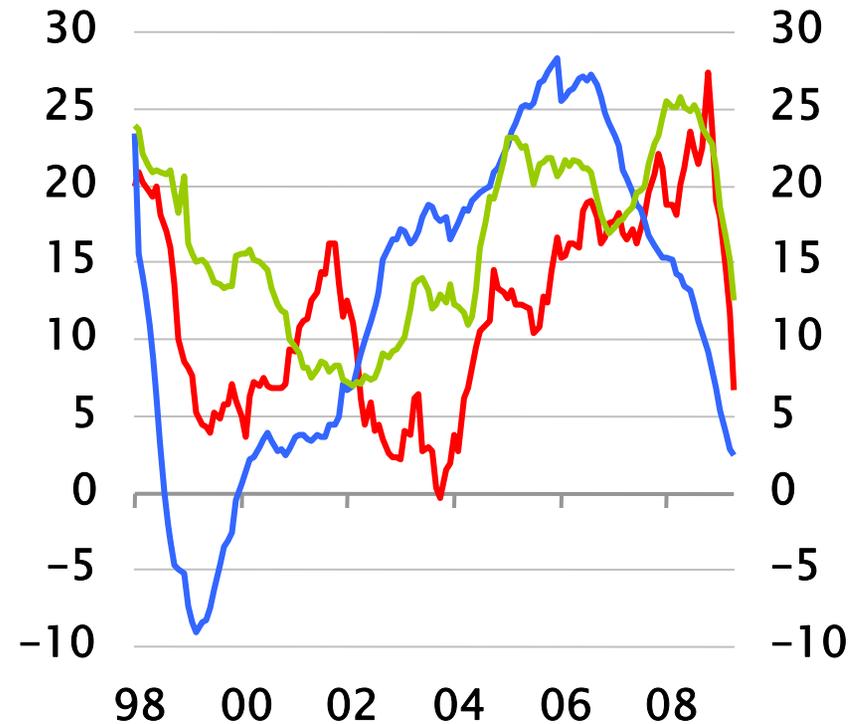
(porcentaje)



— Comerciales (2)      Consumo (2) —  
— Vivienda (3)

## Colocaciones bancarias (4)

(variación anual, porcentaje)



— Comerciales      — Consumo  
— Vivienda

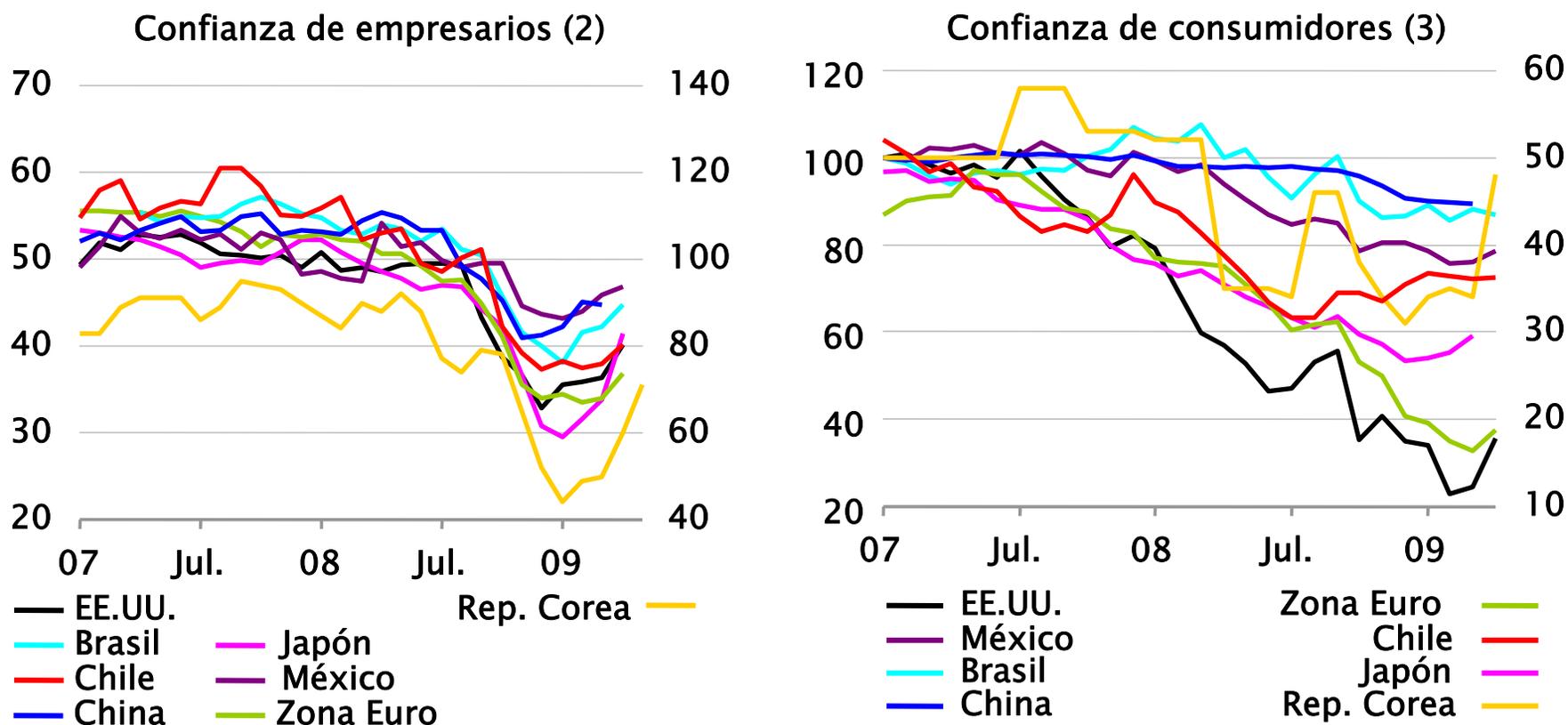
(1) Tasas de interés promedio ponderada; (2) Tasas nominales; (3) Tasas en UF; (4) Colocaciones nominales. Datos a abril 2009 son provisorios.

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



# El cambio en el escenario macroeconómico provocó un significativo deterioro de las expectativas y un aumento en la incertidumbre a nivel global.

## Percepción económica (1) (índices de difusión, porcentaje)



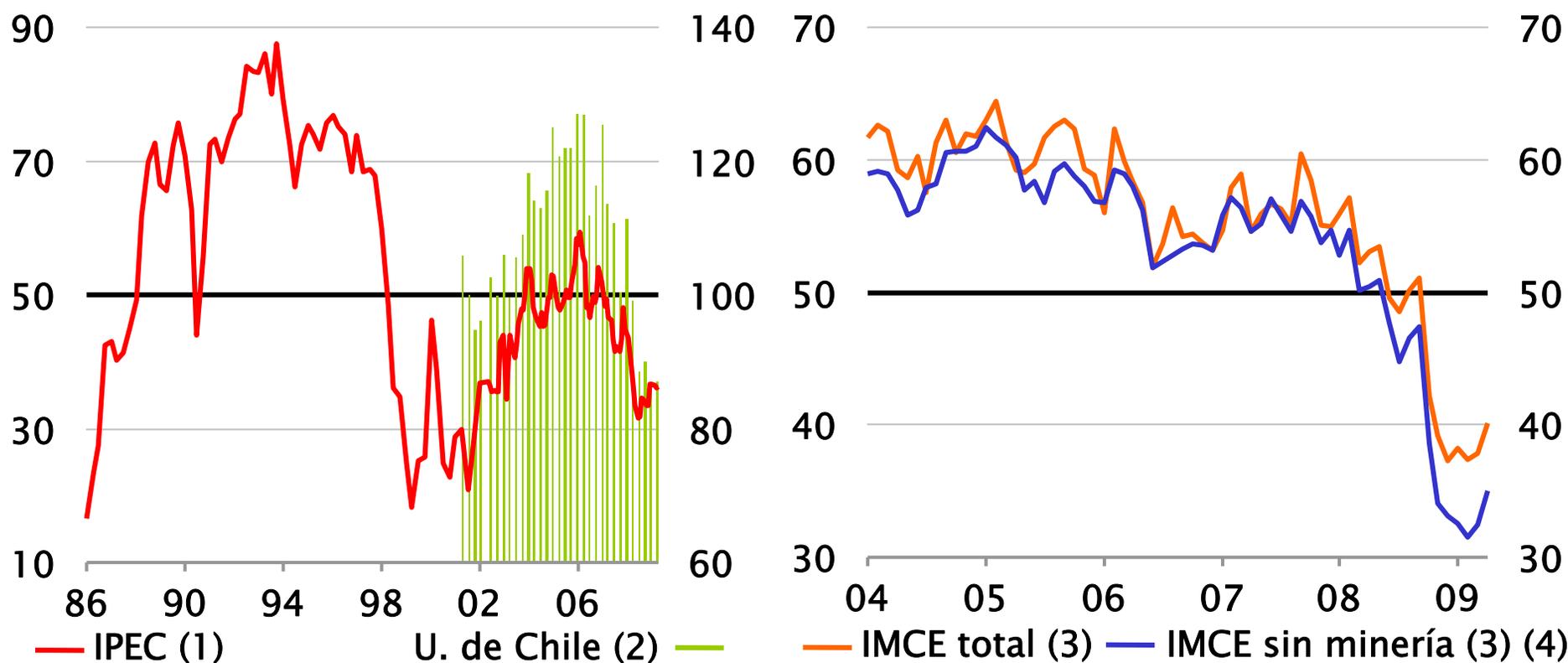
(1) Para Chile, se utilizan IPEC e IMCE. (2) Rep. Corea tiene pivote en 100. (3) Las series de Chile, Japón, Rep. Corea y Zona Euro tienen pivote en 50. El resto de las series, son índices con base en enero 2007=100.

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.



## 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 pasó 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.
- Esta es la respuesta natural de una economía integrada al mundo como la nuestra, en que una crisis externa de la envergadura de la observada lleva a los agentes a postergar sus decisiones financieras, de gasto e inversión, a la espera de una 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. Perspectivas



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

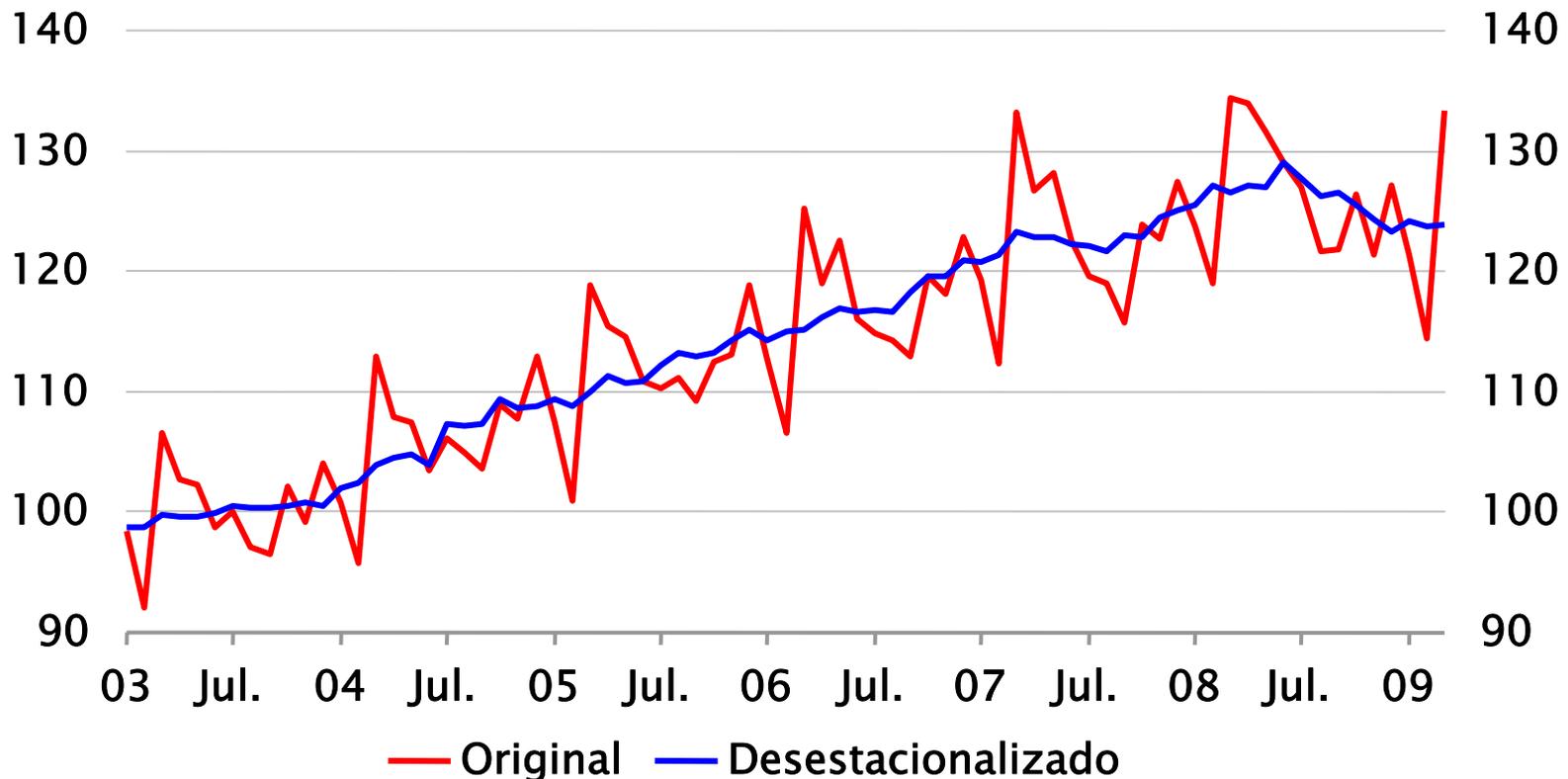
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



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

Indicador mensual de actividad económica  
(índice 2003=100)

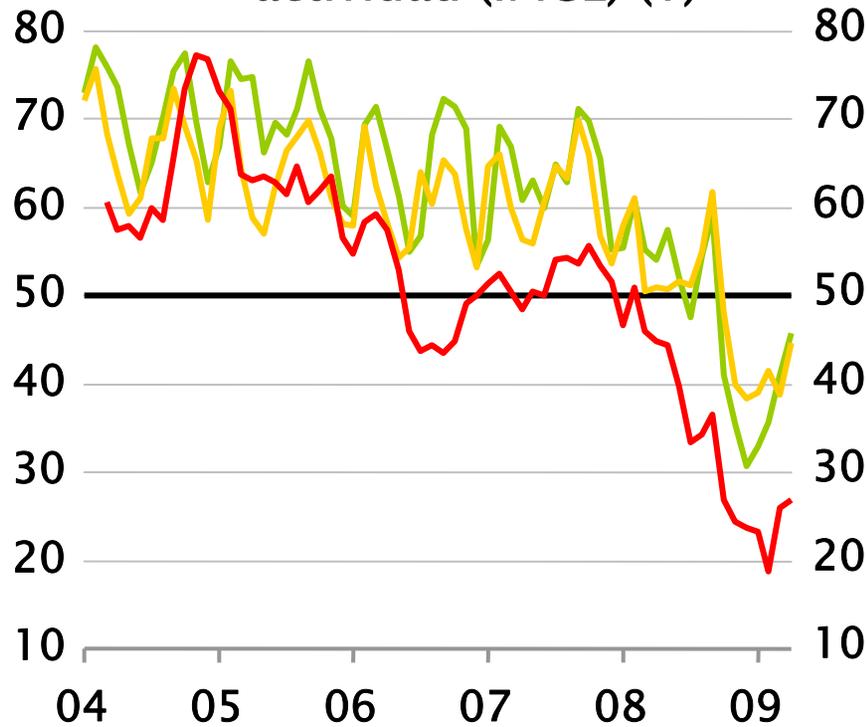


Fuente: Banco Central de Chile.



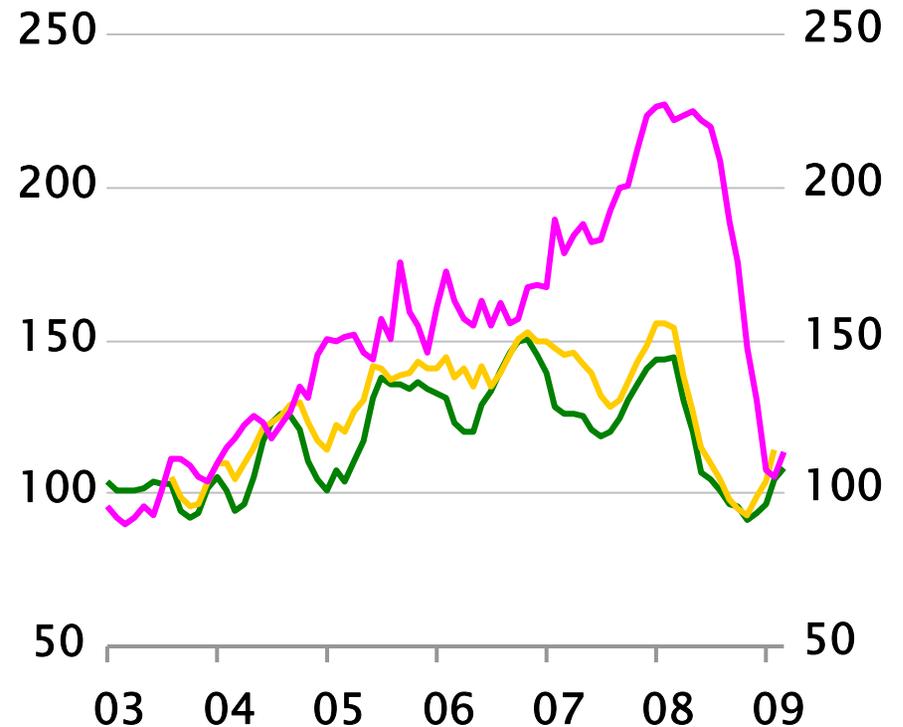
# Algunos indicadores de expectativas, actividad y demanda muestran reversión o estabilización en el margen.

### Expectativas de ventas y nivel de actividad (IMCE) (1)



— Comercio — Industria — Construcción

### Ventas de viviendas nuevas y autos (2) (índice 2003=100)



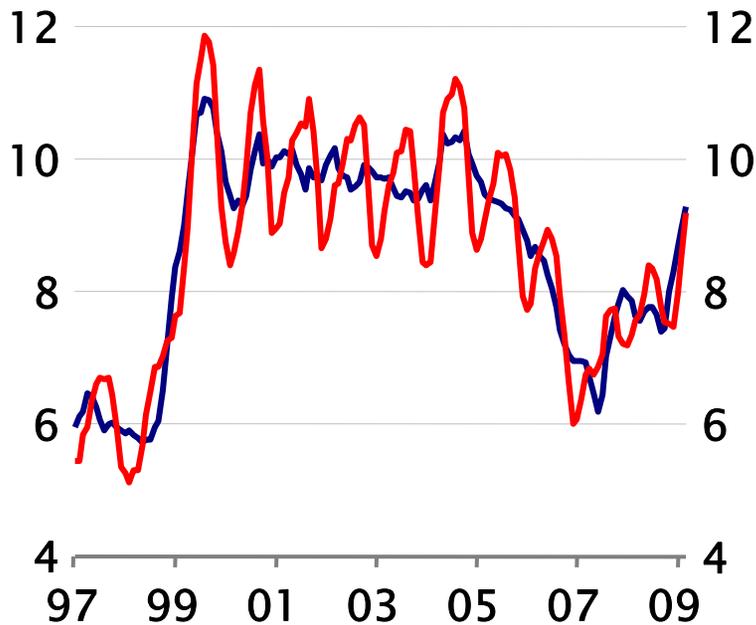
— Viviendas nuevas (Gran Stgo.) (3)  
— Viviendas nuevas (Nacional) (3)  
— Autos nuevos

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



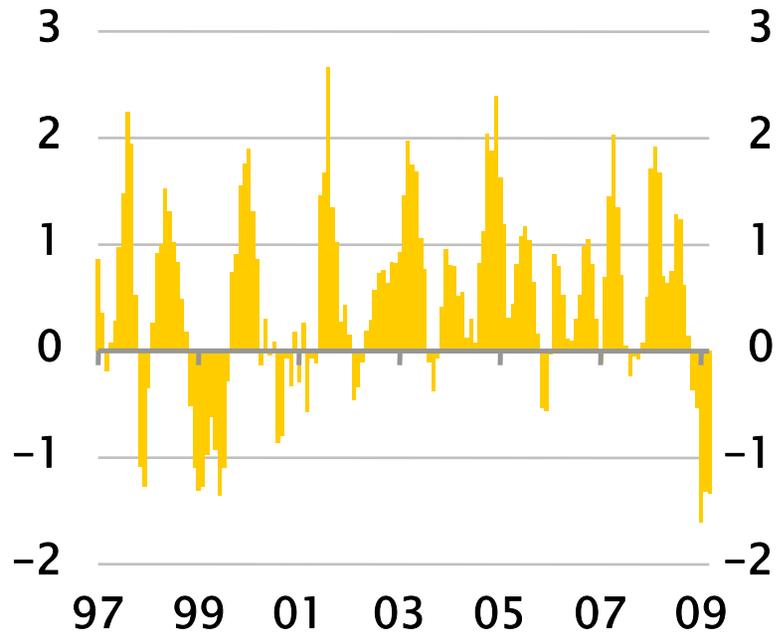
No obstante, el desempleo está aumentando y puede seguir haciéndolo aun cuando la actividad comience a recuperarse. Esto podría ser mitigado por el anuncio de Gobierno del Acuerdo Nacional por el Empleo.

Tasa de desempleo



— Original  
— Desestacionalizada

Empleo nacional  
(velocidad de expansión, porcentaje)



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



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 que está 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.

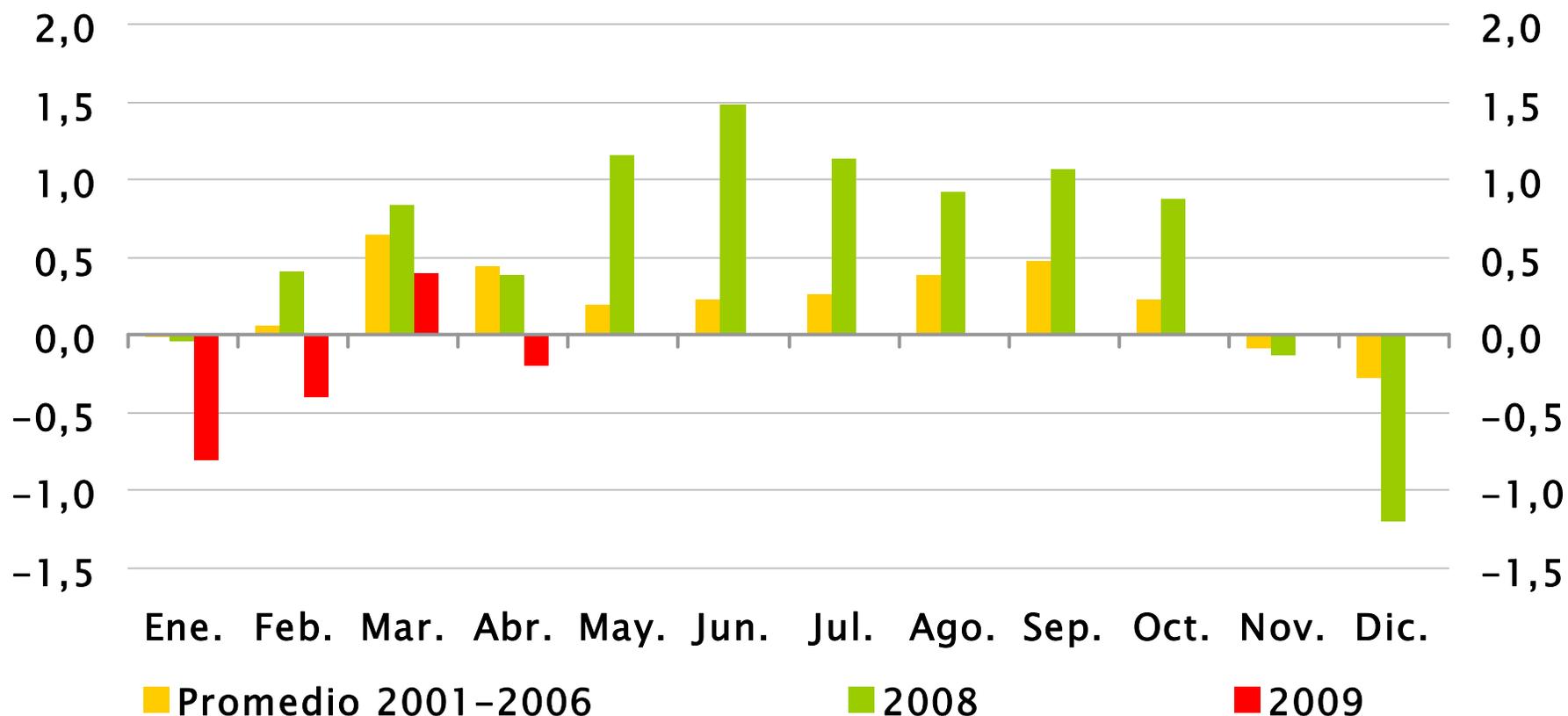
(\*) Correspondiente a la inflación proyectada para el segundo trimestre del 2011.

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 del IPC  
(porcentaje)

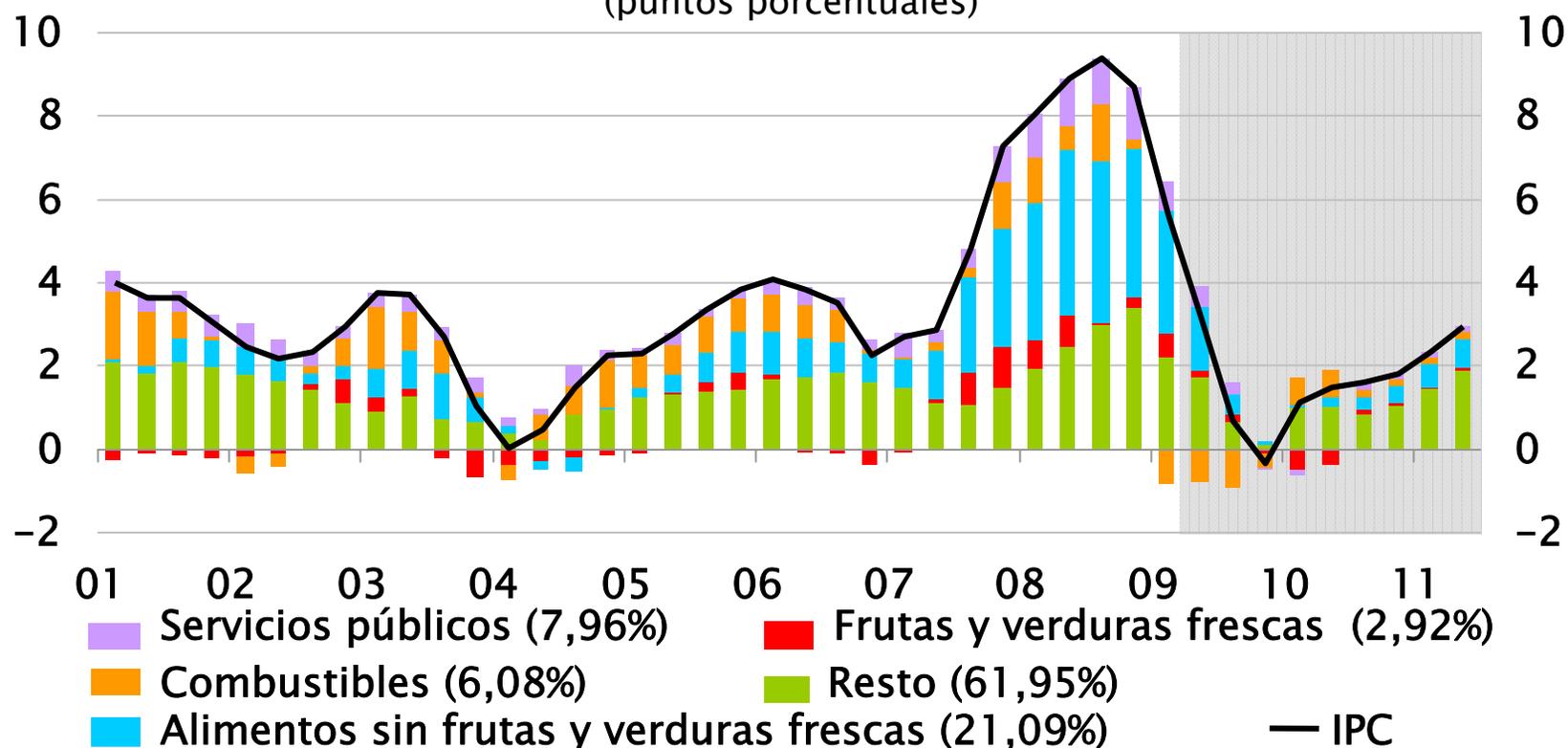


Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.



En el mediano plazo, la trayectoria de la inflación es el reflejo de las menores presiones inflacionarias, en especial por el 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.



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

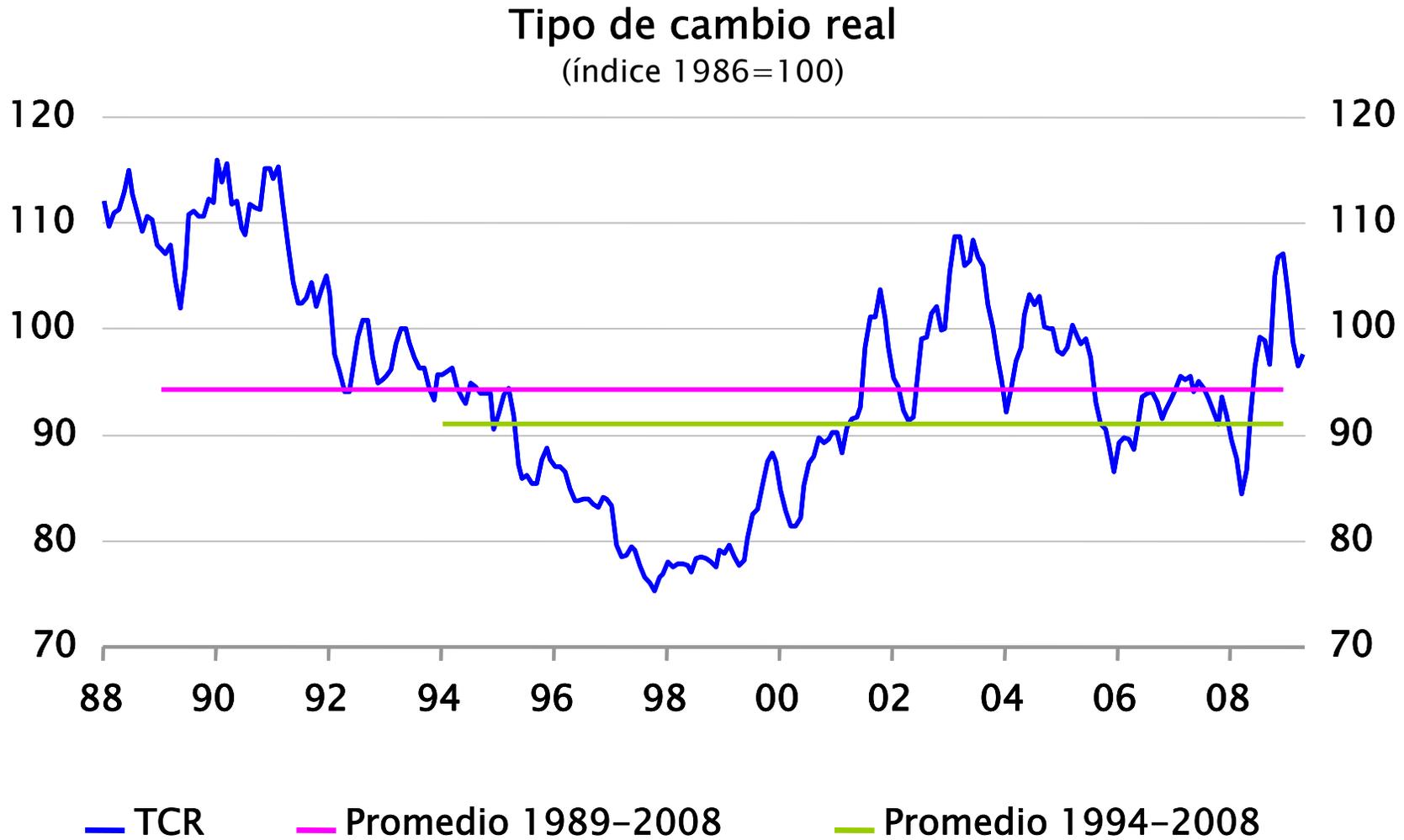
	2008	2009 (f)				2010 (f)			
		Sep.08	Nov.08	Ene.09	May.09	Sep.08	Nov.08	Ene.09	May.09
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	100	116	70	50	52	115	80	60	64
Precio del cobre BML (US\$cent/libra)	316	310	165	150	180	300	190	160	185
Términos de intercambio (var. anual, %)	-15,0	-7,2	-18,2	-19,1	-13,5	-4,3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

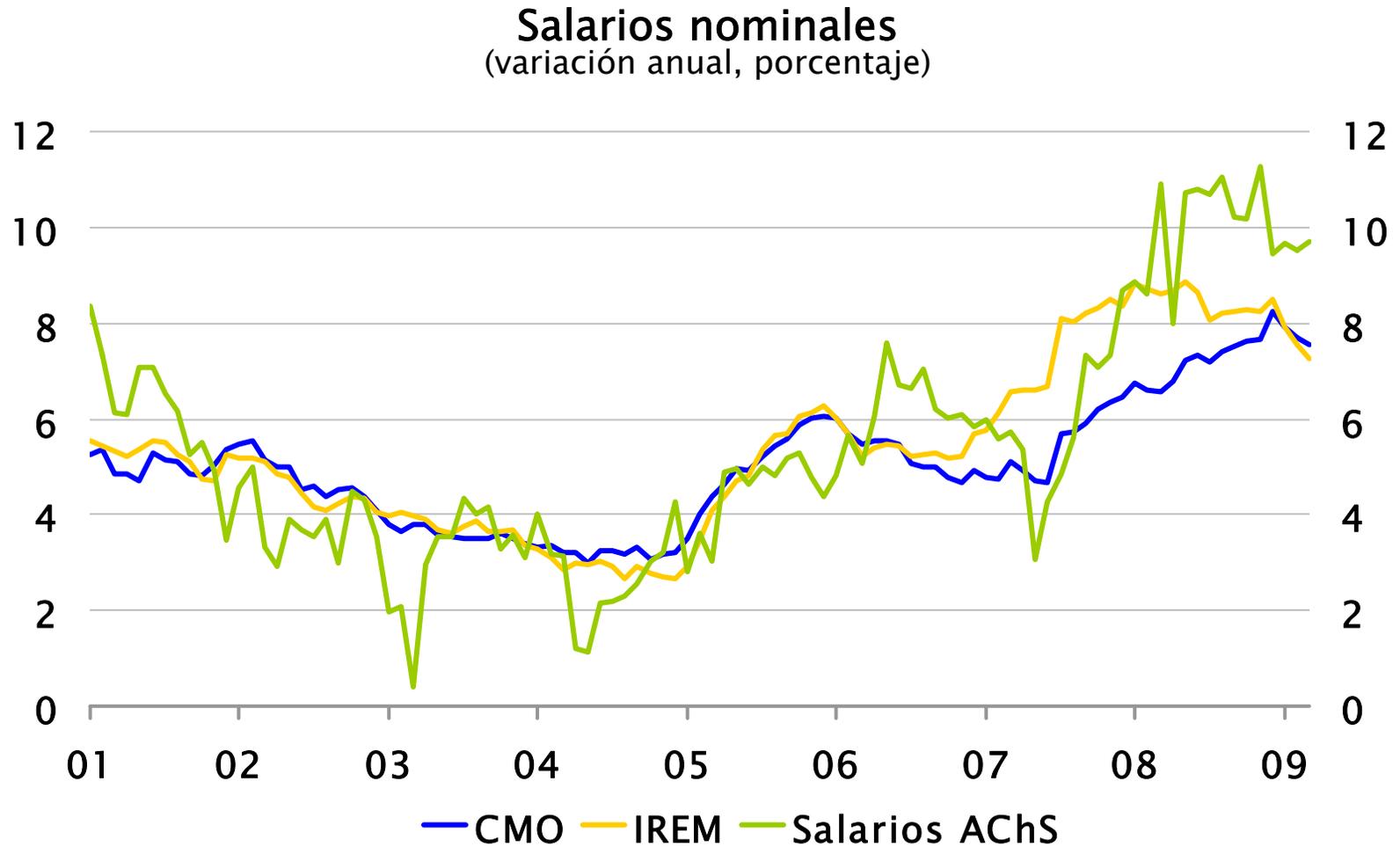


Como supuesto metodológico, se considera que el TCR en el largo plazo se ubicará en niveles similares a los observados en las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM.





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.

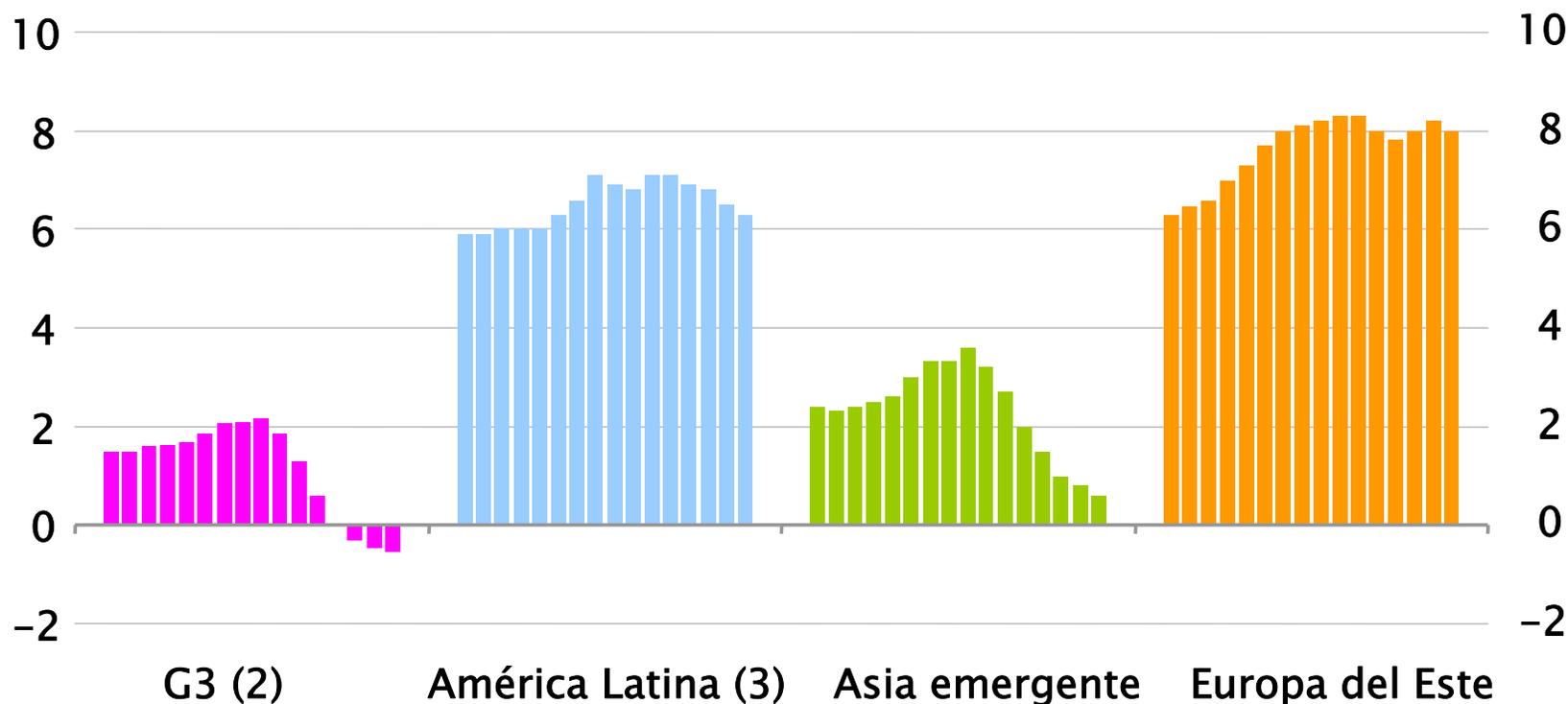


Fuentes: Asociación Chilena de Seguridad e Instituto Nacional de Estadísticas.



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

Expectativas de inflación para el 2009 (1)  
(variación anual, porcentaje)



- (1) Cada barra corresponde a la proyección de inflación anual promedio por mes desde enero del 2008.  
(2) Corresponde al promedio geométrico de la inflación proyectada para Estados Unidos, Japón y Zona Euro.  
(3) Corresponden a proyecciones para la variación diciembre a diciembre.

Fuente: Consensus Forecasts.

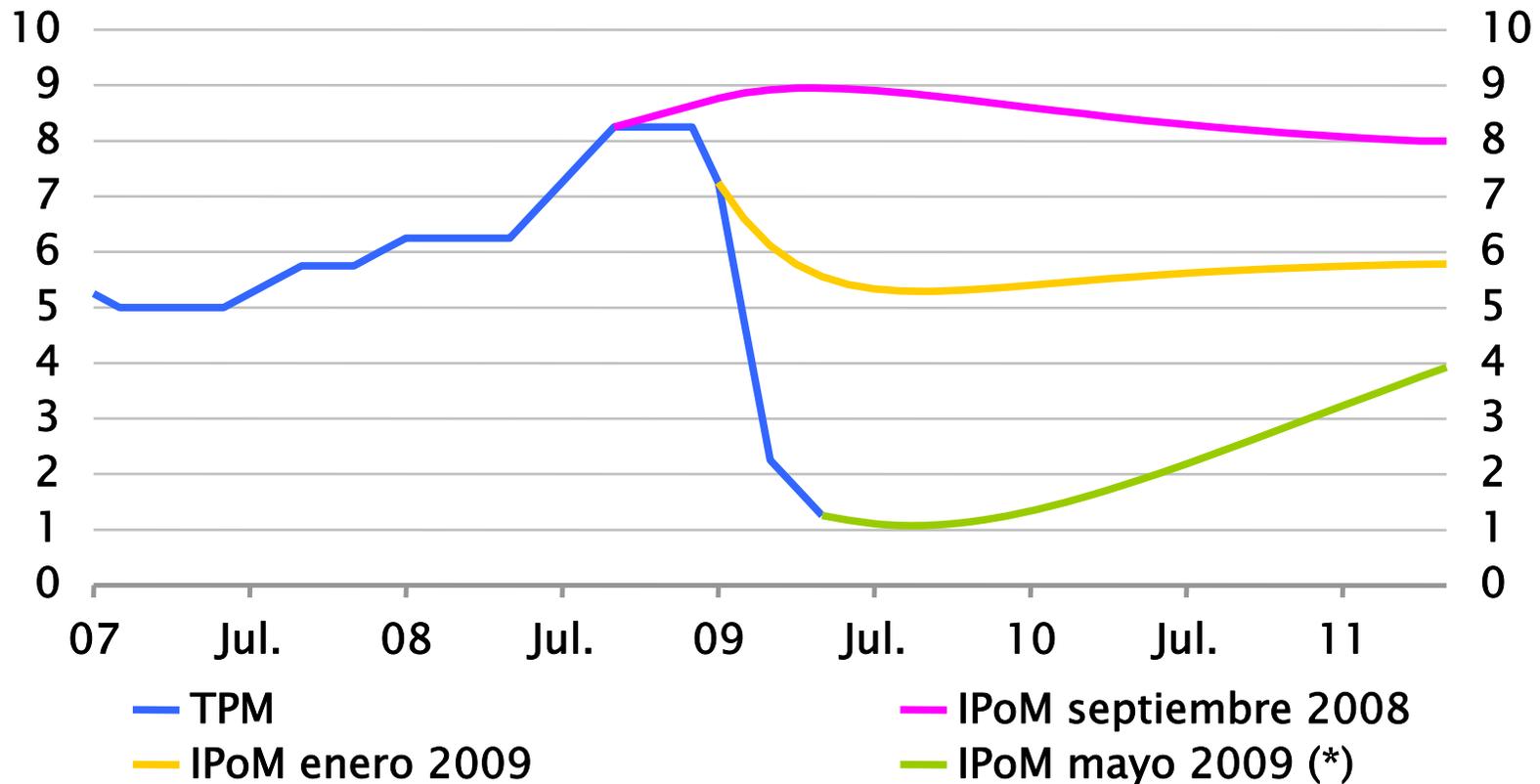


## IV. Política monetaria y riesgos



Se 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 se ubica por debajo de lo que se infiere de estos precios.

Tasa de política monetaria y curva *forward* (1)  
(porcentaje)



(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.



# Política monetaria

---

- Este supuesto de trabajo sobre la trayectoria de la TPM no compromete la política monetaria futura.
- La política monetaria se seguirá ajustando a los cambios en el escenario macroeconómico en coherencia con el cumplimiento de la meta de inflación.
- Si bien en períodos de tranquilidad es esperable una reacción más bien gradual de la política monetaria, enfrentados a escenarios extremos, como el actual, es necesario actuar en forma más enérgica, tal como lo hemos hecho.



# Riesgos

---

- Los riesgos se relacionan con posibles desviaciones de la evolución económica y financiera proyectada en nuestro escenario base. En esta ocasión, dichos riesgos son inusualmente altos.
- Sin embargo, los riesgos para el crecimiento mundial de corto plazo son algo más equilibrados y aparecen algo más acotados que hace algunos meses.
- Las recientes señales que apuntan a cierta estabilización del escenario económico y financiero mundial podrían ser seguidas por un repunte generalizado de la actividad global en el corto plazo. Pero también es posible que estas señales sean solo expresión de la volatilidad mostrada por los mercados en este período.
- La concreción de algunos de estos riesgos tendría implicancias relevantes para el panorama económico nacional y se traduciría en una recuperación más rápida o bien más lenta que la prevista.



# Riesgos

---

- Hacia el mediano plazo, en cambio, el abanico de riesgos para la economía mundial es mayor que en enero.
- La probabilidad de que el crecimiento mundial retorne a tasas como las observadas entre el 2004 y el 2007 es relativamente baja, y es posible que la resolución de los problemas financieros tome un tiempo prolongado.
- A lo anterior, se suman las posibles acciones proteccionistas por parte de los gobiernos y la ocurrencia de una deflación en las economías desarrolladas que retarde las decisiones de consumo e inversión.
- Asimismo, existe el riesgo de presiones inflacionarias globales elevadas en el mediano plazo si los ingentes estímulos fiscales y monetarios en el mundo desarrollado no se gestionan adecuadamente.



## Chile tiene bases sólidas para una recuperación temprana y sostenida de su economía.

---

- Si bien nadie escapó del impacto del colapso financiero de fines del año pasado sobre la economía real, la capacidad de recuperación estará determinada en gran medida por las fortalezas de cada economía.
- En esa perspectiva, confiados en los sanos fundamentos de nuestra economía
- Más allá de que la peor parte de las turbulencias financieras pareciera estar quedando atrás, sus efectos sobre la actividad y el empleo seguirán sintiéndose por un tiempo más.



## La política monetaria, en coherencia con la meta de inflación, continuará orientada a reducir los efectos del desfavorable escenario externo.

---

- En todo caso, Chile debería beneficiarse de los efectos de las políticas expansivas y avanzar en una recuperación más temprana y sostenida. Ya en el segundo semestre del 2009 la economía chilena debiera estar creciendo a tasas cercanas a su tendencia.
- La política monetaria continuará orientada a mitigar los efectos adversos provocados por el escenario externo. Ella ha mostrado elevados grados de flexibilidad, siempre en coherencia con el cumplimiento de la meta de inflación.
- 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

## Mayo 2009

Enrique Marshall R.  
Consejero  
Banco Central de Chile