



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Mayo 2009

Manuel Marfán Lewis
Consejero BCCh

Temuco, 14 de mayo 2009



Presentación

- Introducción.
- Escenario internacional.
- Escenario interno: Situación financiera y percepciones.
- Escenario interno: Actividad, precios y perspectivas.
- Política monetaria y riesgos.



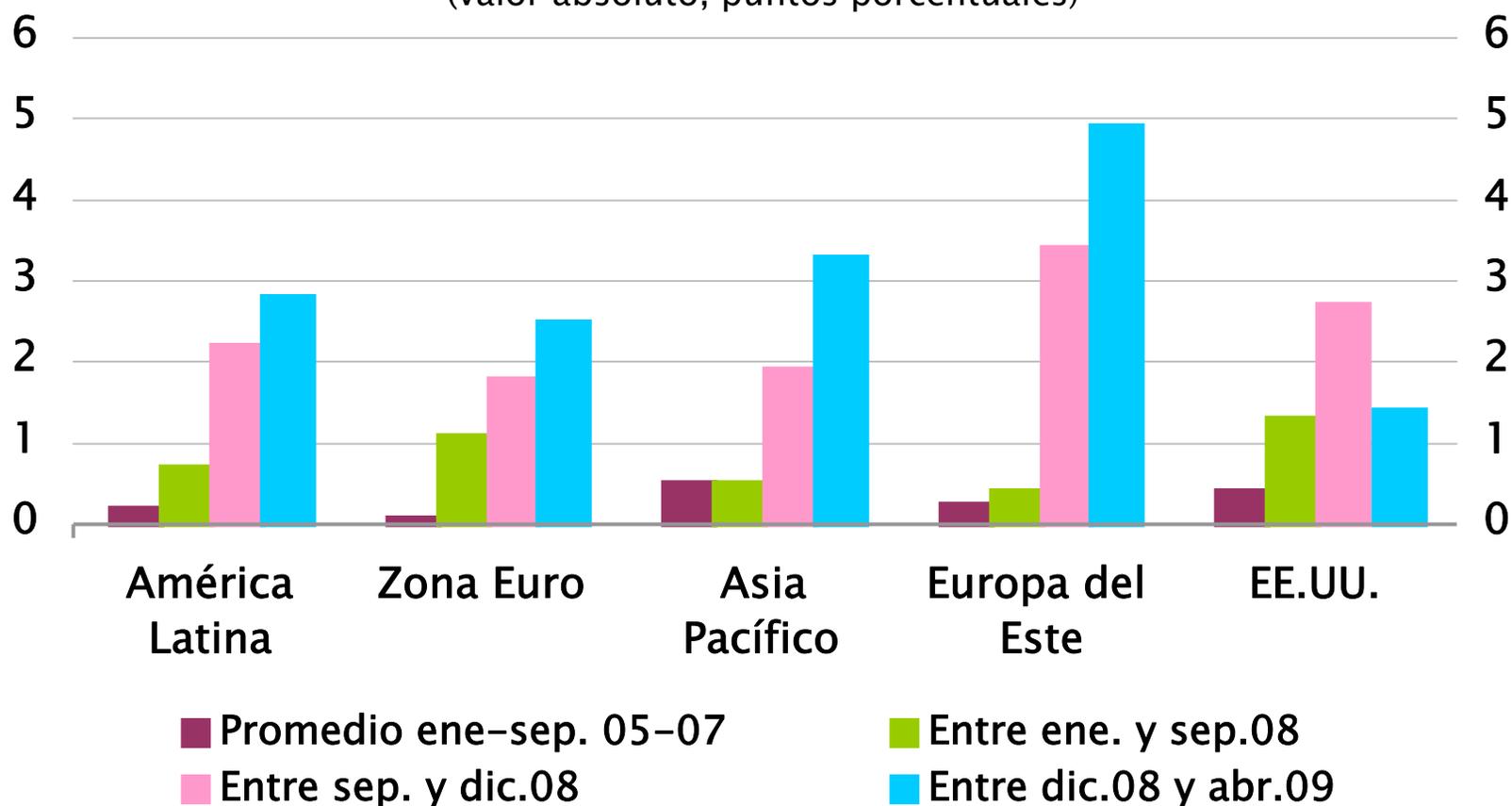
Introducción

- 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.



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 al cambio en valor absoluto en las proyecciones de Consensus Forecasts en los períodos que se indican.

Fuente: Consensus Forecasts.

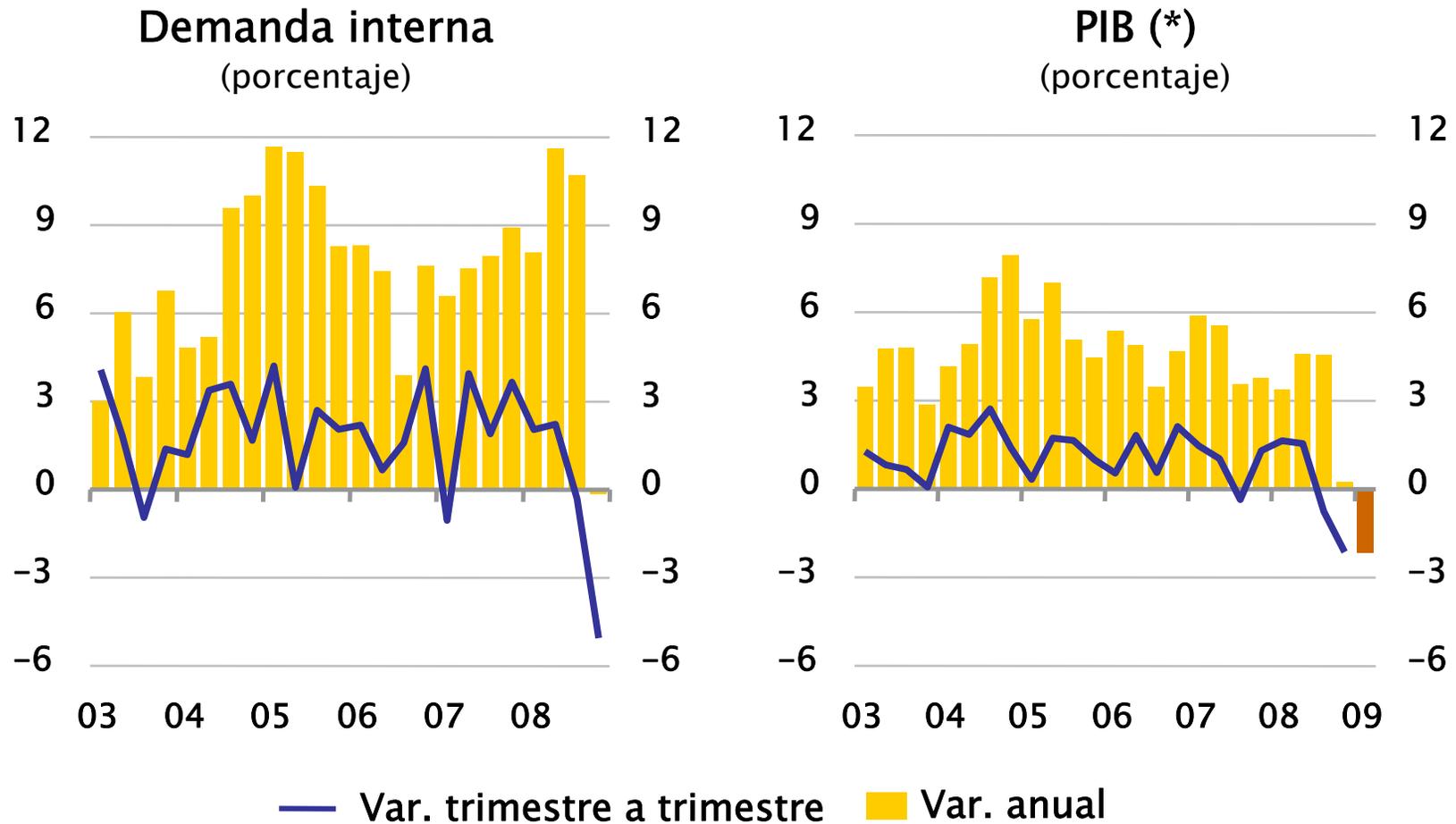


Introducción

- 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 demanda interna y la actividad registraron una significativa caída en el último trimestre del 2008.

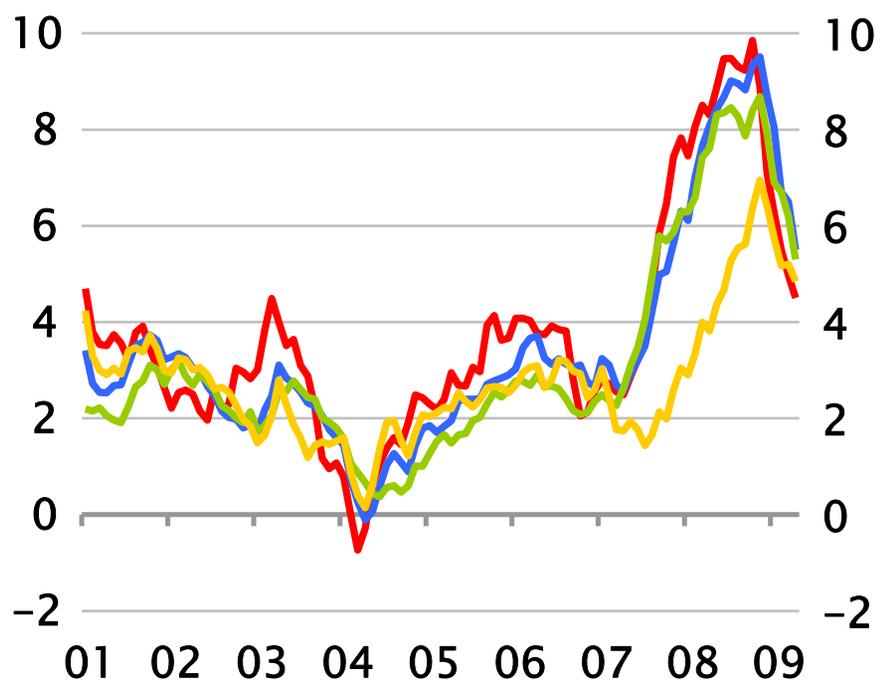


(*) El PIB del primer trimestre del 2009 corresponde al promedio de los Imacec publicados.
Fuente: Banco Central de Chile.



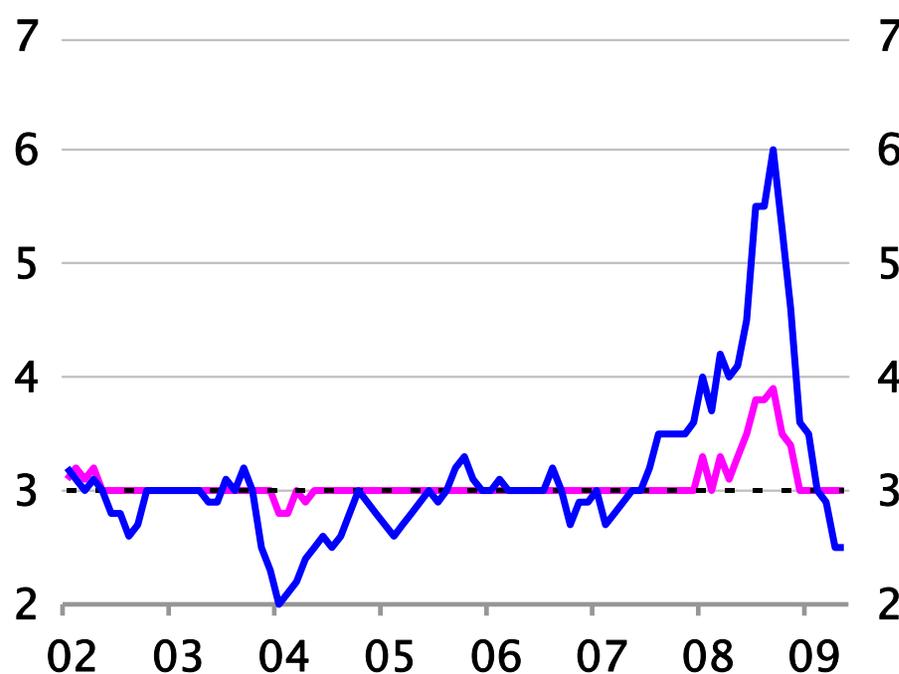
La inflación efectiva y las perspectivas inflacionarias se han reducido de modo importante.

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

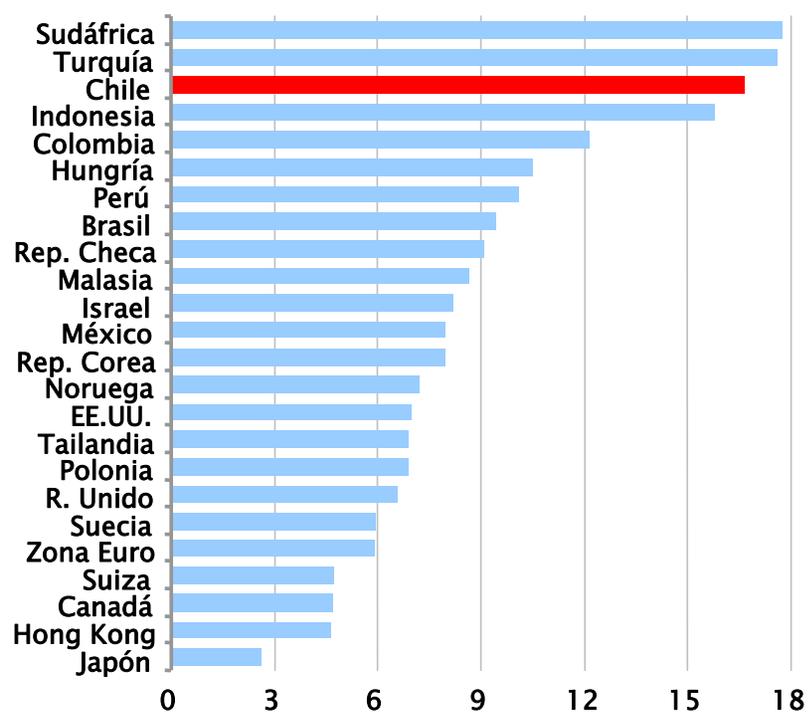
(*) Las líneas grises verticales representan diciembre 2008.

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

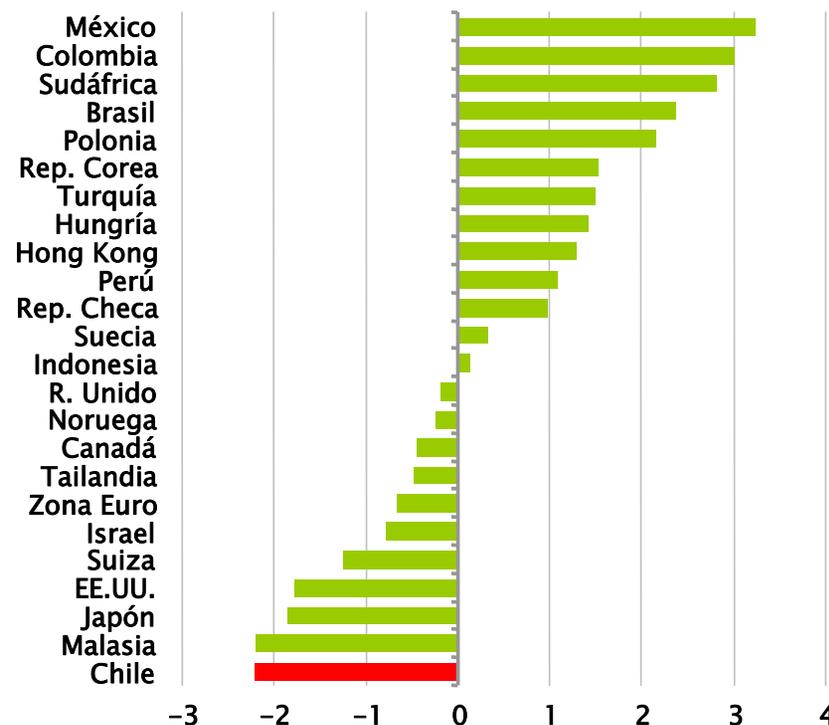


La inflación en Chile refleja el elevado nivel de traspaso de los cambios en los precios externos hacia el mercado nacional.

Variación acumulada del IPC por país
(porcentaje)



Entre enero del 2007 y octubre del 2008



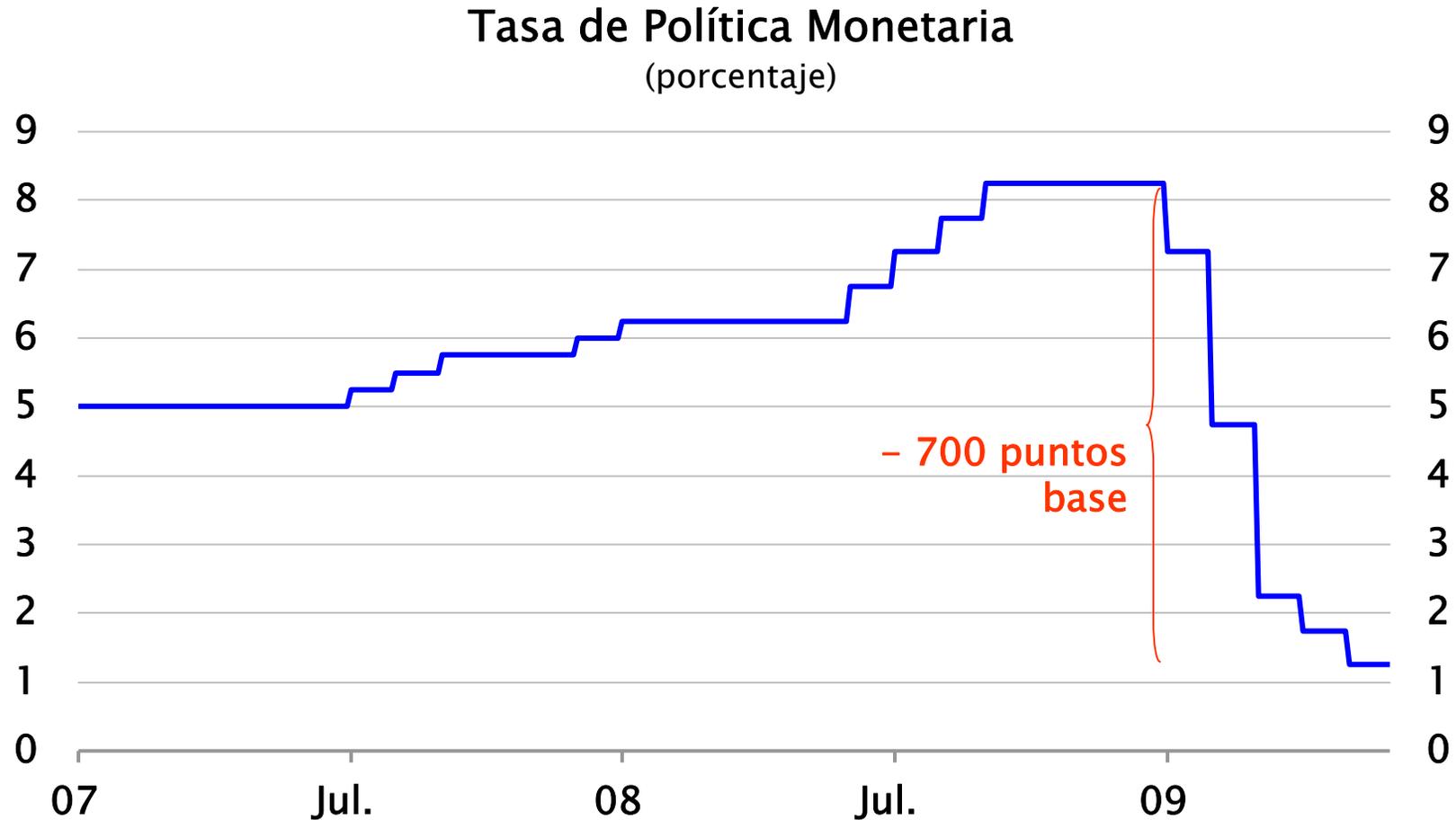
Entre octubre del 2008 y marzo/abril del 2009 (*)

(*) 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.



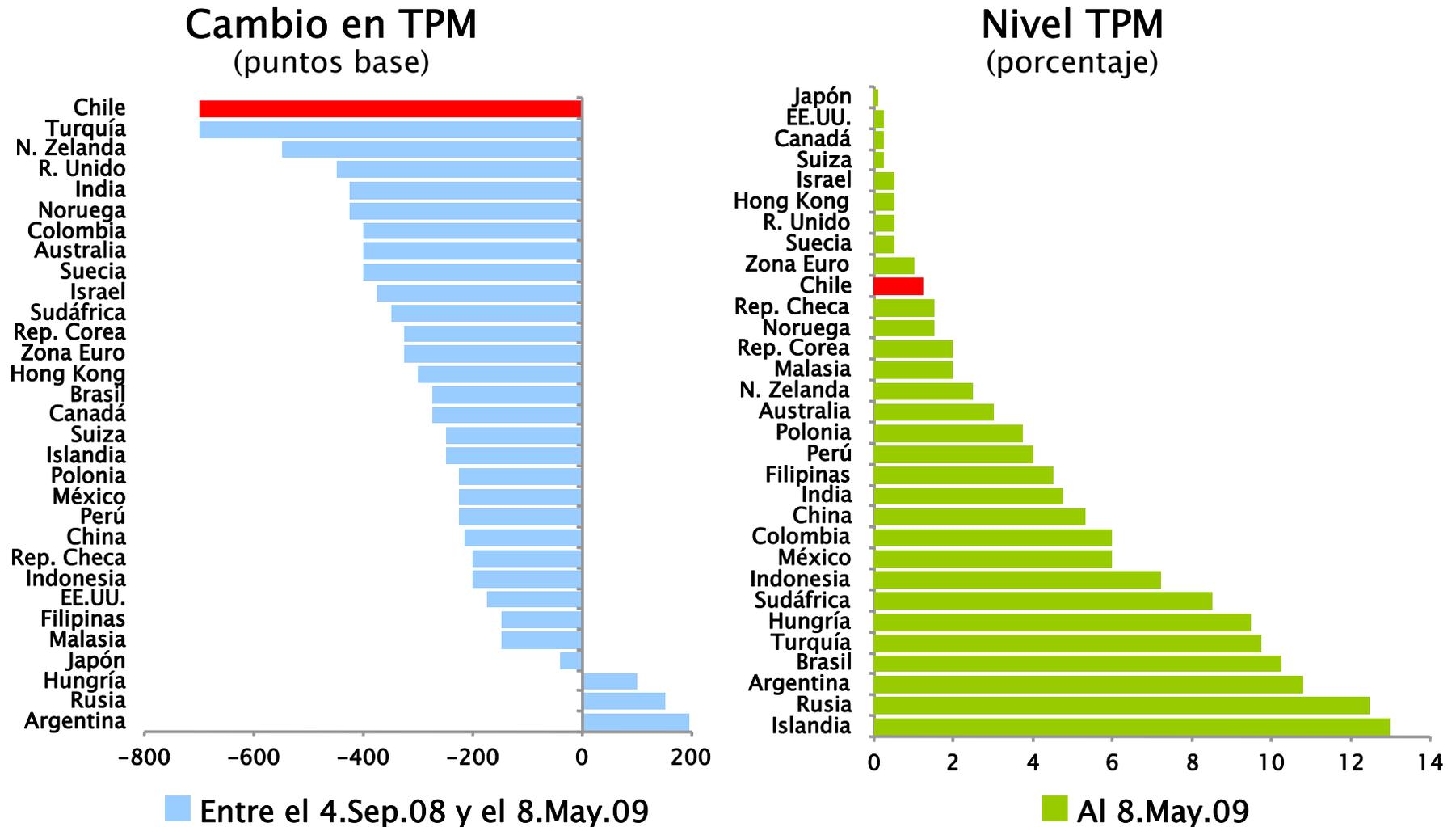
Con este escenario, el Consejo, ha reducido agresivamente la TPM entre enero y mayo.



Fuente: Banco Central de Chile.



La TPM está en su mínimo histórico y en el nivel más bajo entre las economías emergentes.





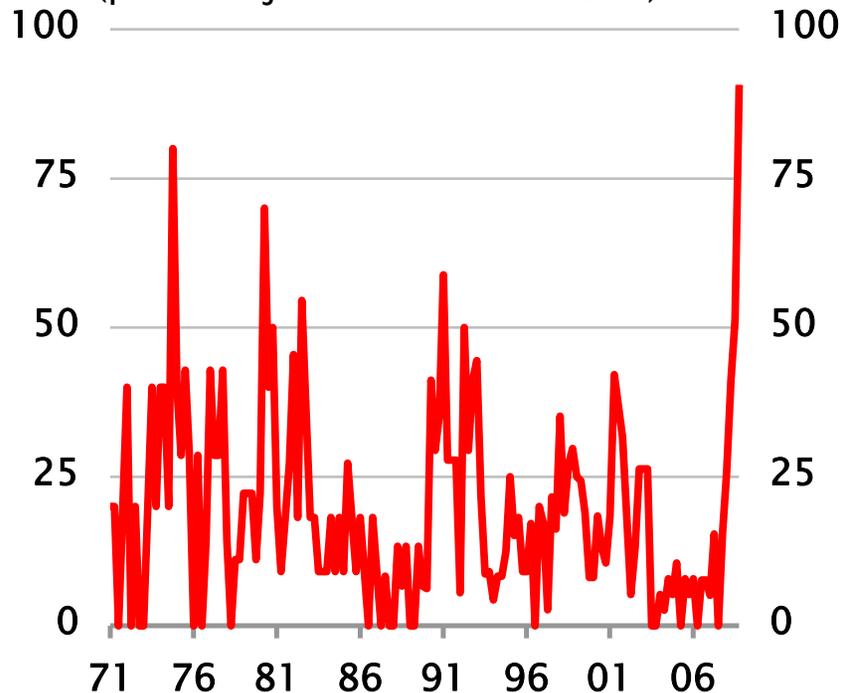
Escenario internacional



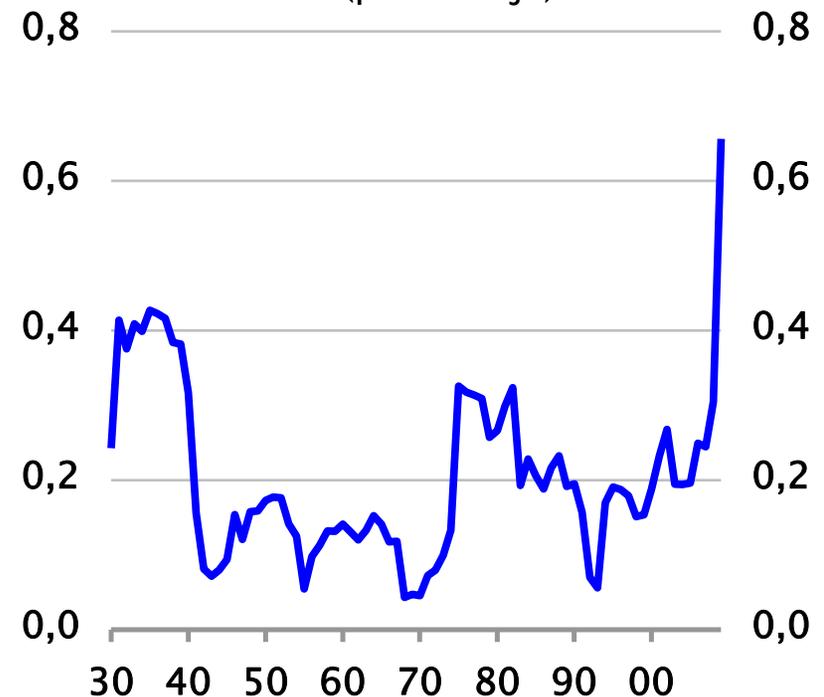
Existe una sincronía singular en la caída de la actividad en el mundo, sin distingo de las fortalezas de cada economía.

Simultaneidad en el ciclo económico mundial

Países que registran caída en el PIB real en el cuarto trimestre del 2008 (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.

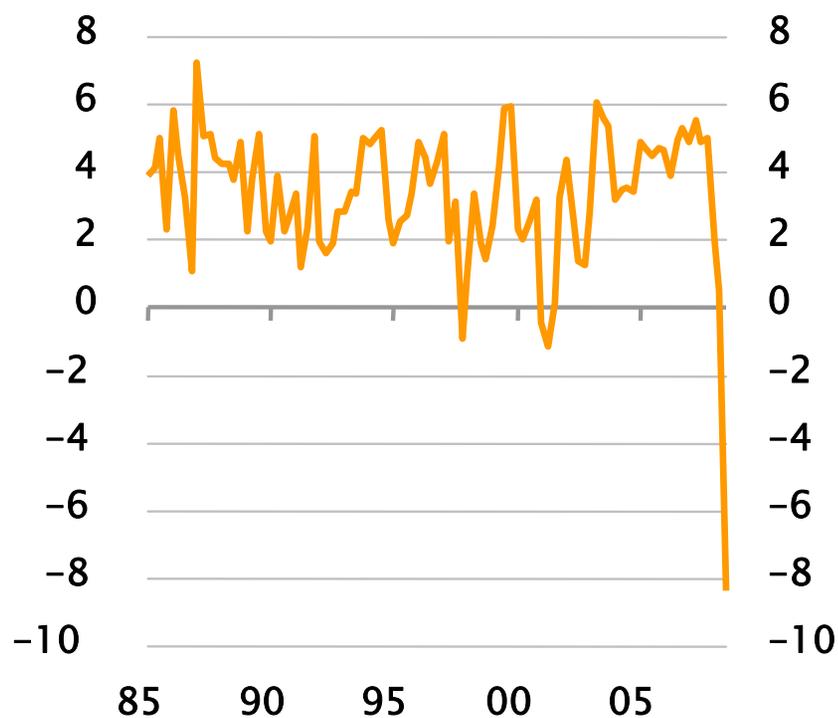
(2) Se considera una muestra de 48 países desarrollados y emergentes.

Fuente: Banco Central de Chile.

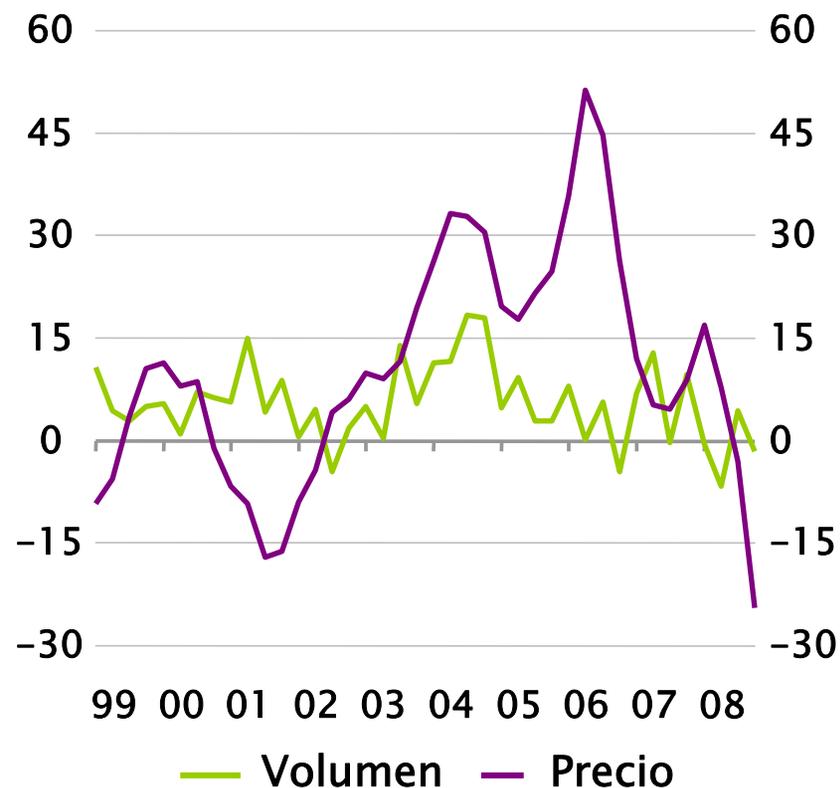


La demanda de los socios comerciales chilenos ha caído, afectando más los precios que el volumen de las exportaciones nacionales.

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



Exportaciones de Chile (variación anual, porcentaje)

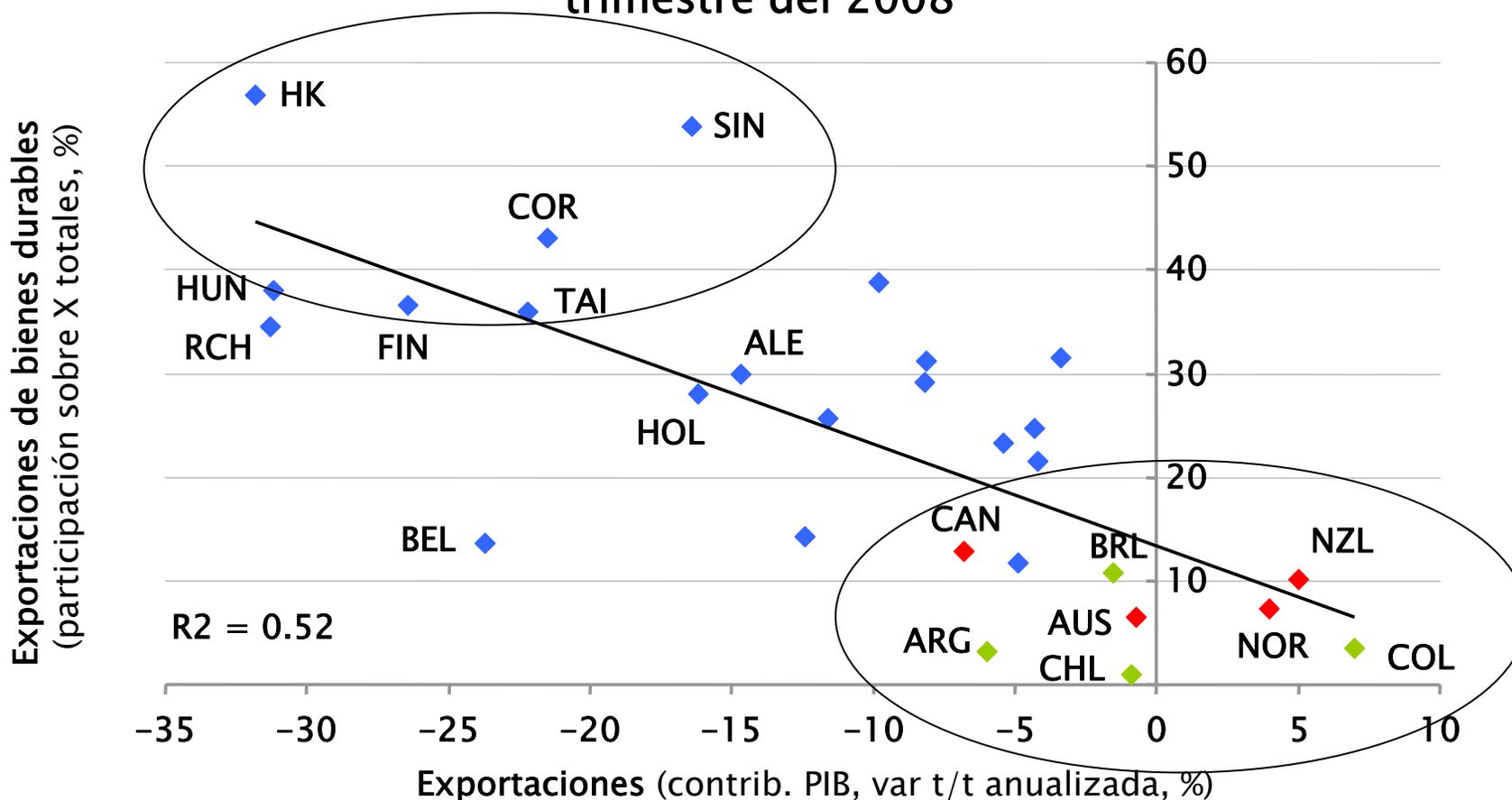


Fuentes: Banco Central de Chile y Fondo Monetario Internacional.



El volumen de comercio de manufacturas ha caído de manera significativa.

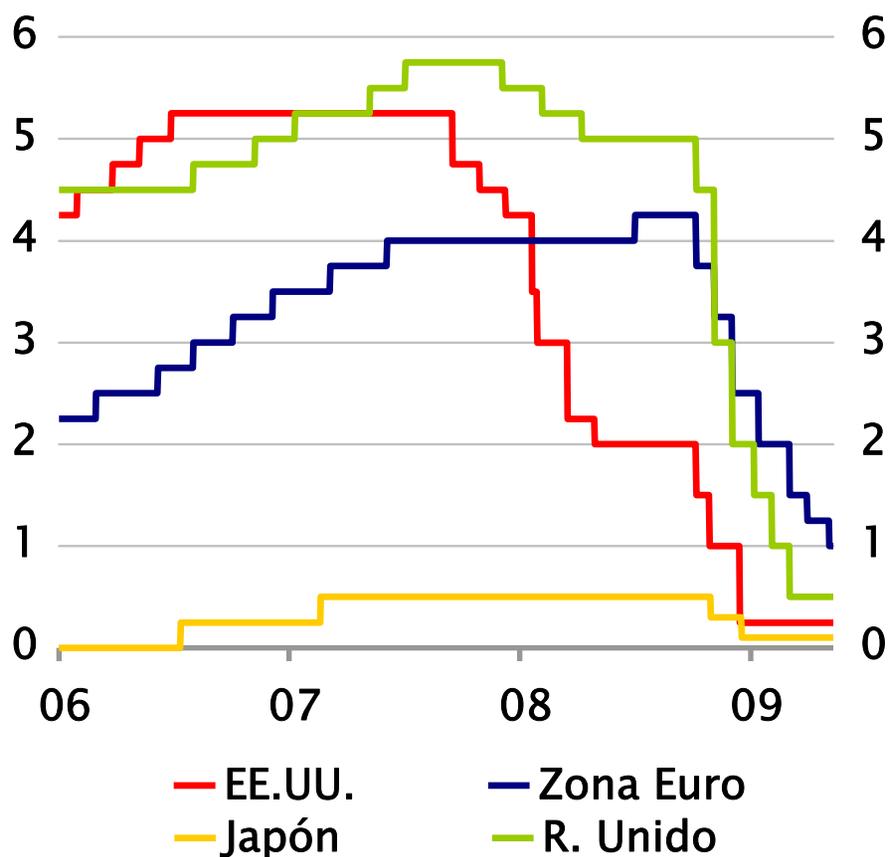
Participación de bienes durables en las exportaciones totales y contribución de las exportaciones al crecimiento trimestral del PIB en el cuarto trimestre del 2008





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

Tasas de política monetaria (porcentaje)



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

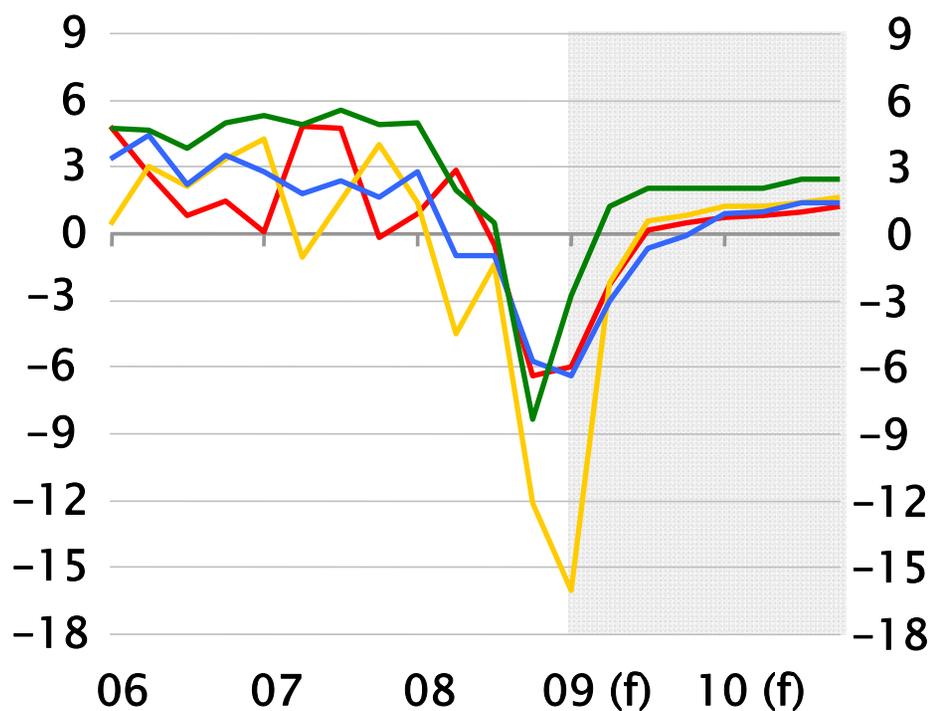
	2009
Rusia	4,1
Rep. Corea	3,9
Arabia Saudita	3,3
China	3,1
Chile	2,8
Japón	2,4
Australia	2,1
Estados Unidos	2,0
Canadá	1,9
Sudáfrica	1,8
Alemania	1,6
México	1,5
Argentina	1,5
Reino Unido	1,4
Indonesia	1,3
Francia	0,7
India	0,6
Brasil	0,6



Se prevé un débil desempeño del mundo desarrollado, una recuperación más rápida de las economías emergentes y holguras más amplias.

Crecimiento mundial

(variación trimestral anualizada, porcentaje)

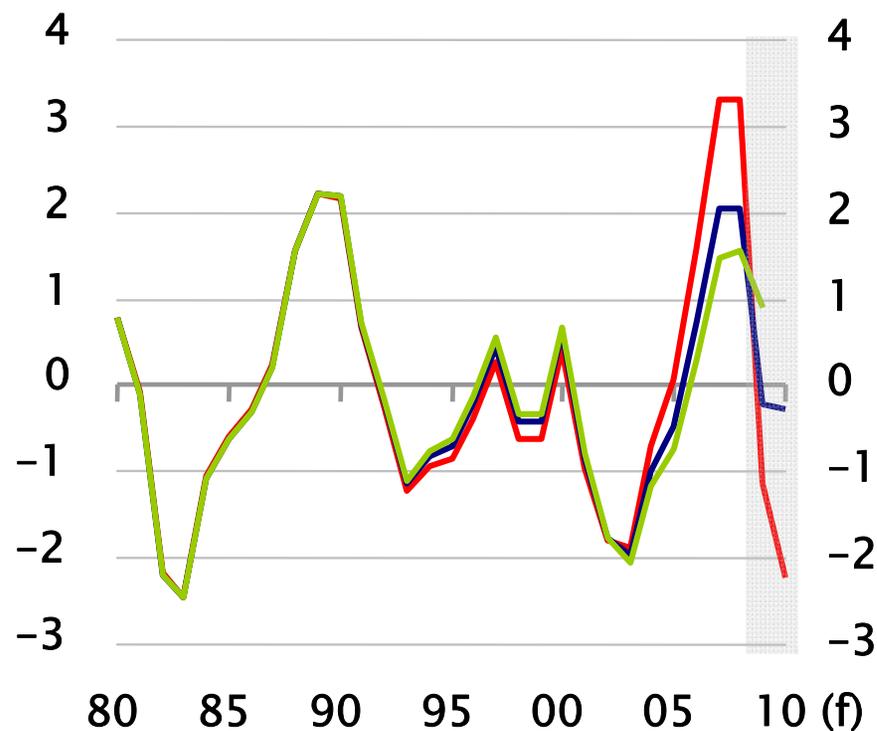


— Estados Unidos — Japón
— Zona Euro — Socios comerciales

(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, aunque los riesgos aún son elevados.

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.

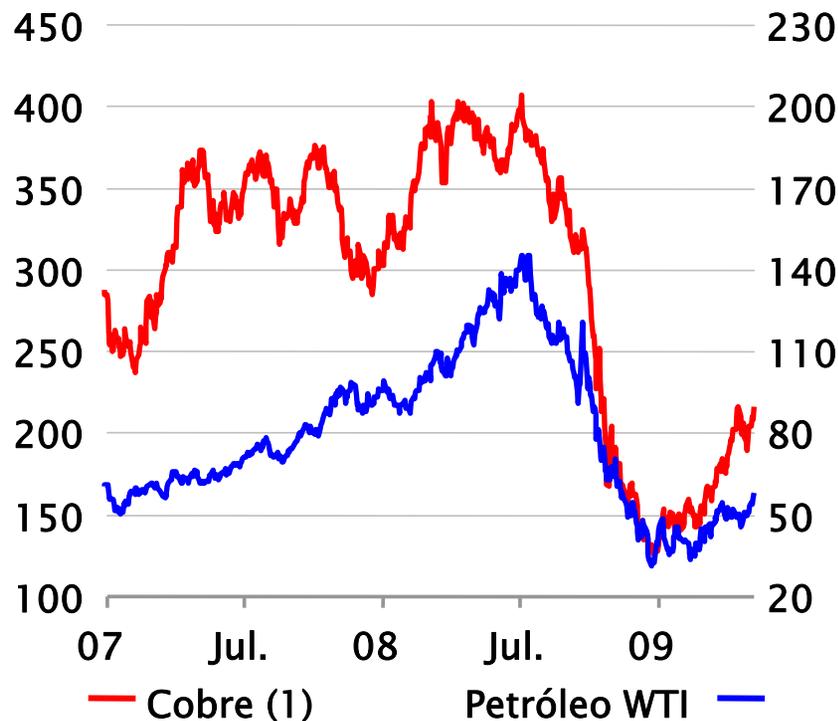
Fuente: Banco Central de Chile en base a una muestra de bancos de inversión, Consensus Forecasts y Fondo Monetario Internacional.



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

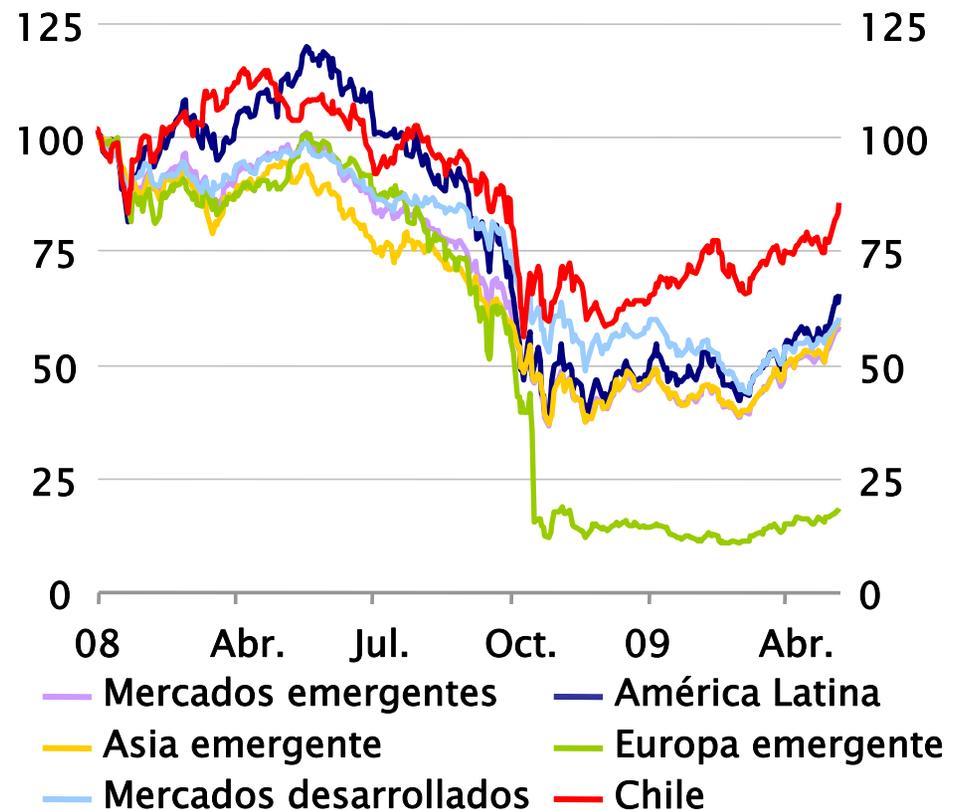
Precios de productos básicos

(centavos de dólar la libra; dólares el barril)



Índices accionarios (2)

(índices, 02/01/2008=100)

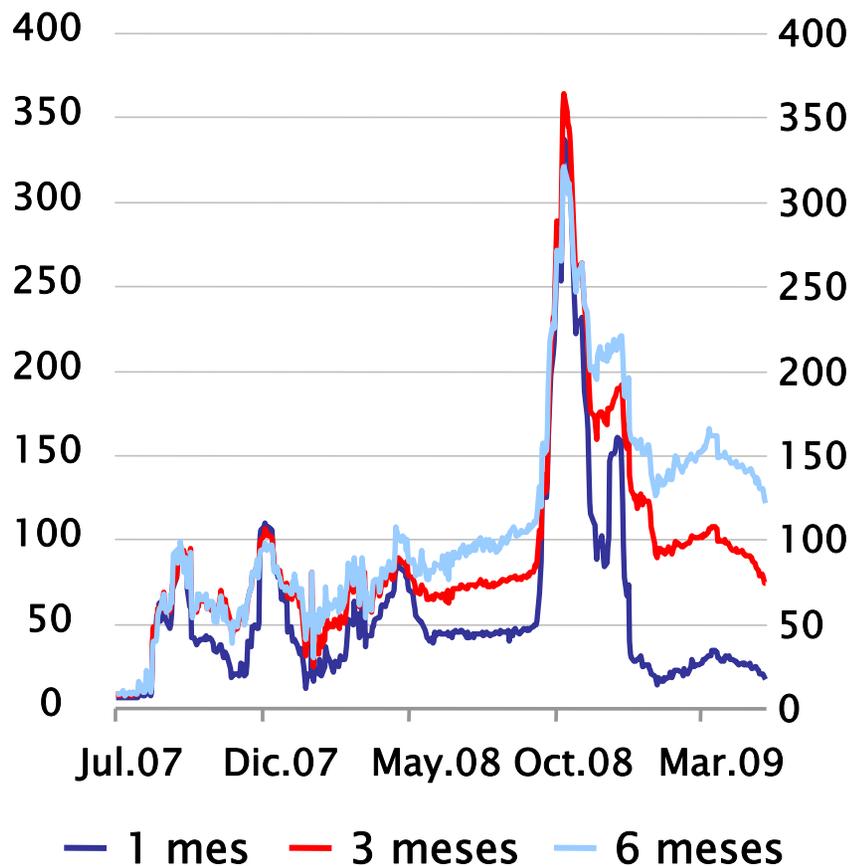


(1) Corresponde al precio de la Bolsa de Metales de Londres. (2) Corresponde al MSCI.
Fuente: Bloomberg.

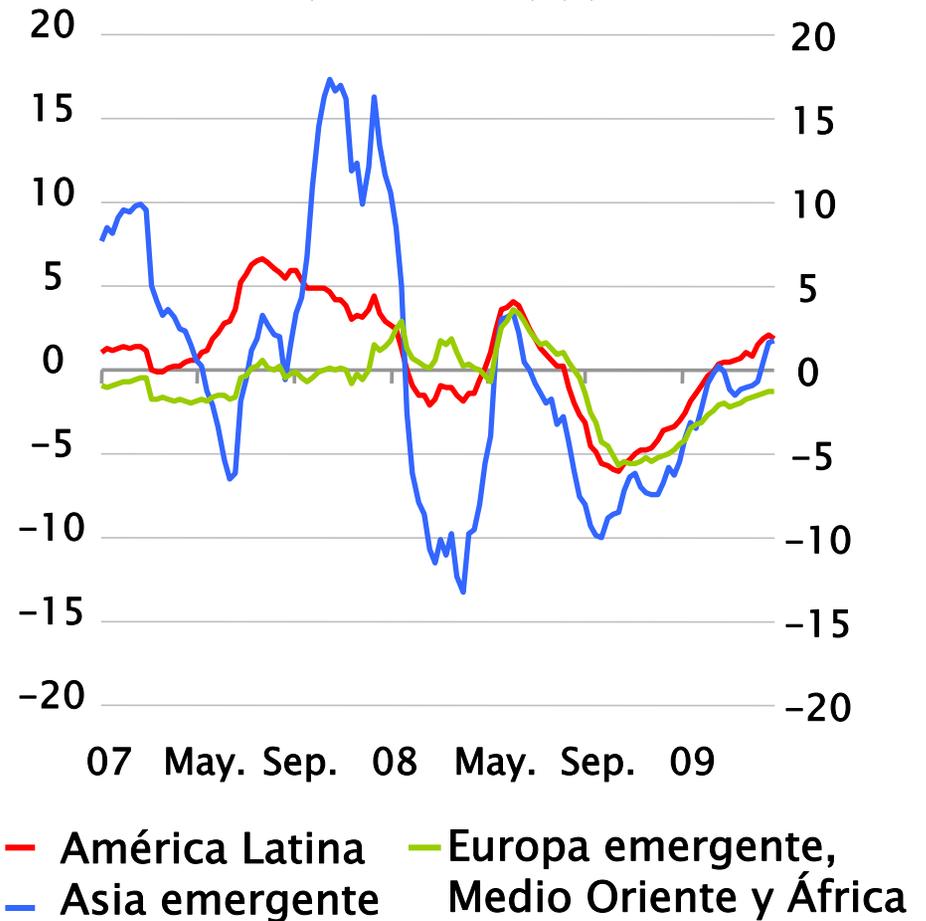


Las tensiones en los mercados financieros mundiales parecen disminuir.

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



Flujos netos de fondos de inversión a economías emergentes
(m.m de US\$) (1)



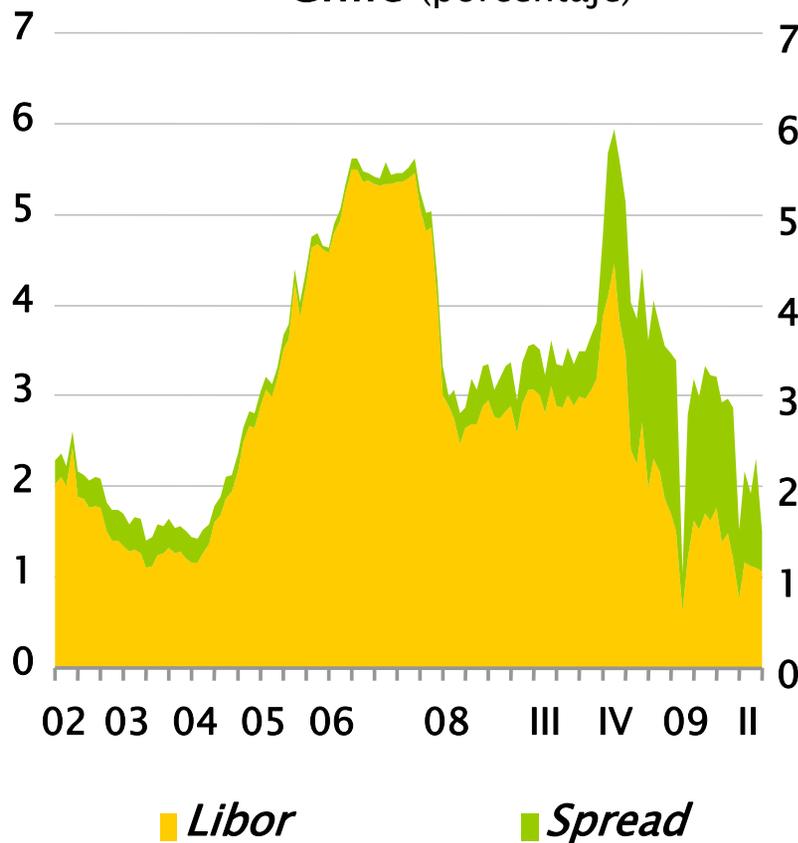


Escenario interno: Situación financiera y percepciones

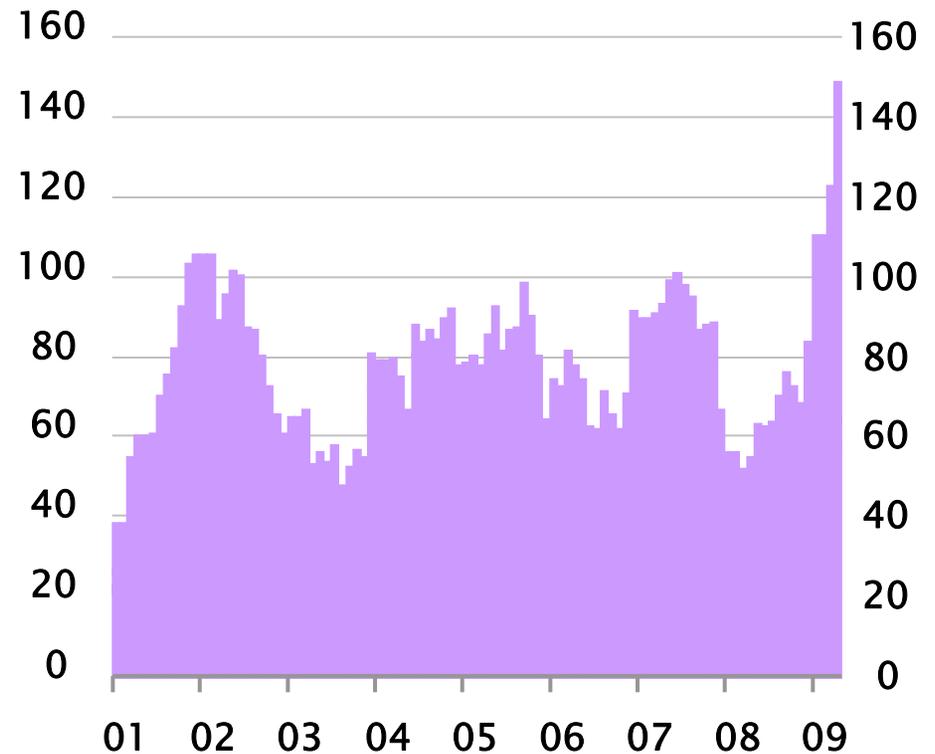


Para Chile el costo de financiamiento externo ha disminuido y a nivel local el mercado de bonos ha tomado impulso.

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



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



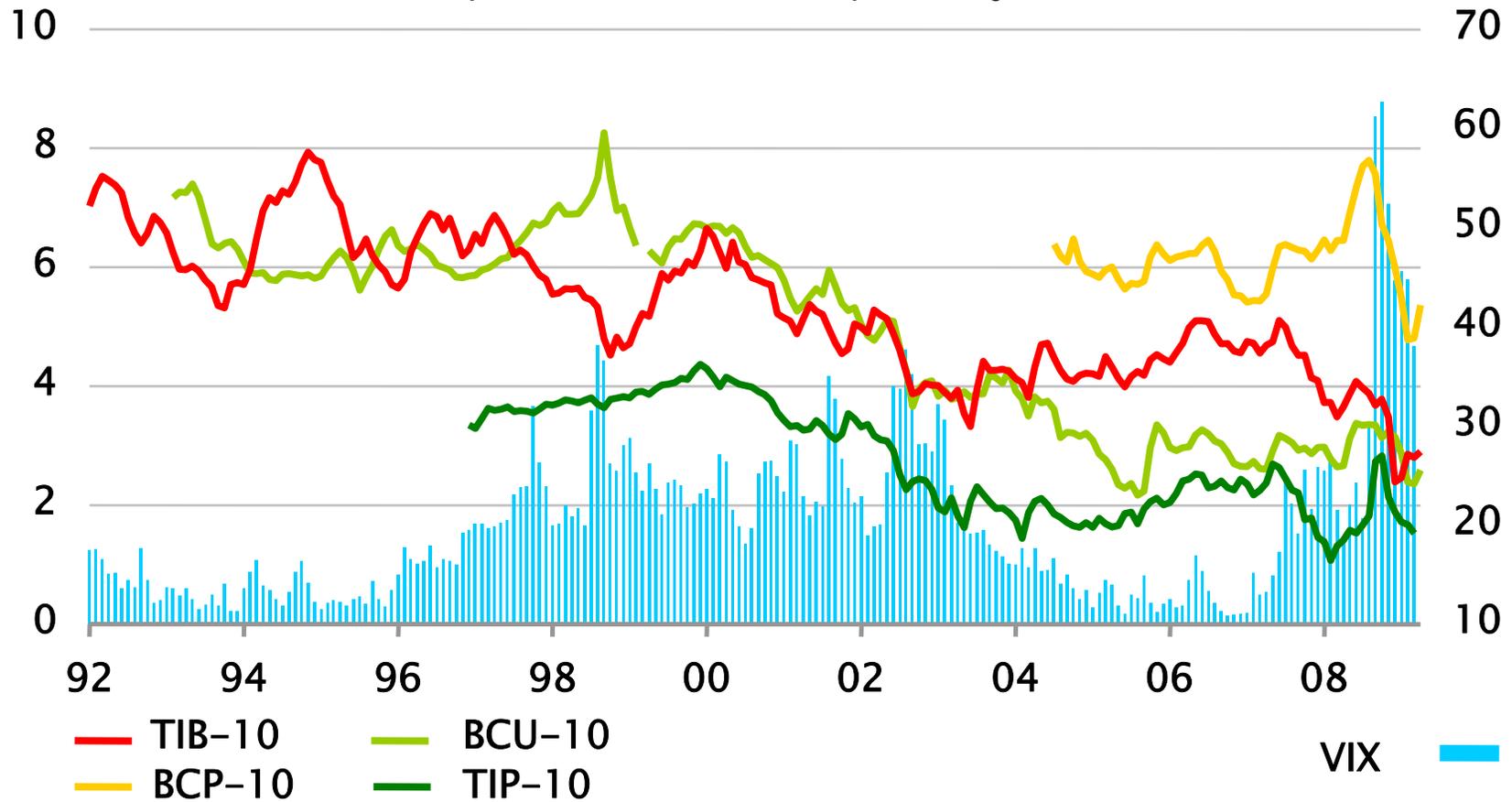
(1) Datos de abril 2009 son provisorios

Fuentes: Banco Central de Chile y Superintendencia de Valores y Seguros.



Los fundamentos de la economía chilena hicieron que los papeles del Banco y la Tesorería se utilizaran como refugio.

VIX y tasas de interés de documentos libres de riesgo: Chile y EE.UU. (promedios mensuales, porcentaje)



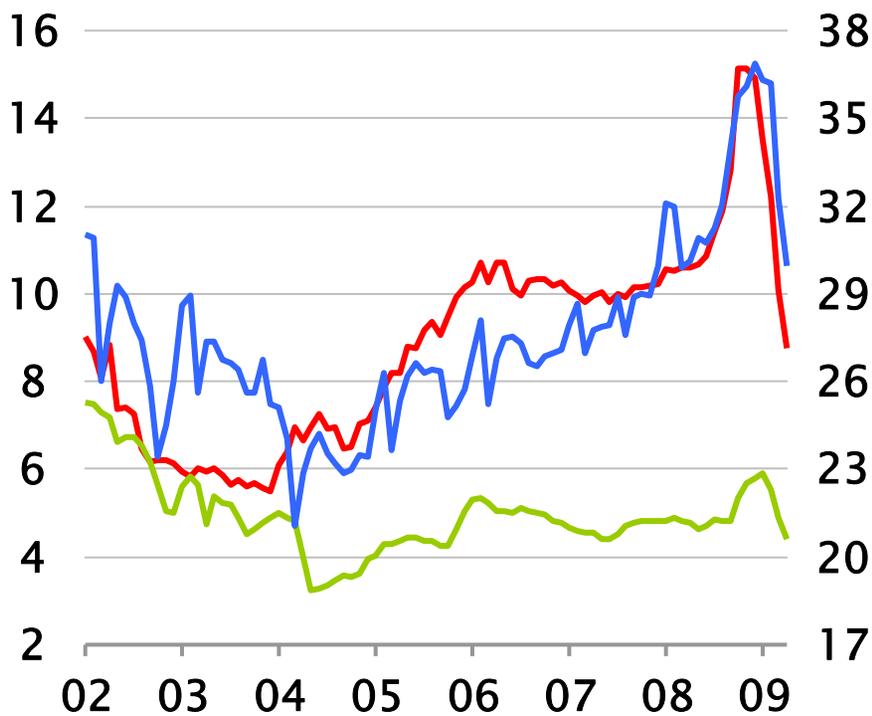
Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.



La baja en la TPM se ha traspasado a las tasas de mercado, aunque el volumen de crédito aún no muestra una recuperación.

Tasas de interés de colocación (1)

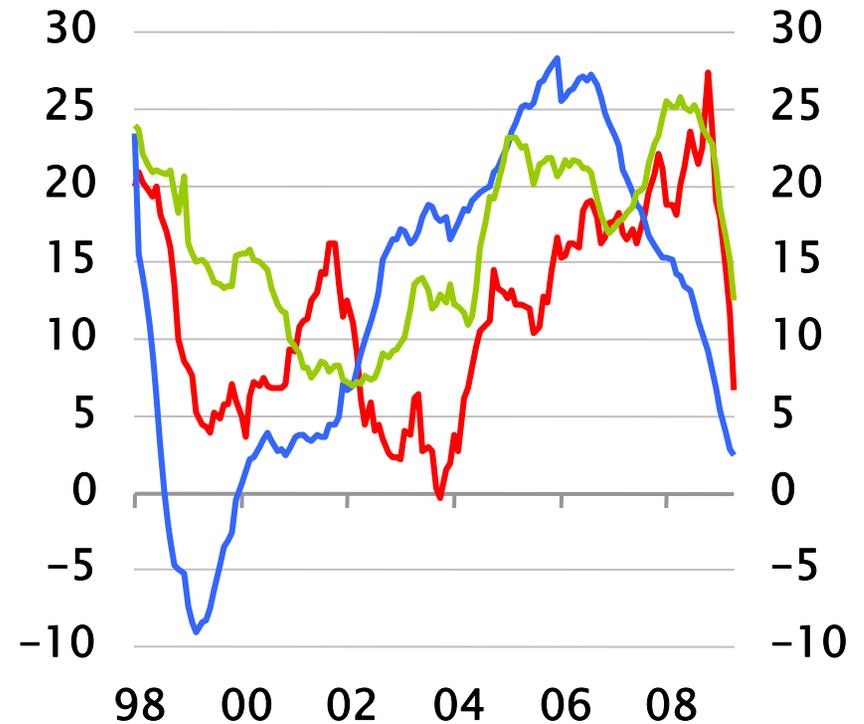
(porcentaje)



— 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.

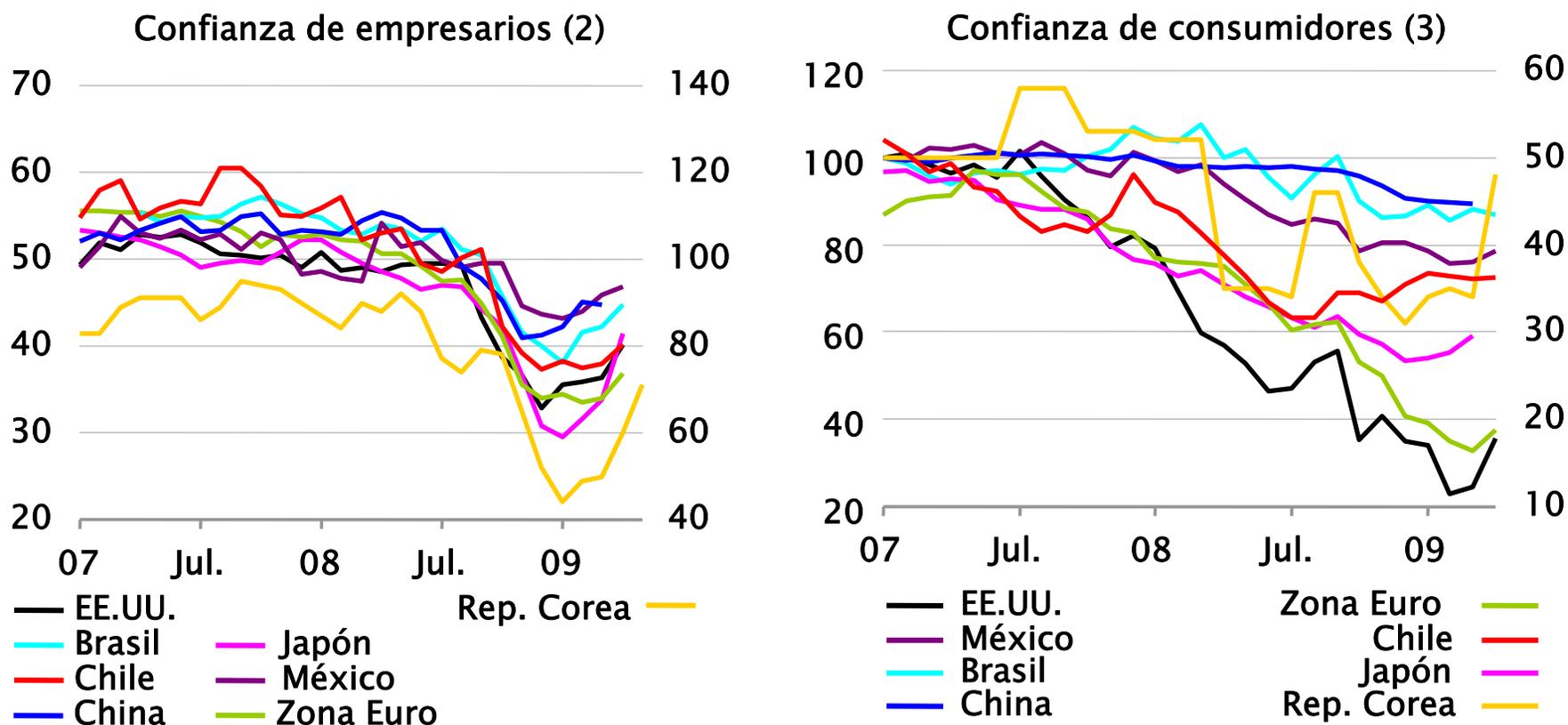
Fuentes: Banco Central de Chile y Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.



El cambio en el escenario macroeconómico se asocia al significativo deterioro de las expectativas y al aumento en la incertidumbre a nivel global.

Percepción económica (1)

(índices de difusión, porcentaje)



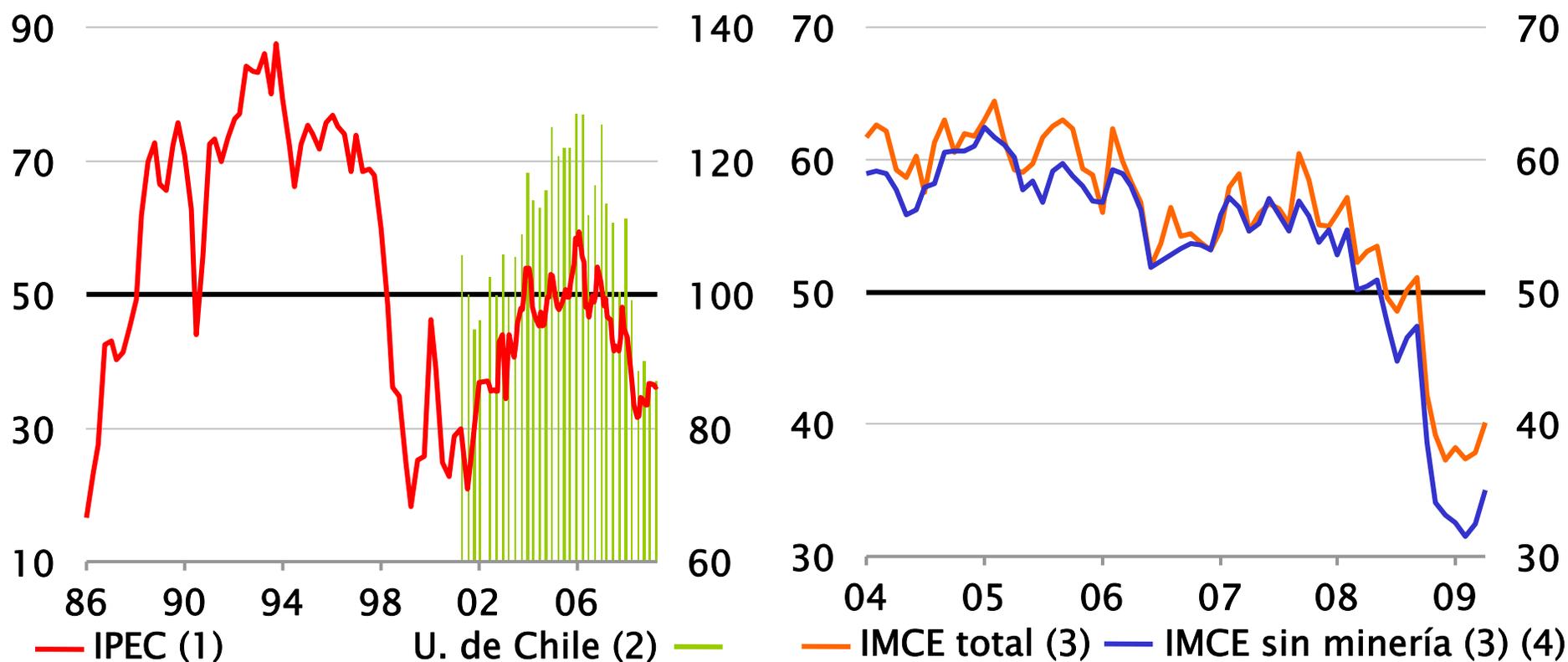
(1) Para Chile, se utilizan IPEC e IMCE. (2) Rep. Corea tiene pivote en 100. (3) Las series de Chile, Japón, Rep. Corea y Zona Euro tienen pivote en 50. El resto de las series, son índices con base en enero 2007=100.

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



En Chile, los indicadores de expectativas 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.



Escenario interno: Situación financiera y percepciones

- Es posible que el deterioro de las expectativas y la mayor incertidumbre expliquen una parte significativa de la sincronía entre Chile y el mundo a fines del 2008.
- La caída en el nivel de la demanda interna supera largamente a la del PIB, lo que 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.



Escenario interno: Situación financiera y percepciones

- 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.



Escenario interno: Actividad, precios y 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

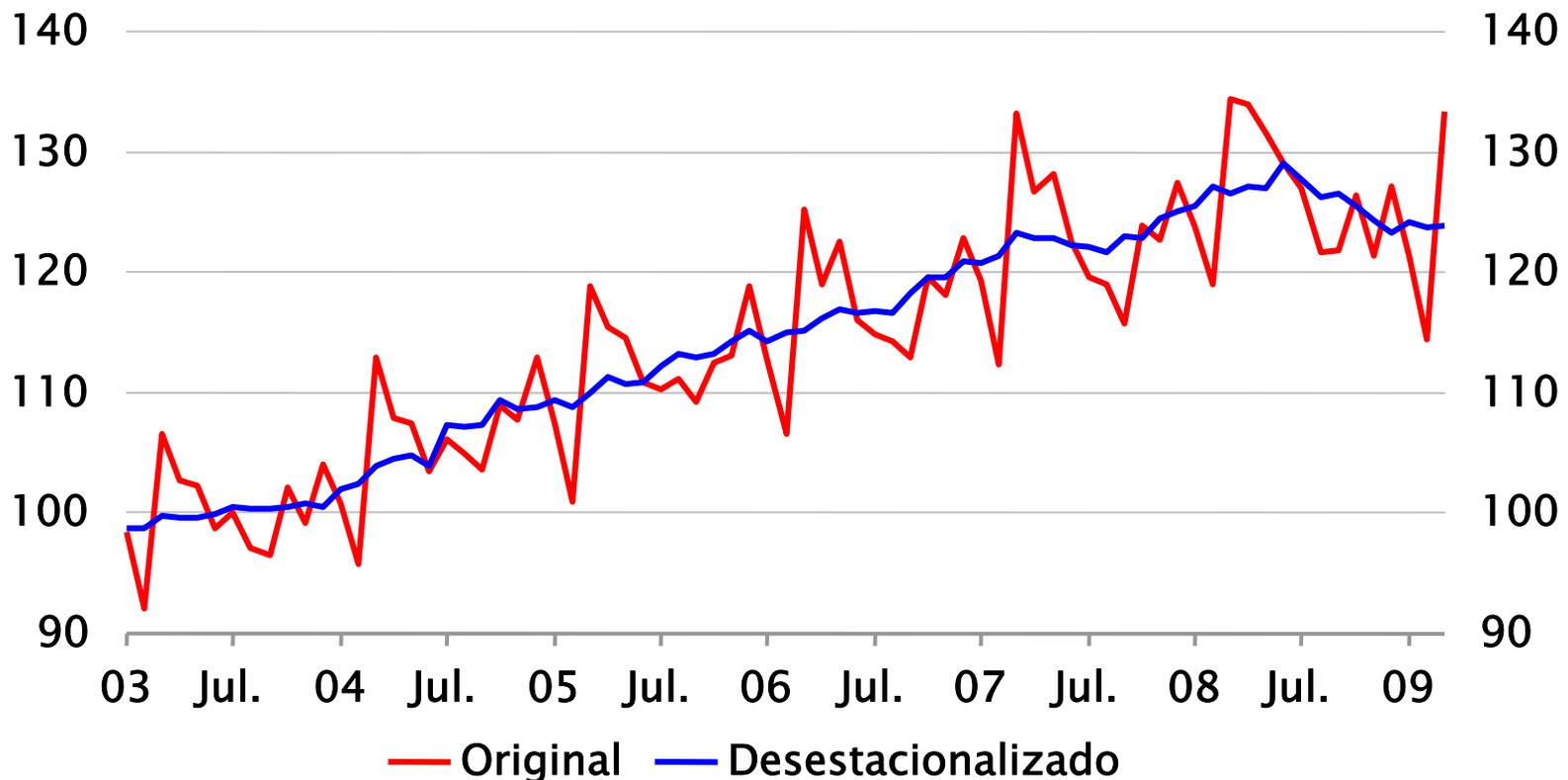
(f) Proyección.

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)

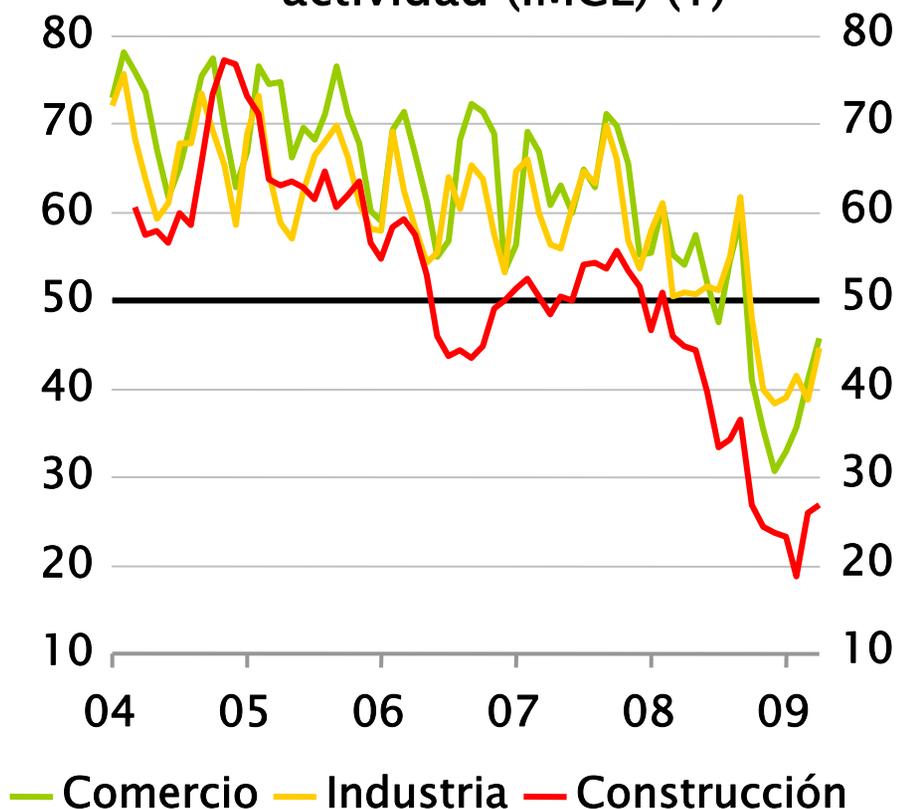


Fuente: Banco Central de Chile.

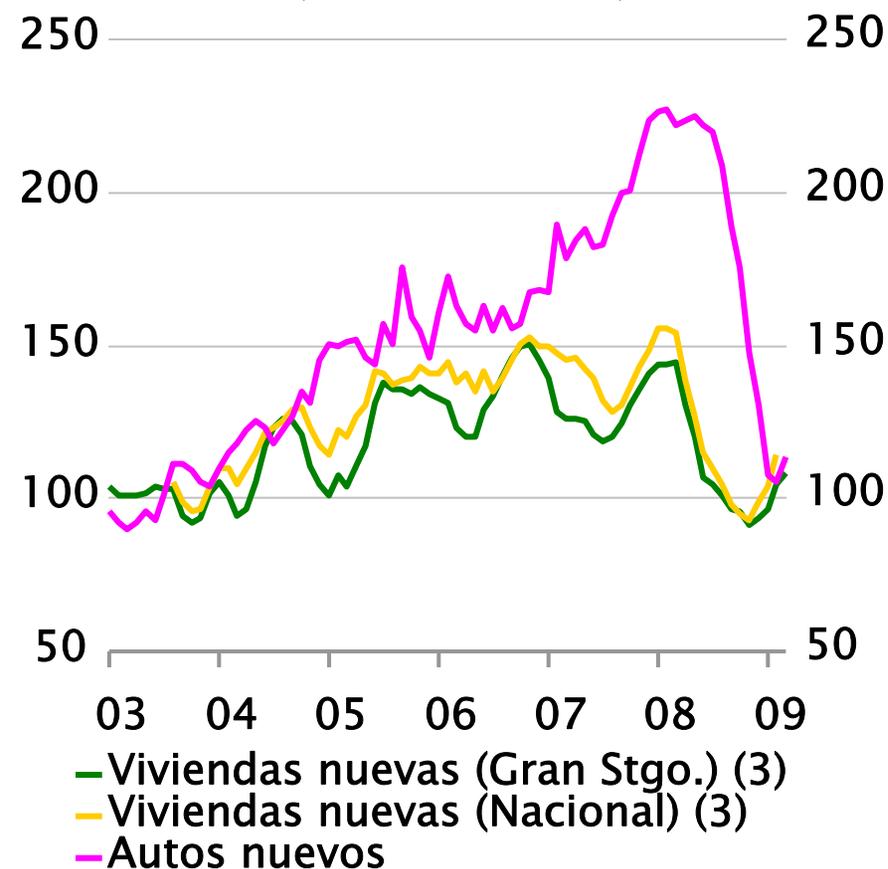


Algunos indicadores de expectativas, actividad y demanda ya muestran aumentos o estabilidad en el margen.

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



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

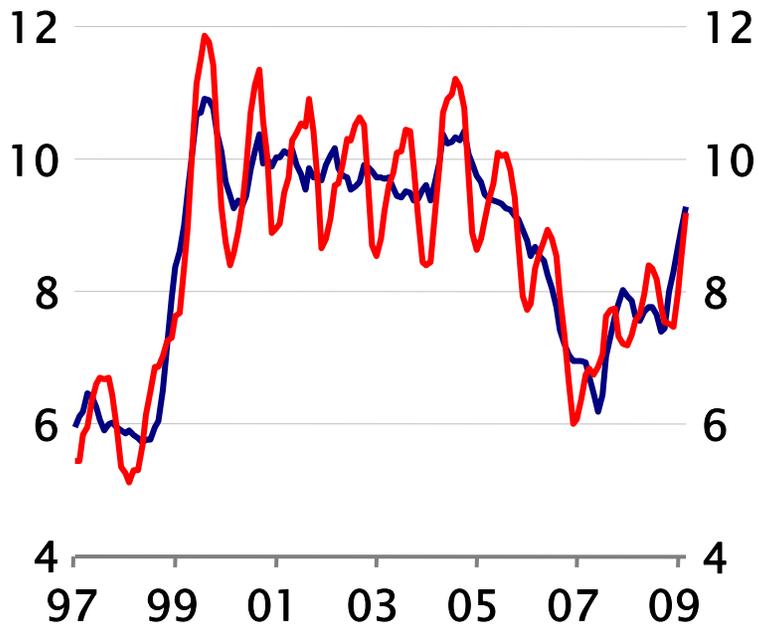


(1) Un valor sobre (bajo) 50 indica aumentará (disminuirá); (2) Series desestacionalizadas; (3) Vendidas en el trimestre móvil. Fuentes: Asociación Nacional Automotriz de Chile (ANAC), Banco Central de Chile, Cámara Chilena de la Construcción (CChC) e ICARE/Universidad Adolfo Ibáñez.



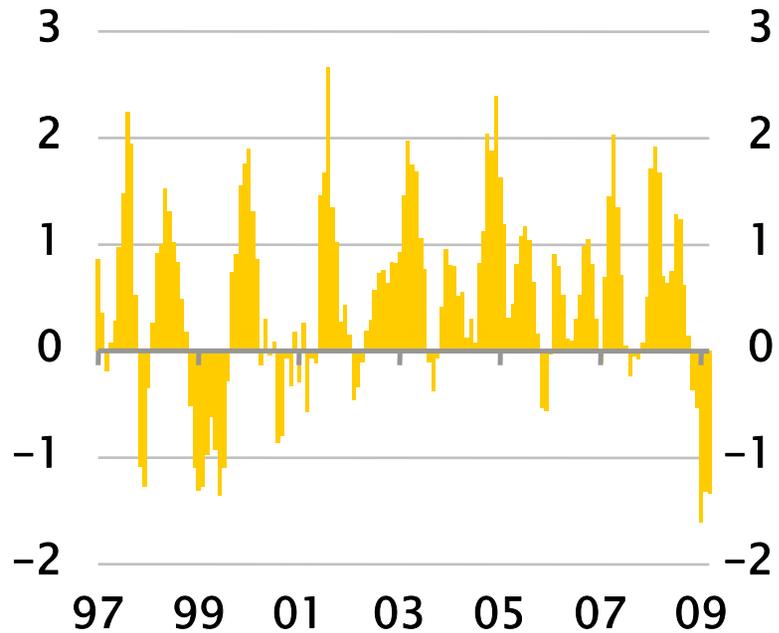
El desempleo está aumentando y puede seguir haciéndolo aun cuando la actividad comience a recuperarse. Esto podría ser mitigado por el anuncio de Gobierno del Acuerdo Nacional por el Empleo.

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 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.

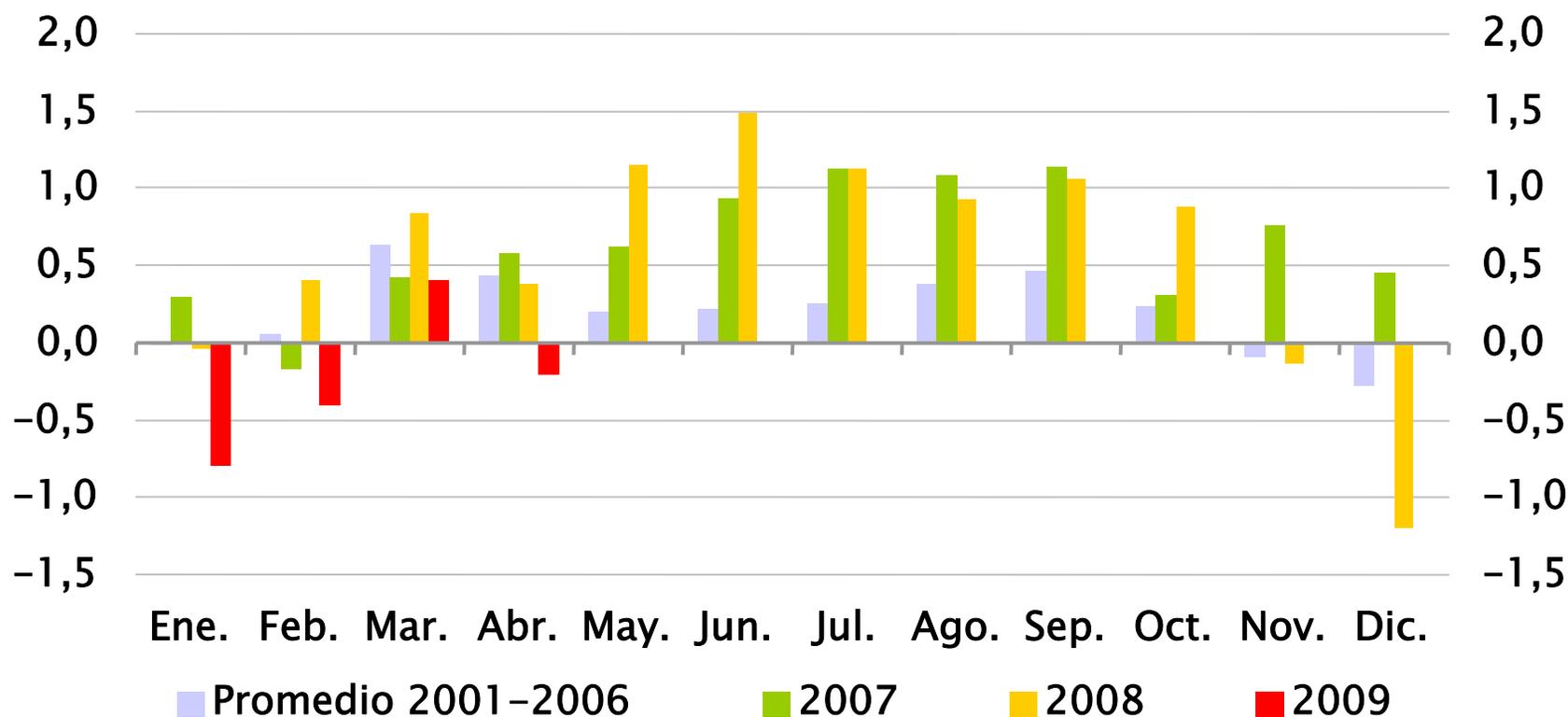
(*) Correspondiente a la inflación proyectada para el segundo trimestre del 2011.

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.

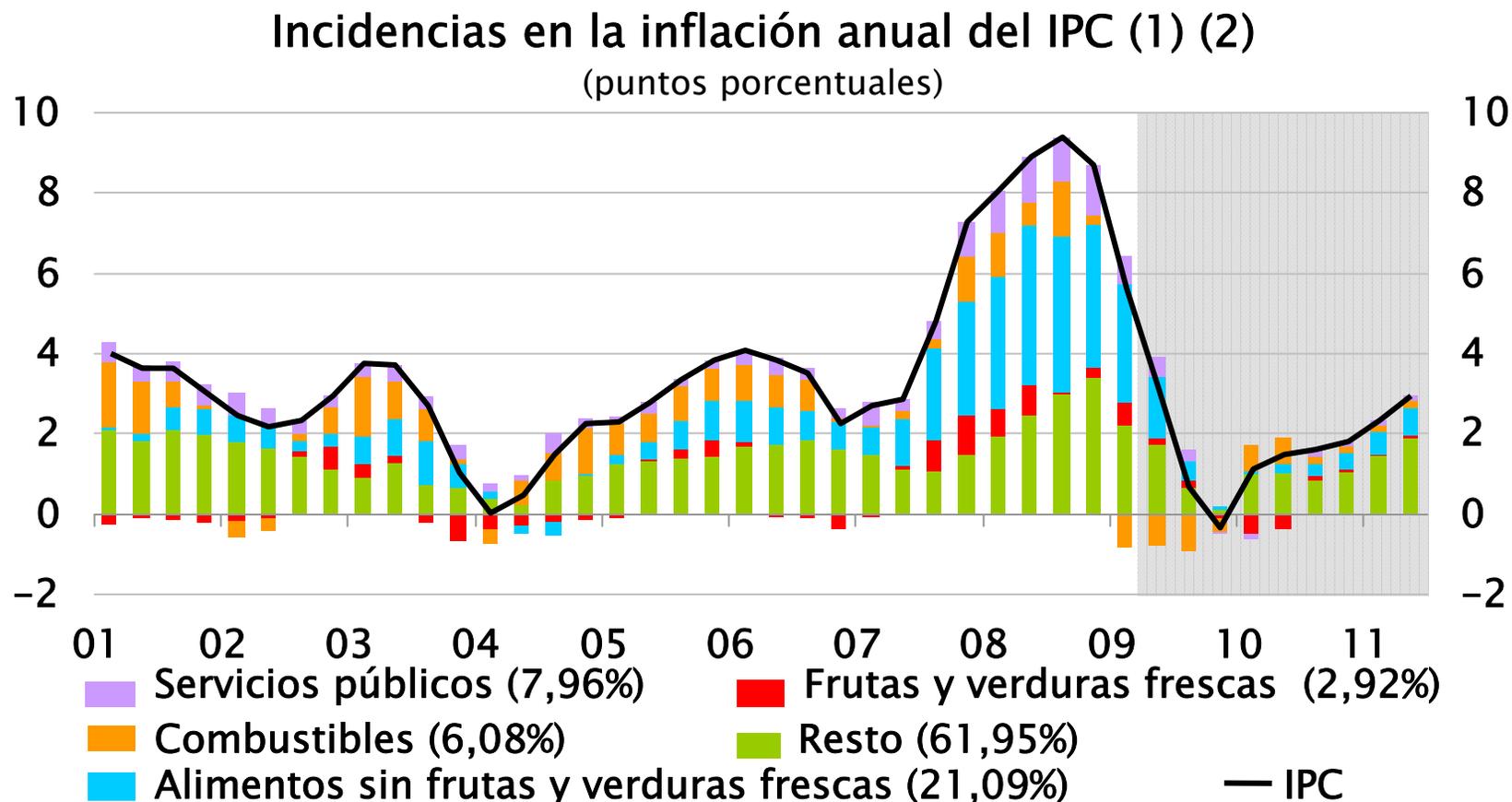
Inflación mensual del IPC
(porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.



En el mediano plazo, la inflación reflejará las menores presiones inflacionarias, en especial por el aumento de las holguras de capacidad.



(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.



Escenario interno: Actividad, precios y perspectivas

- Como supuesto metodológico, se considera que el tipo de cambio real (TCR) se ubicará en niveles similares a los observados en las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM.
- Tras alcanzar un máximo en torno a 8% anual a fines del 2008, el incremento de los salarios nominales comenzó a descender. Esta dinámica sugiere un comportamiento acorde con las cláusulas habituales de indexación y el estado del ciclo.
- 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.



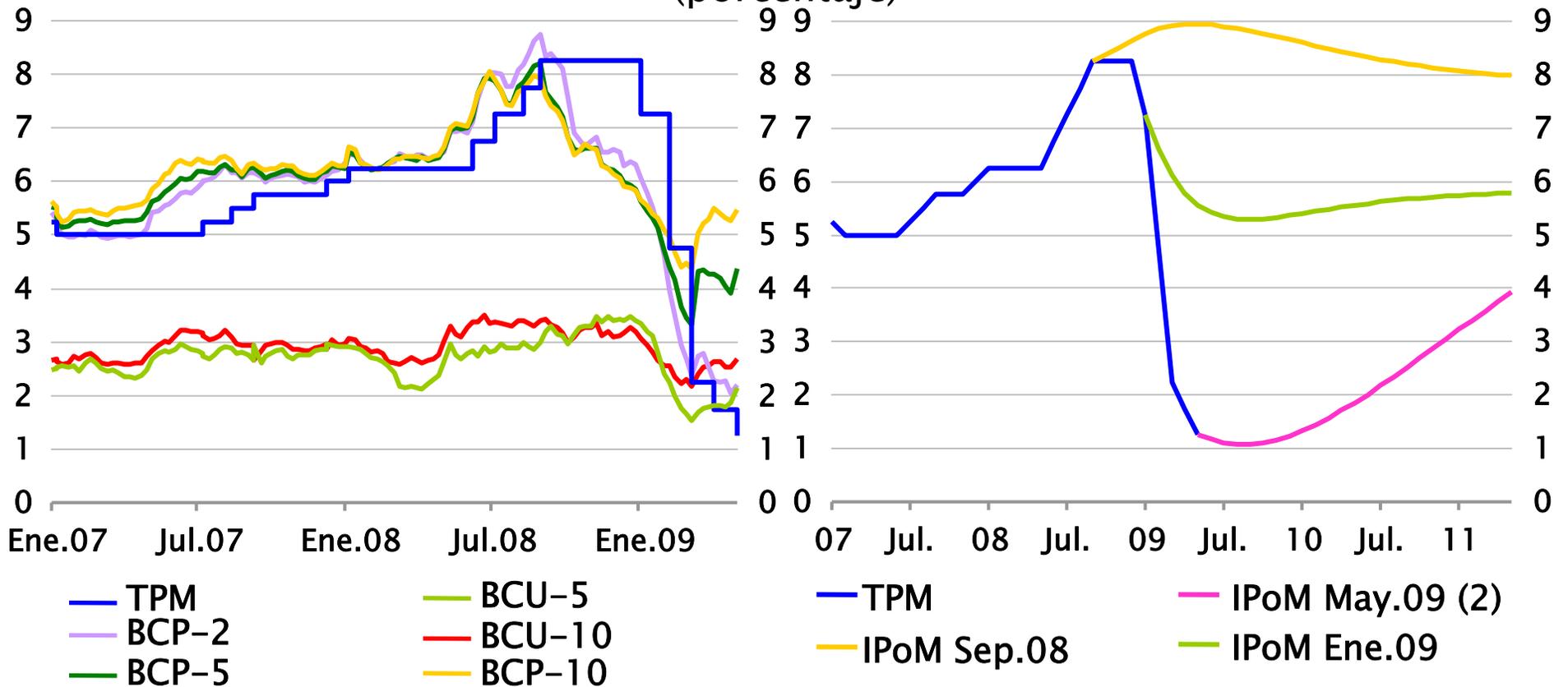
Política monetaria y riesgos



Política monetaria y riesgos

TPM, tasas de documentos del Banco Central 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 y riesgos

- Se prevé, 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 ubicará por debajo de lo que se infiere de estos precios.
- El Consejo no descarta que sea necesario reducir nuevamente la TPM, lo que en ningún caso compromete la política monetaria futura, la que se ajustará acorde con la evolución del escenario macroeconómico y la inflación.
- Una parte significativa de los riesgos en torno al escenario base dependen de la evolución que efectivamente muestre el panorama económico global, cuyo abanico de riesgos es inusualmente alto.



Política monetaria y riesgos

- Los riesgos respecto de las perspectivas de corto plazo para el crecimiento mundial son menos desbalanceados y amplios que en enero.
- En las últimas semanas, se han comenzado a visualizar algunos signos de que la crisis en las economías desarrolladas podría estar estabilizándose.
- Sin embargo, es posible que estas señales sean solo una etapa más dentro de la volatilidad que los mercados han mostrado.



Política monetaria y riesgos

- Por el contrario, si el repunte en los mercados bursátiles y la menor aversión al riesgo son indicaciones concretas de que la incertidumbre se está despejando, puede observarse un repunte más generalizado de la actividad y la demanda a nivel global en el corto plazo.
- La concreción de algunos de estos riesgos tiene implicancias relevantes para el panorama económico nacional, en especial lo referido a la posibilidad de que las expectativas de los consumidores y empresarios tarden más de lo previsto en mejorar o que la economía se recupere rápidamente de su situación actual.



Política monetaria y 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 baja, y es posible que la resolución de los problemas financieros tome un tiempo prolongado.
- A las dudas respecto de la efectividad de mediano plazo de las medidas tomadas para resolver la crisis internacional, 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.



Política monetaria y riesgos

- 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.
- Además, los desbalances globales referidos en IPoM anteriores están aún latentes.



Política monetaria y riesgos

- Con todo, la evolución de la demanda interna y la actividad en lo más inmediato tendrá efectos de primer orden en el crecimiento promedio del 2009.
- Un escenario de crecimiento para la economía chilena más favorable puede resultar de una situación en que se dé una mayor sincronía con las economías que ya muestran aumentos en su nivel de actividad.
- Si a lo anterior se suma la magnitud del impulso de las políticas macroeconómicas y un efecto relevante de las medidas de apoyo al crédito y al mercado laboral, se puede dar una brusca alza en el ritmo de repunte de la actividad y la demanda.



Política monetaria y riesgos

- Chile tiene bases sólidas para una recuperación temprana y sostenida de su economía.
- Nadie pudo escapar del impacto del colapso financiero de fines del año pasado sobre la economía real, pero la capacidad de recuperación estará determinada en gran medida por las fortalezas de cada economía.
- Chile debiera ser de las primeras economías en 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.



Política monetaria y riesgos

- 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

Manuel Marfán Lewis
Consejero BCCh

Temuco, 14 de mayo 2009