



INFORMES DE POLÍTICA MONETARIA Y DE ESTABILIDAD FINANCIERA, ENERO 2009

Enrique Marshall R.
Consejero
Banco Central de Chile



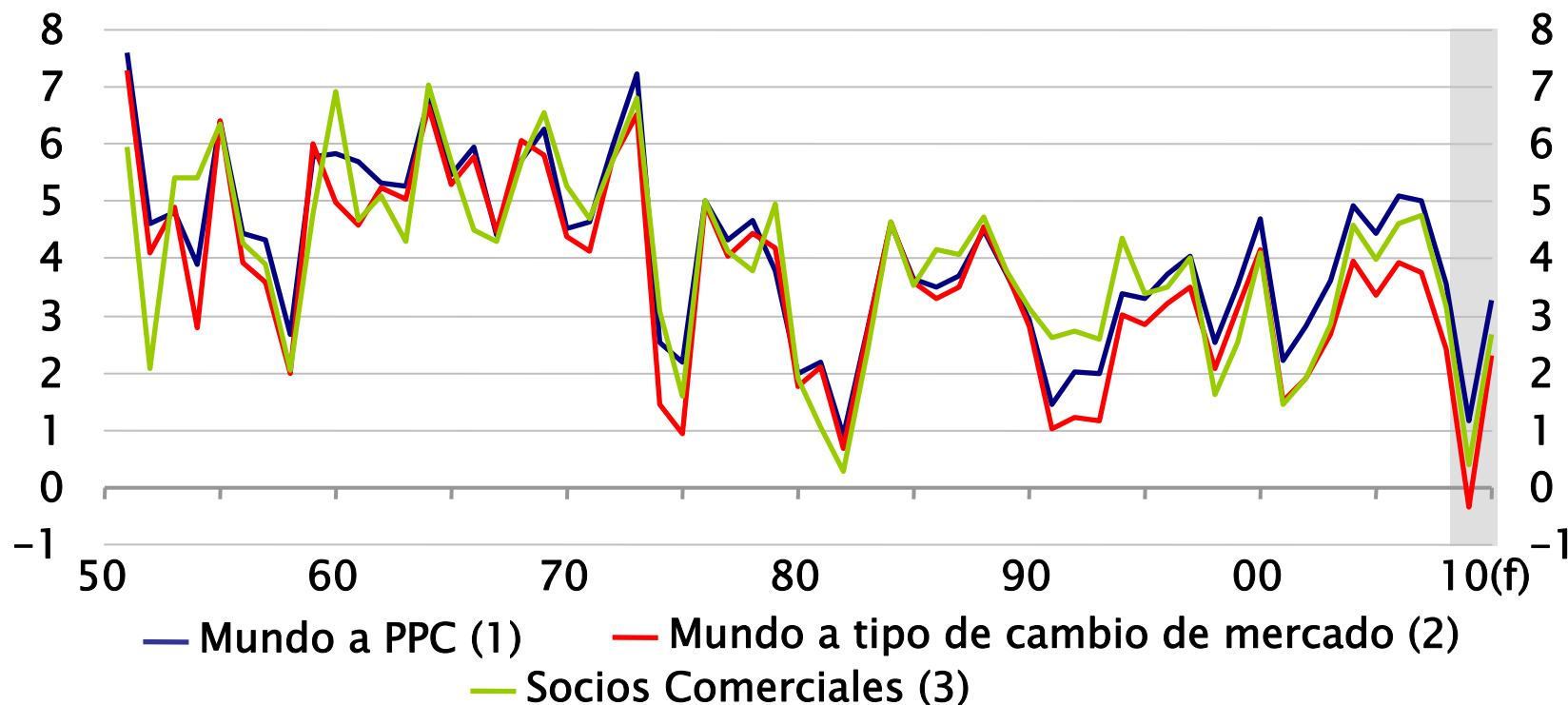
El escenario económico mundial y chileno ha cambiado drásticamente desde el Informe de Política Monetaria (IPoM) de septiembre.

- Las perspectivas de crecimiento mundial han mostrado un severo deterioro y para este año se prevé un muy bajo crecimiento, como hace décadas no se registraba.
- Lo que comenzó como una crisis financiera focalizada en el sector inmobiliario de los Estados Unidos, se ha transmitido con fuerza inusitada a la economía mundial y el estrés sobre la estabilidad del sistema financiero en las principales economías desarrolladas tiene pocos precedentes en la historia moderna.



El consenso de mercado proyecta que el crecimiento de este año, medido de distintas formas, será el más bajo en décadas.

Crecimiento mundial
(variación real anual, porcentaje)



(f) Proyección.

(1) Entre 1950 y 1980, considera ponderadores a PPC de 1980. Desde 1980 en adelante considera ponderadores del 2008.

(2) Entre 1950 y 1970, considera ponderadores a tipo de cambio de mercado de 1970. Desde 1970 en adelante considera ponderadores del 2008.

(3) Entre 1950 y 1970, considera ponderadores de socios comerciales de 1970. Desde 1970 en adelante considera ponderadores del 2008.

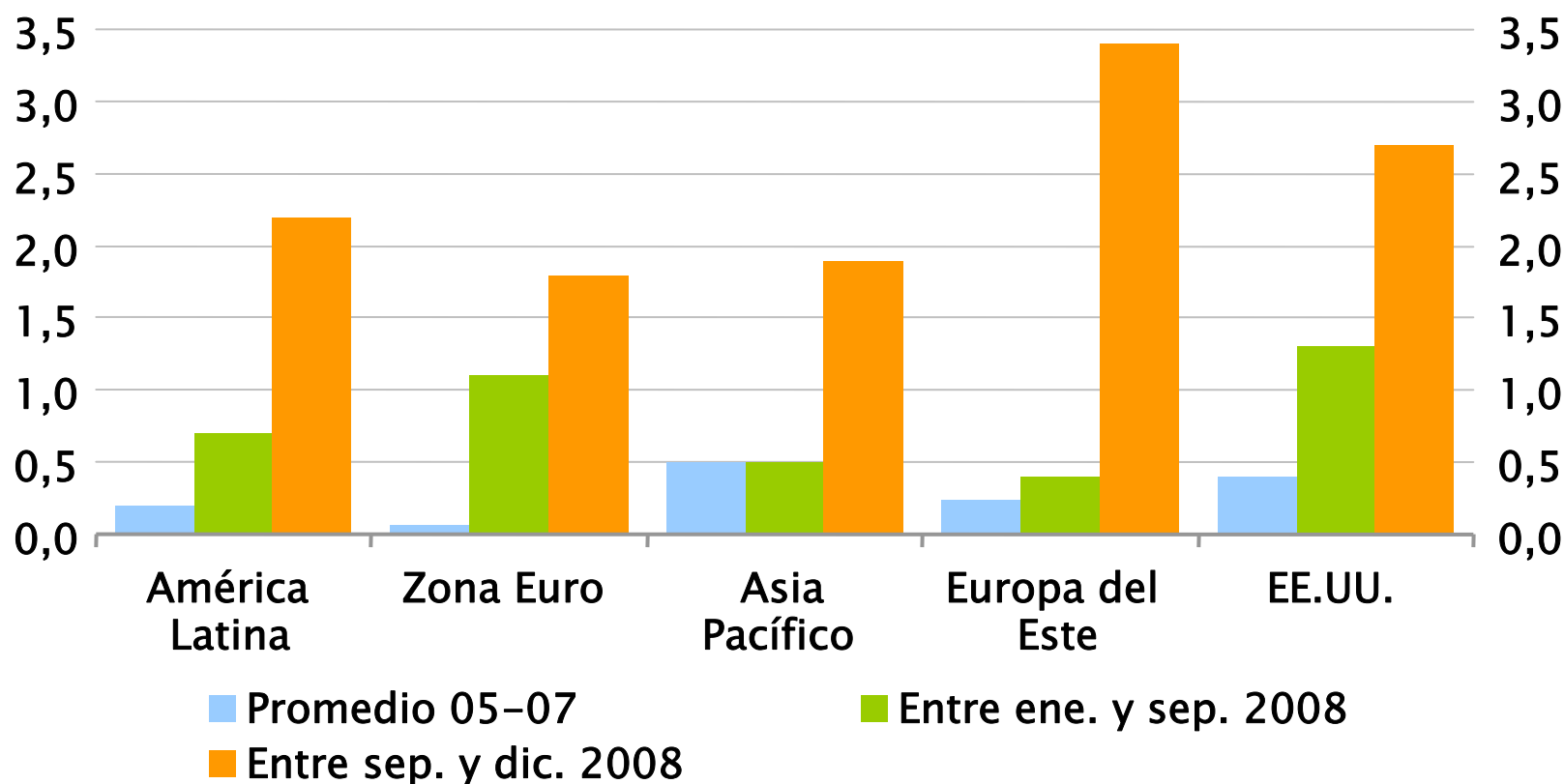
Fuente: Banco Central de Chile en base a Banco Mundial, Eurostat, FMI y Penn World Tables.



Incluso, el nivel de las correcciones en los últimos meses es bastante inédito.

Cambio en la proyección de crecimiento (*)

(valor absoluto, puntos porcentuales)



(*) Corresponde al cambio en las proyecciones para el año calendario siguiente.

Fuente: Consensus Forecasts de las fechas indicadas.



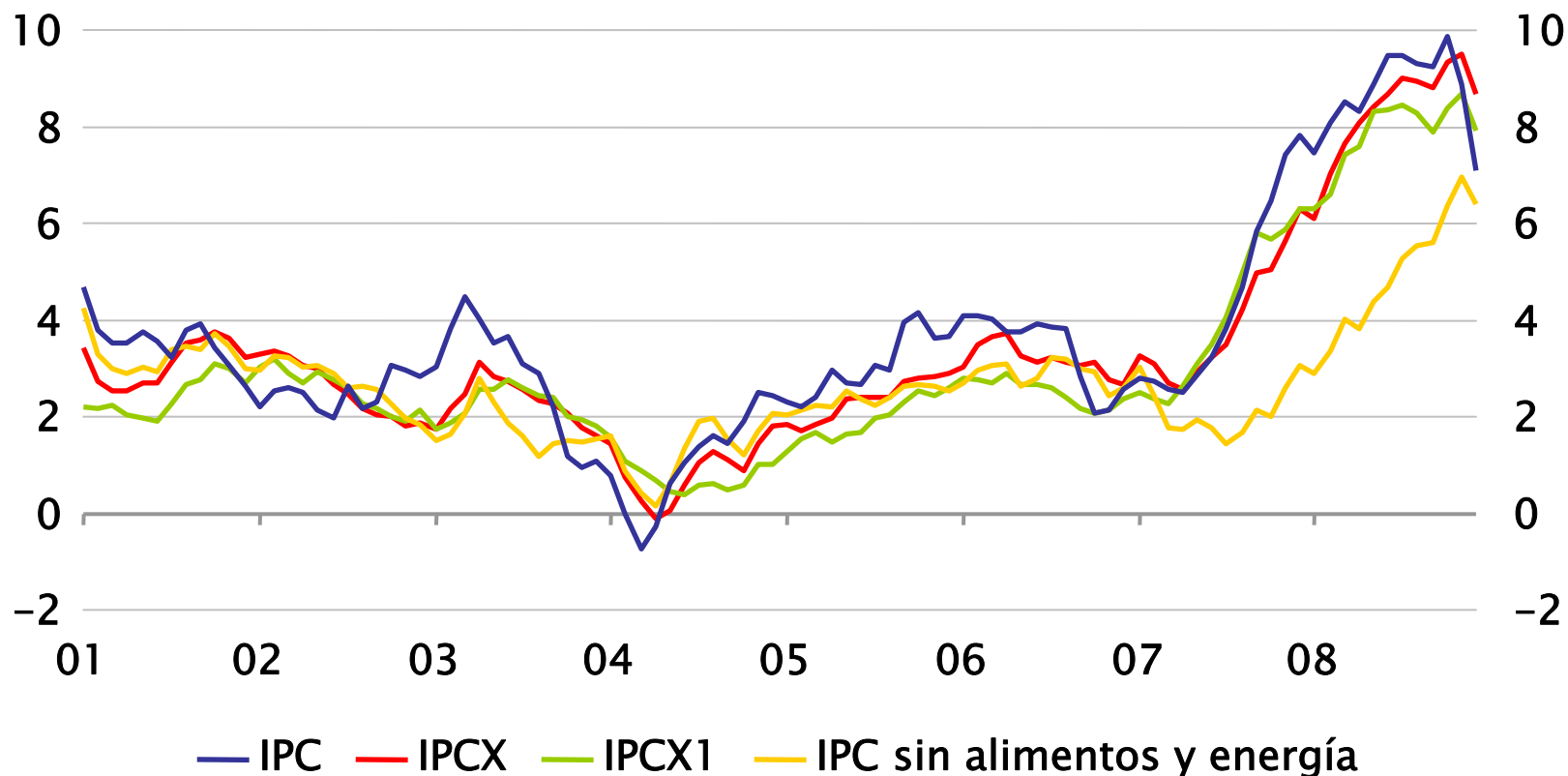
La economía nacional no es ni será inmune a los acontecimientos externos.

- Se espera que la crisis crediticia global y los costos que ella implica para el financiamiento en los mercados externos perdure por algunos trimestres, en particular porque el proceso de ajuste (des-apalancamiento) en el sistema financiero global puede extenderse por un tiempo prolongado.
- El menor dinamismo de la demanda mundial repercutirá en las exportaciones chilenas, a lo que se suma el impacto sobre las decisiones de gasto de empresas y personas causado por la incertidumbre del escenario macroeconómico.



En los últimos meses, la inflación mensual del IPC se ha reducido significativamente, en especial por la fuerte caída en el precio de los combustibles.

Indicadores de inflación
(variación anual, porcentaje)



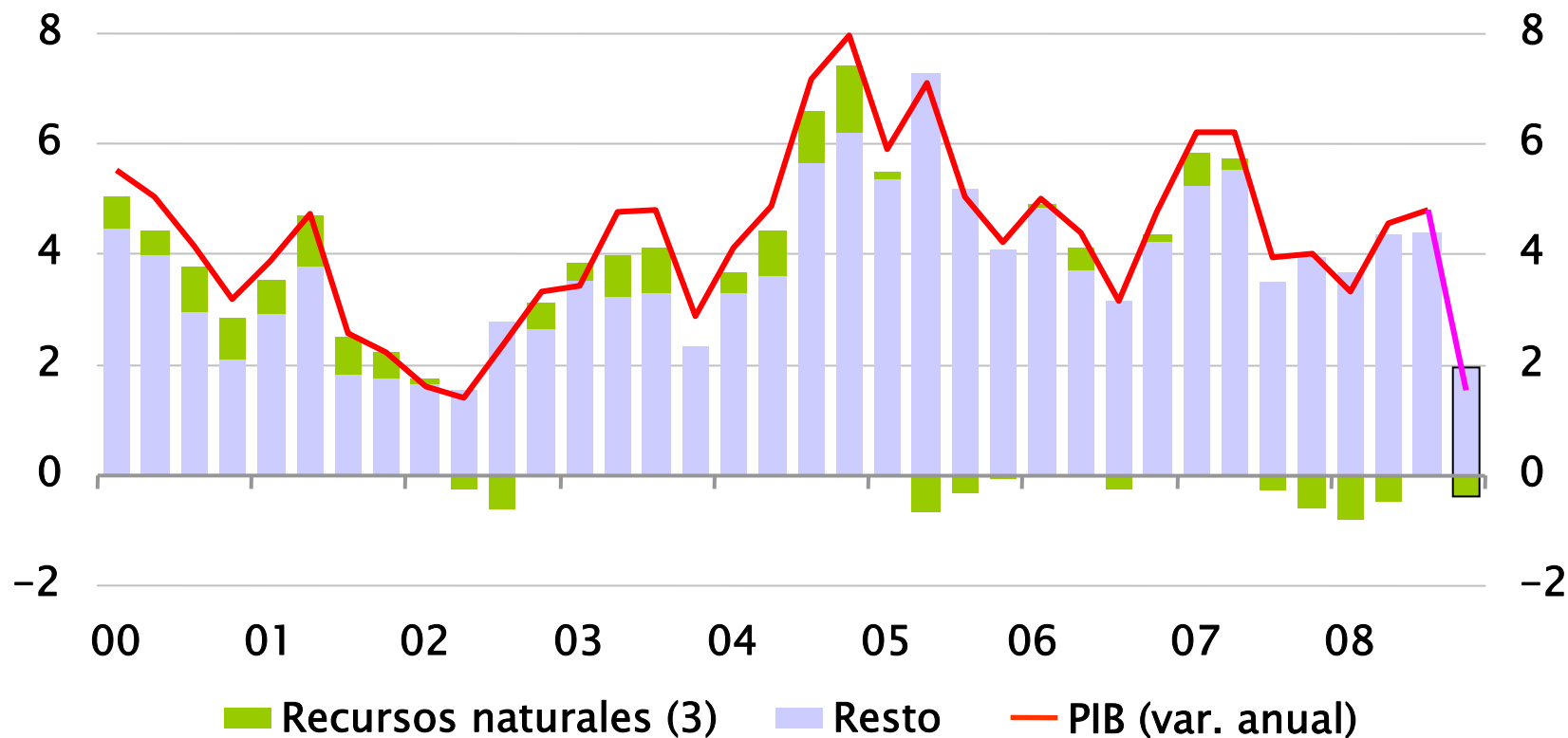
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



En el último trimestre del 2008, la actividad tuvo una desaceleración relevante, que llevó a una ampliación de las holguras de capacidad.

Contribución al crecimiento del PIB por sectores (1) (2)

(variación real anual, puntos porcentuales)



(1) Datos publicados el 24 de noviembre de 2008. Datos 2008.IV proyectados.

(2) Corresponde al PIB a costo de factores más imputaciones bancarias.

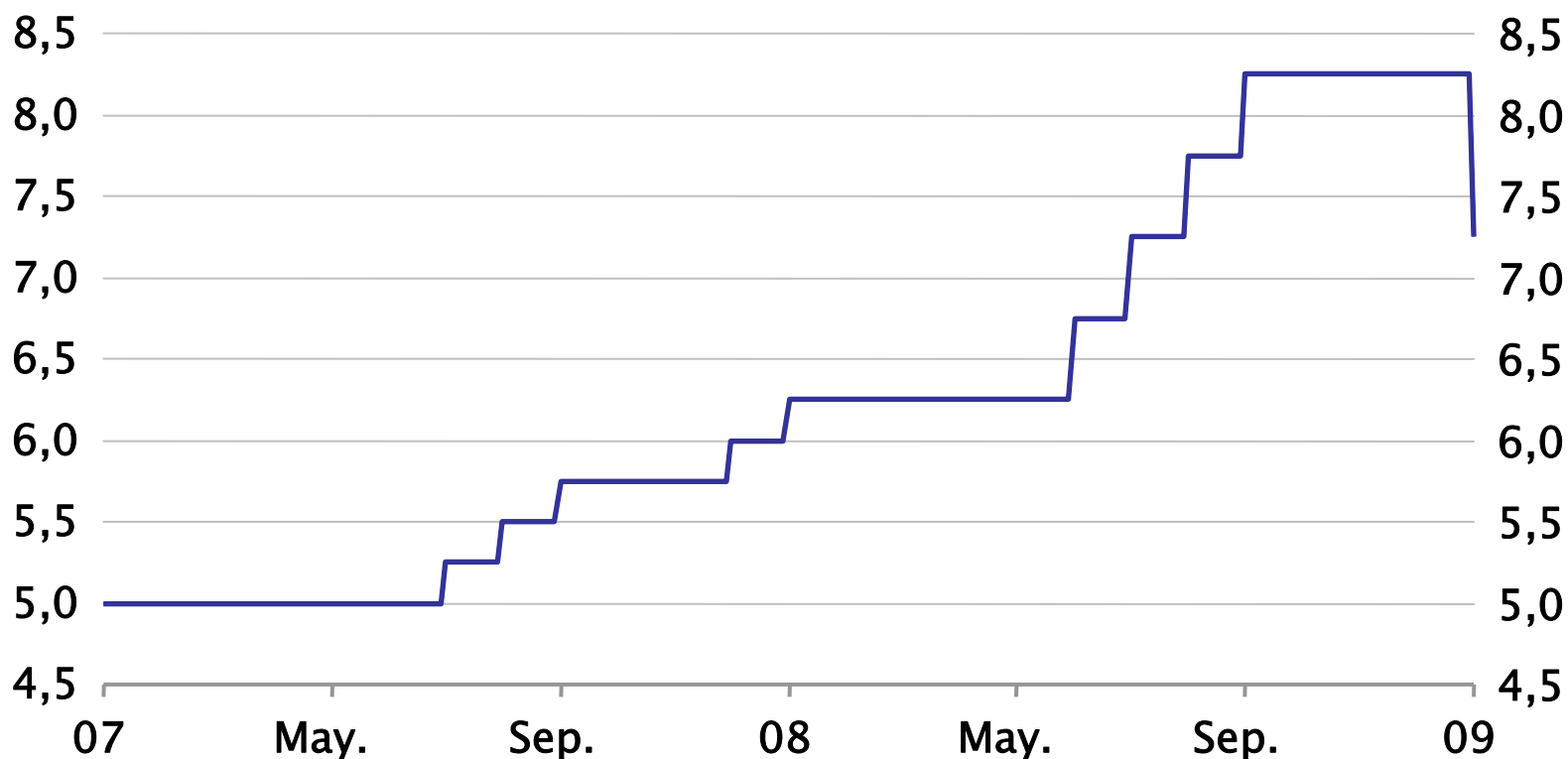
(3) Corresponde a los sectores: minería, pesca y EGA.

Fuente: Banco Central de Chile.



En este contexto, el Consejo inició un ciclo de relajamiento monetario en enero reduciendo la TPM en 100 puntos base.

Tasa de Política Monetaria
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

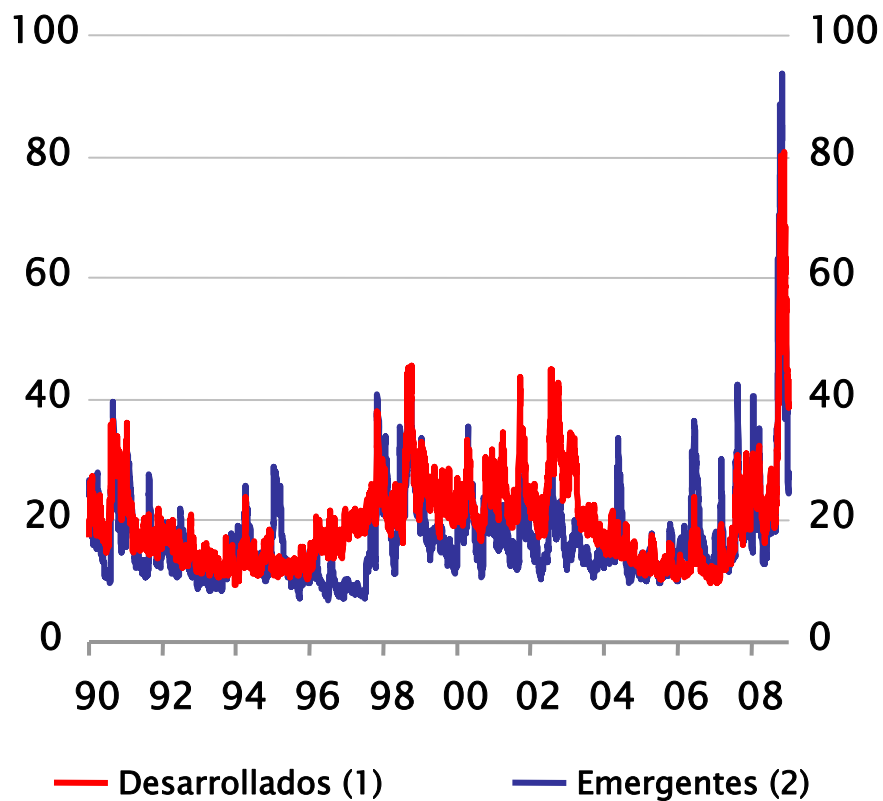


Escenario internacional

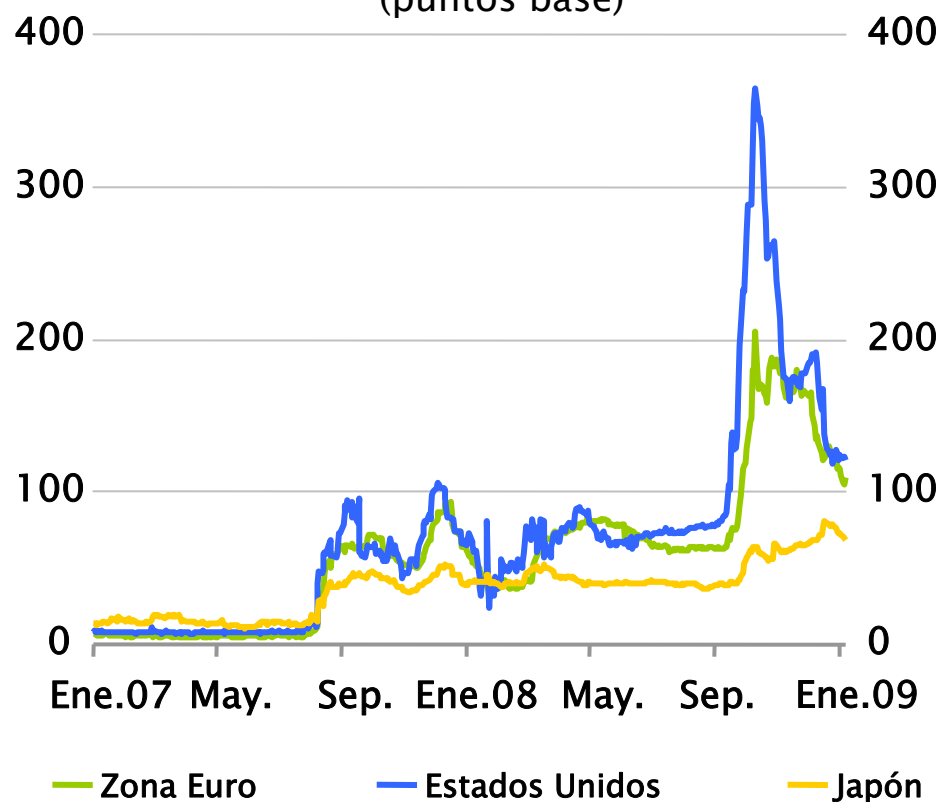


A mediados de septiembre se dio una caída generalizada en la demanda por activos riesgosos, una fuga de recursos hacia activos líquidos y niveles inusualmente altos de volatilidad financiera.

Volatilidad en mercados bursátiles
(porcentaje)



Condiciones de liquidez del
mercado interbancario (3)
(puntos base)



(1) Corresponde al índice de volatilidad del SP500 de EE.UU. (VIX).

(2) Corresponde a estimaciones de la volatilidad histórica del índice MSCI, denominados en dólares.

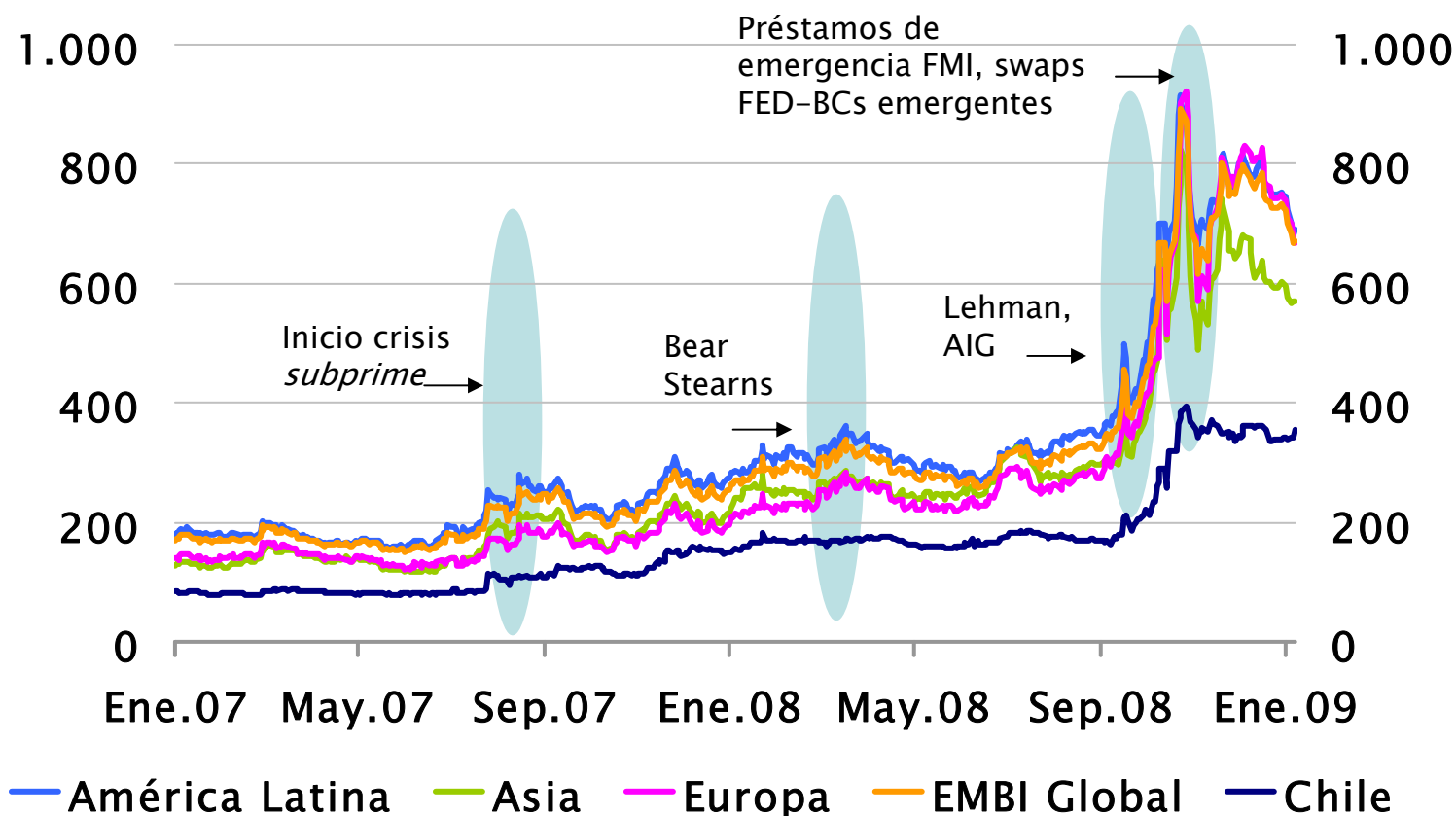
(3) *Spread* entre la tasa *libo* y la tasa de los *Overnight Index Swap* a tres meses.

Fuentes: Bloomberg y Morgan Stanley Capital International.



Esta vez el impacto de las turbulencias no se limitó a los mercados desarrollados, sintiéndose con fuerza en las economías emergentes.

Premios por riesgo soberano (puntos base)

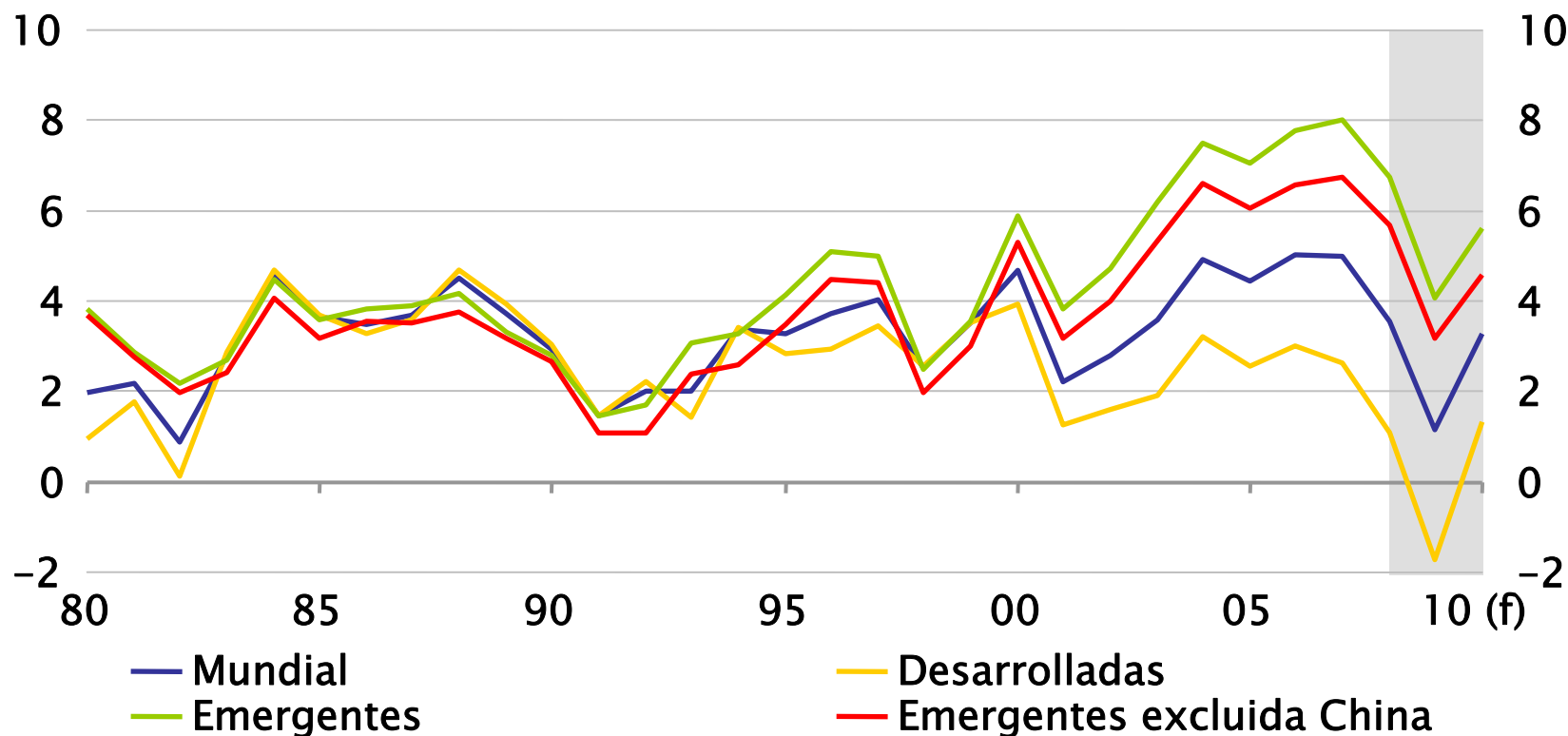




El severo deterioro del crecimiento en las economías desarrolladas ha provocado también una disminución en el crecimiento previsto para las economías emergentes.

Crecimiento mundial a PPC (*)

(variación real anual, porcentaje)



(*) Las clasificaciones corresponden a las definidas por el FMI.

(f) Proyección.

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



Con todo, hoy la preocupación ha pasado de garantizar la estabilidad financiera en las economías desarrolladas a evitar una recesión mundial prolongada.

Crecimiento mundial (*) (variación anual, porcentaje)

	Prom. 90-99	Prom. 00-05	2007 (e)	2008 (f)		2009 (f)		2010 (f)	
				IPoM Sep.08	IPoM Ene.09	IPoM Sep.08	IPoM Ene.09	IPoM Sep.08	IPoM Ene.09
Mundial	2,9	3,8	5,0	4,0	▼ 3,6	3,7	▼ 1,2	4,4	▼ 3,3
Mundial a TC de mcdo.	2,4	2,9	3,8	2,8	▼ 2,4	2,5	▼ -0,3	3,4	▼ 2,3
Estados Unidos	3,1	2,5	2,0	1,6	▼ 1,2	1,0	▼ -1,8	2,8	▼ 2,0
Zona Euro	2,2	1,9	2,6	1,2	▼ 0,9	0,4	▼ -1,9	1,9	▼ 1,0
Japón	1,5	1,6	2,4	0,8	▼ -0,1	0,8	▼ -2,4	2,0	▼ 1,2
China	10,0	9,4	11,9	9,9	▼ 9,2	9,0	▼ 7,5	8,9	▼ 8,0
Resto de Asia	5,5	4,8	5,8	4,6	▼ 4,0	5,0	▼ 1,2	5,2	▼ 3,2
América Latina	2,7	3,0	5,6	4,3	▲ 4,7	3,8	▼ 1,2	4,2	▼ 2,7
Exp. de prod. básicos	2,7	3,1	3,3	1,6	▼ 1,2	2,2	▼ 0,2	2,9	▼ 1,8
Socios comerciales	3,1	3,1	4,8	3,5	▼ 3,2	3,1	▼ 0,4	3,8	▼ 2,7

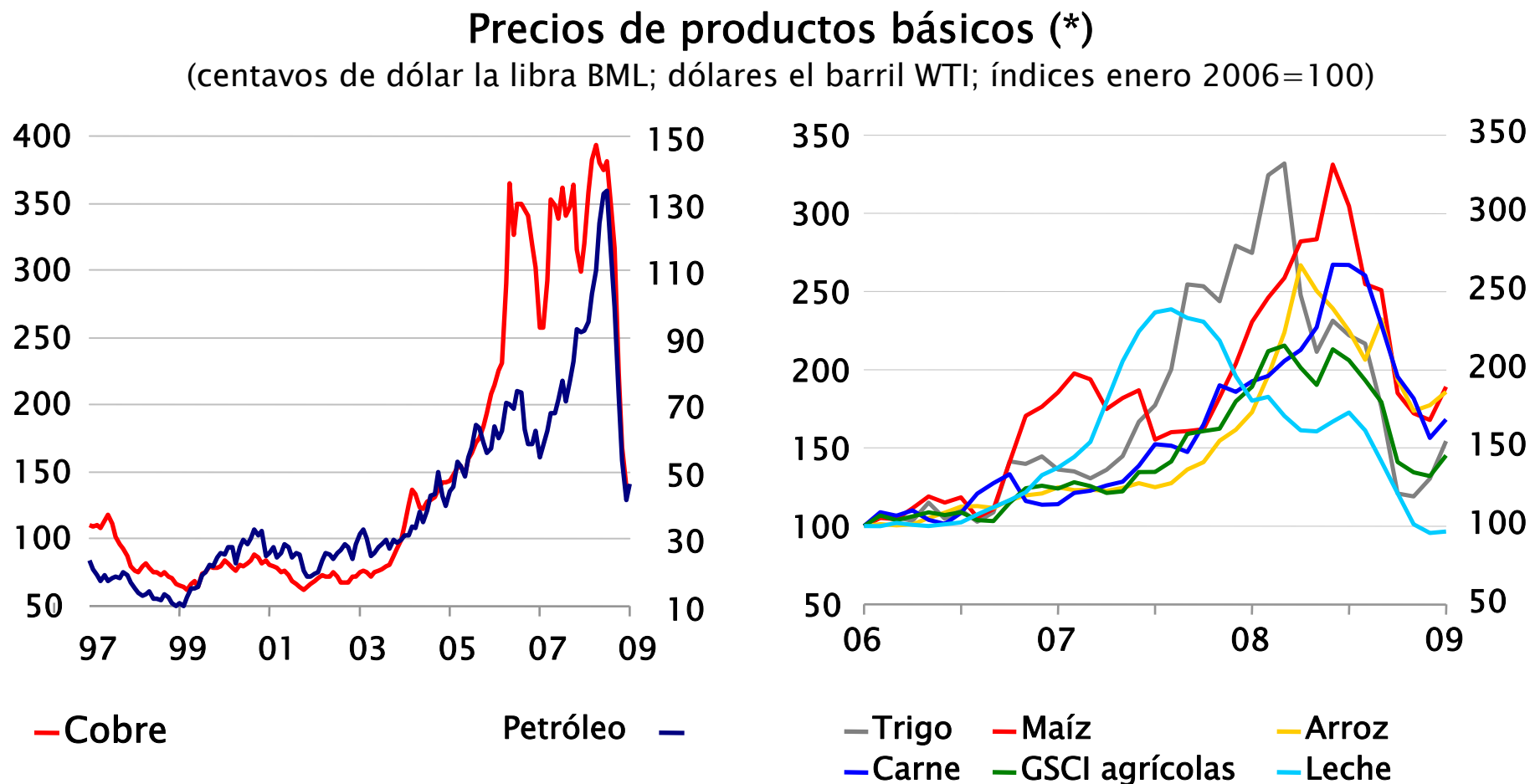
(*) Crecimientos regionales ponderados por la participación en el PIB mundial a PPC publicado por el FMI en el World Economic Outlook (WEO, octubre 2008).

(e) Estimación; (f) Proyección.

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



El debilitamiento global ha provocado una serie de efectos, entre ellos una caída significativa en el precio de los productos básicos.



(*) Precio del maíz corresponde al contrato N°2 de maíz amarillo *spot*. Precio del trigo corresponde *Red Soft Winter N°2 spot*. Precio del arroz corresponde a grano largo bruto N°2. Precio de la carne corresponde a contratos futuros de novillos, Brasil. Índice GSCI agrícolas calculado por Goldman Sachs.

Fuente: Bloomberg.



Los supuestos del escenario base han cambiado en línea con esto, con precios de materias primas mucho menores y mayores caídas de los TDI.

Principales supuestos del escenario internacional

	2008 (e)			2009 (f)			2010 (f)		
	Sep.08	Nov.08	Ene.09	Sep.08	Nov.08	Ene.09	Sep.08	Nov.08	Ene.09
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	115	105	100	116	70	50	115	80	60
Precio del cobre BML (US\$cent/libra)	350	320	317	310	165	150	300	190	160
Términos de intercambio (v. anual, %)	-5,9	-10,5	-11,1	-7,2	-18,2	-19,1	-4,3	-2,5	-2,0
Precios externos, en US\$ (v. anual, %)	14,1	12,2	12,0	3,3	0,5	-0,8	2,8	4,8	5,5

(e) Estimación.

(f) Proyección.

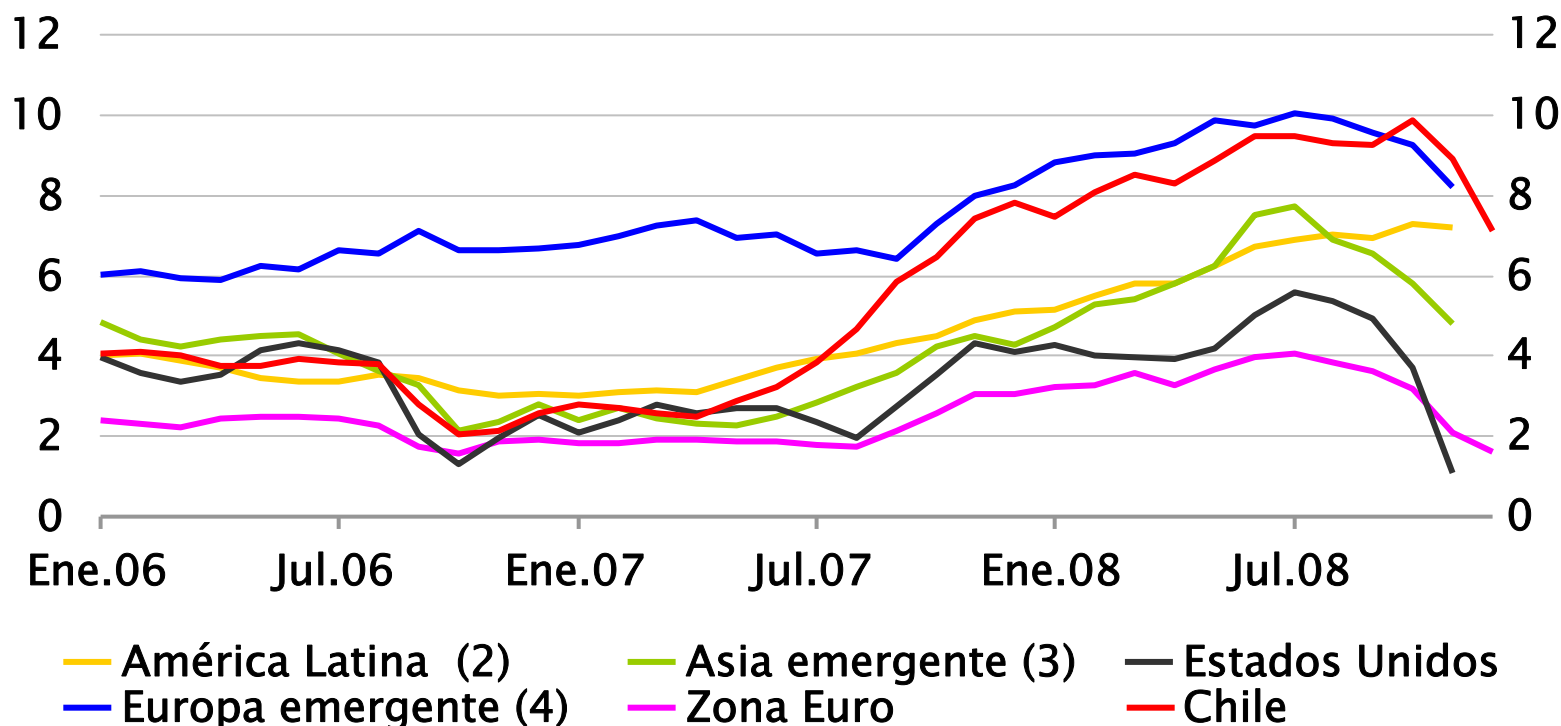
Fuente: Banco Central de Chile.



Como resultado de todo lo anterior, el panorama de la inflación mundial cambió radicalmente en los últimos meses.

Inflación IPC por áreas económicas (1)

(variación anual, porcentaje)



(1) Cifras corresponden al promedio geométrico de los países considerados en cada región.

(2) Considera Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

(3) Considera China, Corea, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taiwán.

(4) Considera Hungría, República Checa, Rusia y Turquía.

Fuente: Banco Central de Chile en base a CEIC Data.



Es imposible no ser afectados por lo que ha pasado en el mundo. La pregunta importante no es si nos afectará o no, sino cuánto podemos mitigar sus efectos.

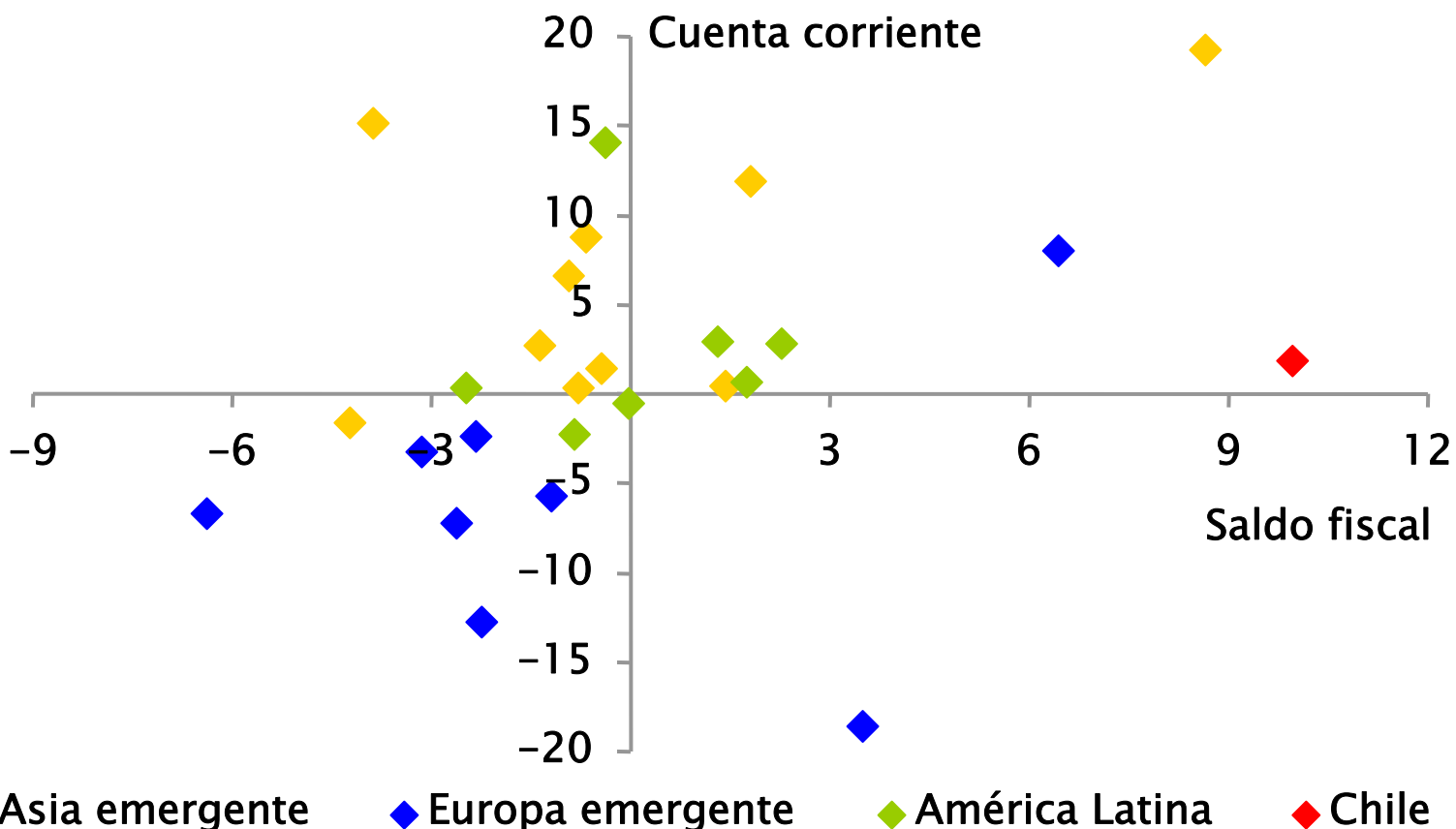
- Existen hoy varias economías que, precisamente por la falta de prudencia en su manejo macroeconómico y financiero de los últimos años, o por actuar apresuradamente, tienen limitadas capacidades para usar políticas macroeconómicas que amortigüen los efectos de la crisis internacional.
- Chile, en cambio, puede apelar hoy a los beneficios del esquema de políticas que ha construido gradualmente por ya más de veinte años y al sustento institucional en que ellas se desarrollan.



Varias economías, entre ellas Chile, han acumulado recursos en los últimos años, lo que permite una mejor posición inicial en esta crisis.

Saldo en cuenta corriente y balance del sector público (*)

(promedio 2005–2008, porcentaje del PIB)



(*) Proyecciones para el 2008.
Fuente: JP Morgan Chase.



Del análisis del IEF se desprende que nuestro sistema financiero puede enfrentar la crisis sin convertirse en una fuente adicional de riesgo o volatilidad.

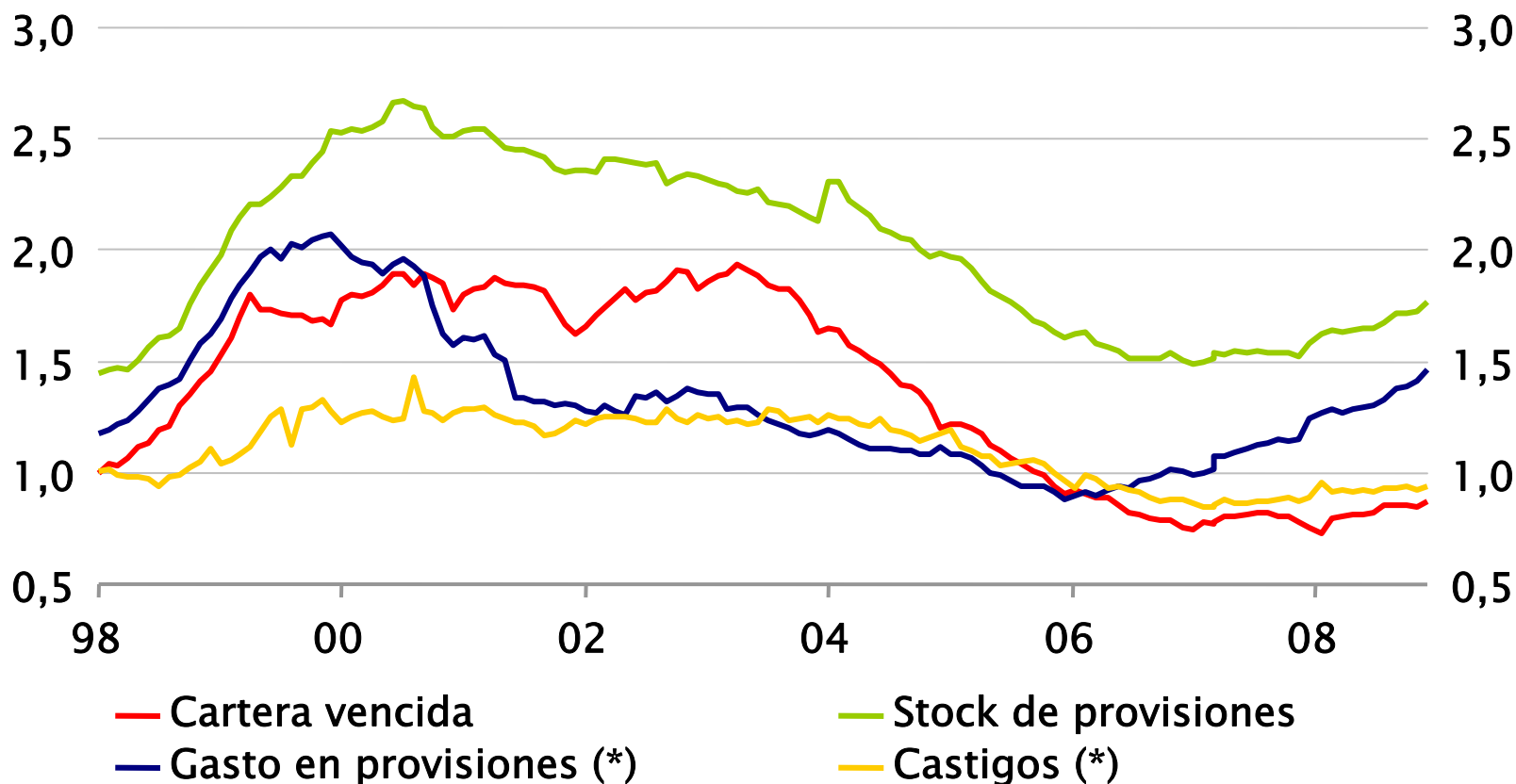
- En Chile ha predominado el modelo de banca tradicional, con una orientación comercial, donde sobresale la ausencia de los riesgos y las vulnerabilidades observadas en el mundo desarrollado.
- En un entorno de menor crecimiento las decisiones de capitalización son importantes para fortalecer la capacidad de otorgar crédito y facilitar el acceso al financiamiento externo.



La banca ha aumentado sus provisiones, a pesar de que su cartera vencida o castigada no muestra una aceleración. Esto constituye un resguardo ante una posible materialización del riesgo de crédito.

Indicadores de riesgo de crédito

(porcentaje de las colocaciones totales)



(*) Año móvil.

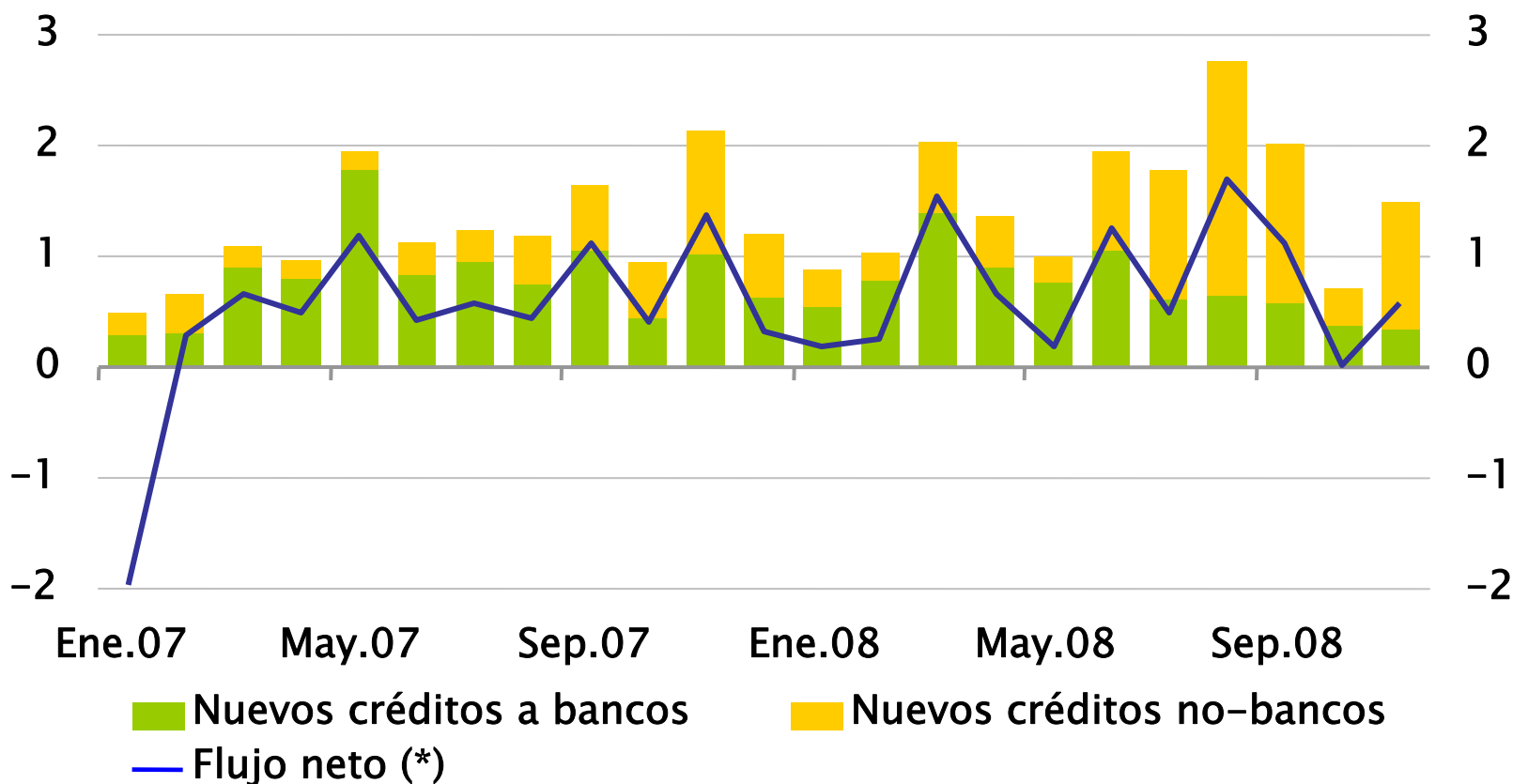
Fuentes: Banco Central de Chile en base a información de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.



Los bancos y empresas chilenas siguen con acceso al financiamiento externo, aunque a tasas mayores y plazos más cortos.

Flujos de préstamos externos a residentes

(miles de millones de dólares)



(*) Descuenta del total de nuevos préstamos las amortizaciones realizadas por bancos y no-bancos.
Fuente: Banco Central de Chile.



Una de las principales amenazas financieras que enfrenta Chile, el cierre del financiamiento externo, no se ha materializado.

- El flujo de inversión extranjera directa se ha mantenido y no se observa una salida de capitales de portafolio.
- Más aún, inversionistas institucionales, así como empresas y personas han retornado al país parte de sus activos externos, contribuyendo a facilitar el ajuste de la economía al entorno financiero externo.
- A pesar de su solidez, es prioritario para la banca mantener y expandir sus fuentes de financiamiento, así como gestionar con especial atención sus posiciones de liquidez externa.
- En el actual contexto financiero internacional, el Banco continuará con sus políticas activas de apoyo a la liquidez en moneda extranjera y en pesos de la banca local, de modo de permitirle continuar con su rol en la eficiente intermediación del crédito a empresas y hogares, y traspasar adecuadamente la relajación de las condiciones financieras a los usuarios del crédito.

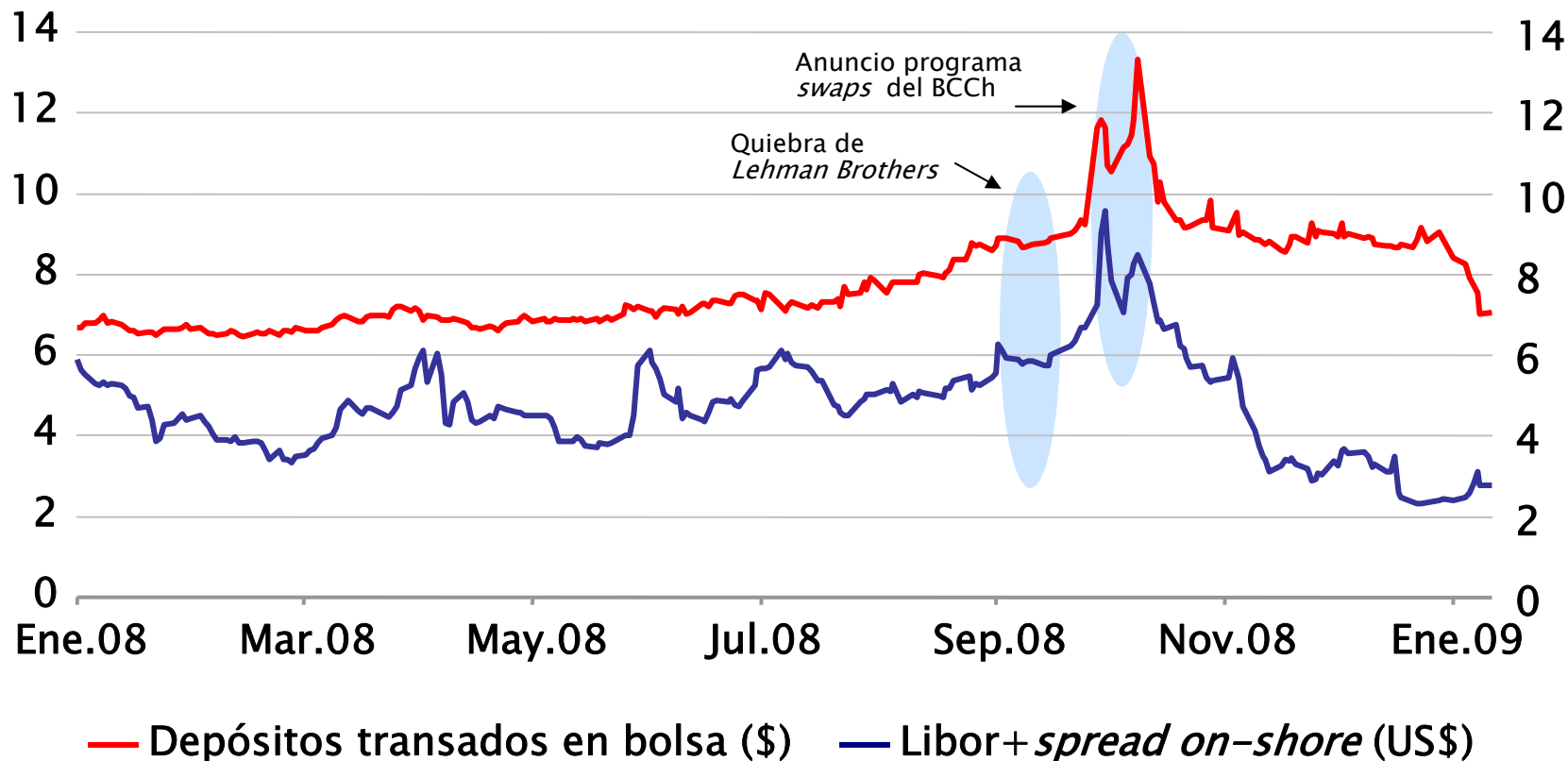


Escenario interno



Internamente, las tensiones externas se reflejaron en la estrechez del mercado monetario en dólares y en pesos, que hoy ya operan con normalidad.

Tasas en dólares y en pesos a 90 días en el mercado local
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

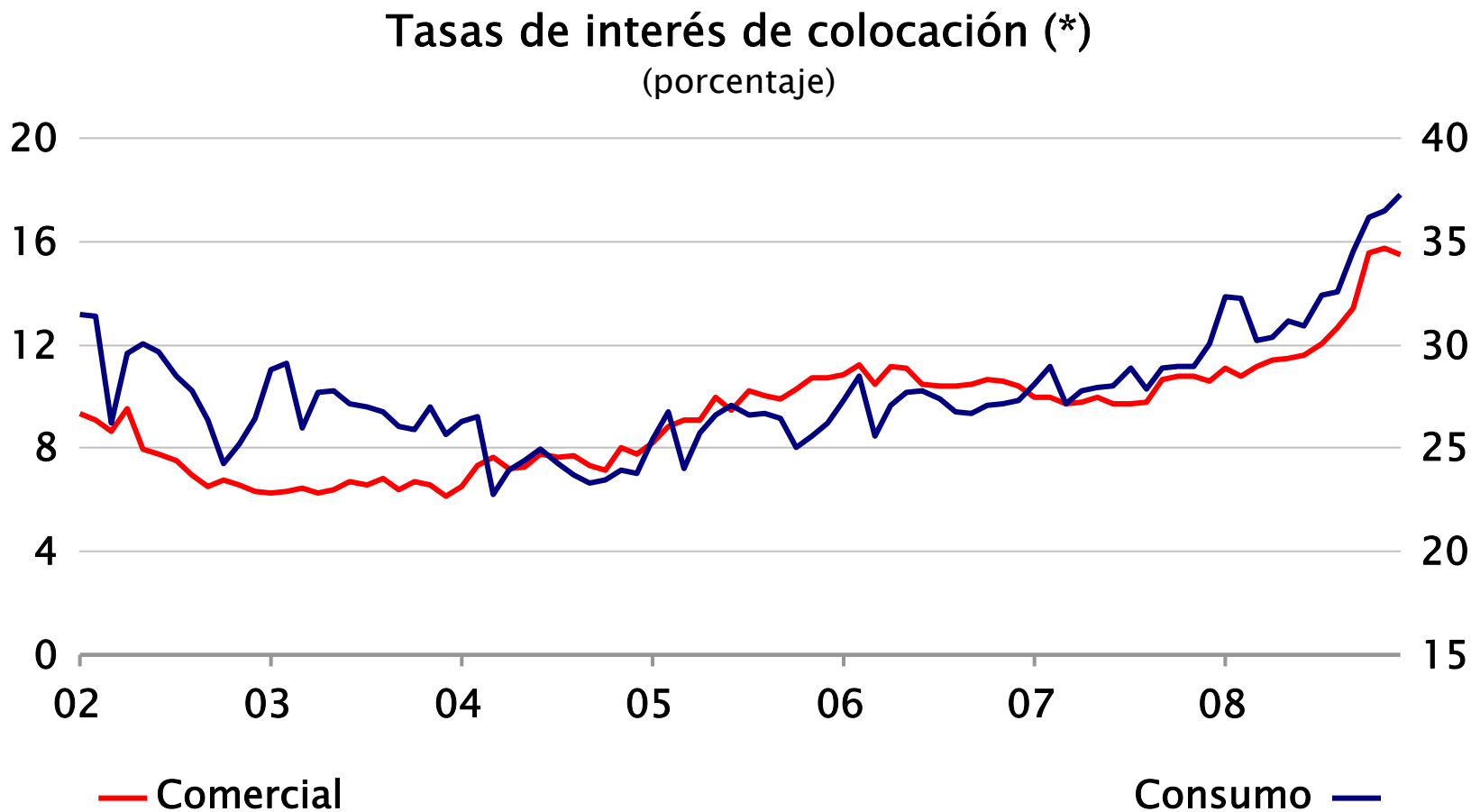


El Banco Central tomó una serie de medidas para aliviar las tensiones de los mercados internos.

- El 29 de septiembre, dio término al programa de acumulación de reservas y anunció la oferta de liquidez en pesos y dólares a través repos y *swaps*.
- El 10 de octubre, anunció la ampliación de los colaterales elegibles y la extensión de uno a seis meses del programa de compras *swap* de dólares.
- El 3 de diciembre, para proveer liquidez a plazos mayores y garantizar al mercado su disponibilidad, amplió el plazo de las licitaciones de compra de *swaps* de divisas desde 60 y 90 días a 180.
- El 10 de diciembre, comunicó la extensión de la vigencia del programa de repos y *swaps* a todo el 2009, la provisión de liquidez en base a líneas de créditos con garantía prendaria que incluye entre otros títulos, bonos emitidos por el Fisco y depósitos a plazos bancarios como garantías elegibles.



El incremento en el riesgo de crédito ha hecho que las condiciones crediticias se hayan estrechado aún más en los últimos meses, con un encarecimiento del crédito.



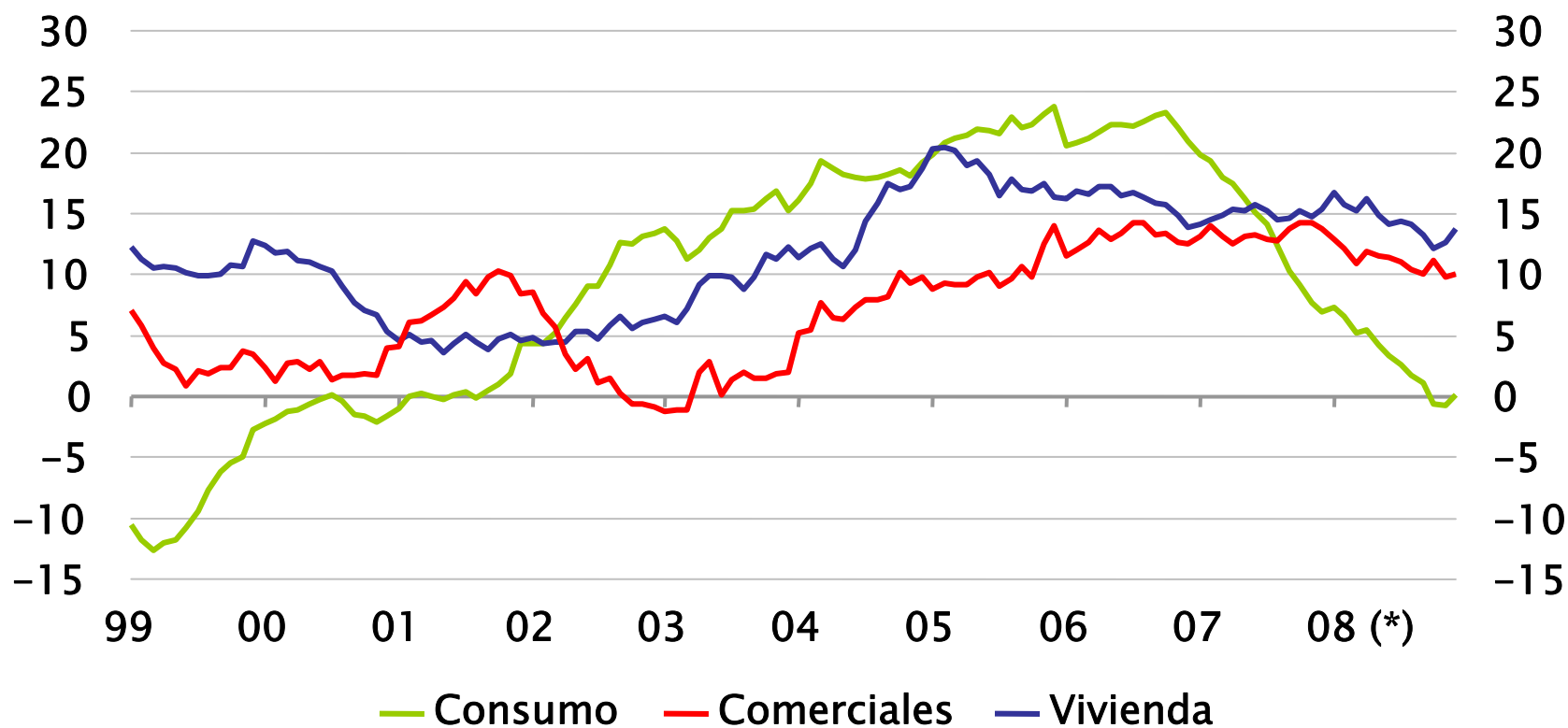
(*) Tasa de interés promedio ponderada.
Fuente: Banco Central de Chile.



En todo caso, el crecimiento anual del stock de deuda de la banca, especialmente de hogares, viene disminuyendo desde antes de septiembre.

Crecimiento real de las colocaciones

(variación anual, porcentaje)



(*) Datos de diciembre son preliminares.

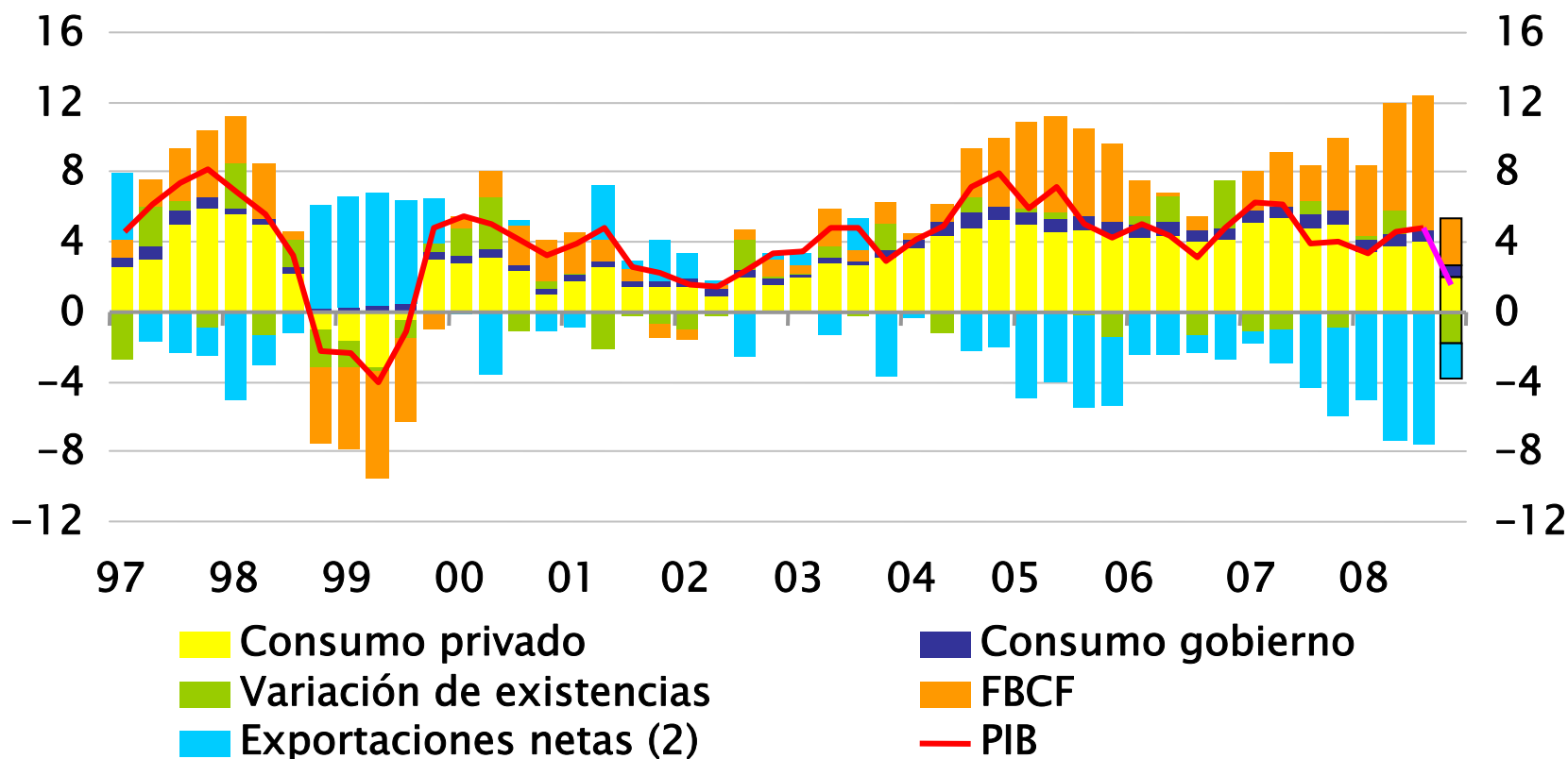
Fuentes: Banco Central de Chile y Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.



El cambio en el escenario macroeconómico llevó a que el crecimiento del PIB y la demanda tuvieran una desaceleración relevante, en particular de los componentes del gasto más sensibles a las condiciones crediticias.

Contribución al crecimiento del PIB (1)

(variación real anual, puntos porcentuales)



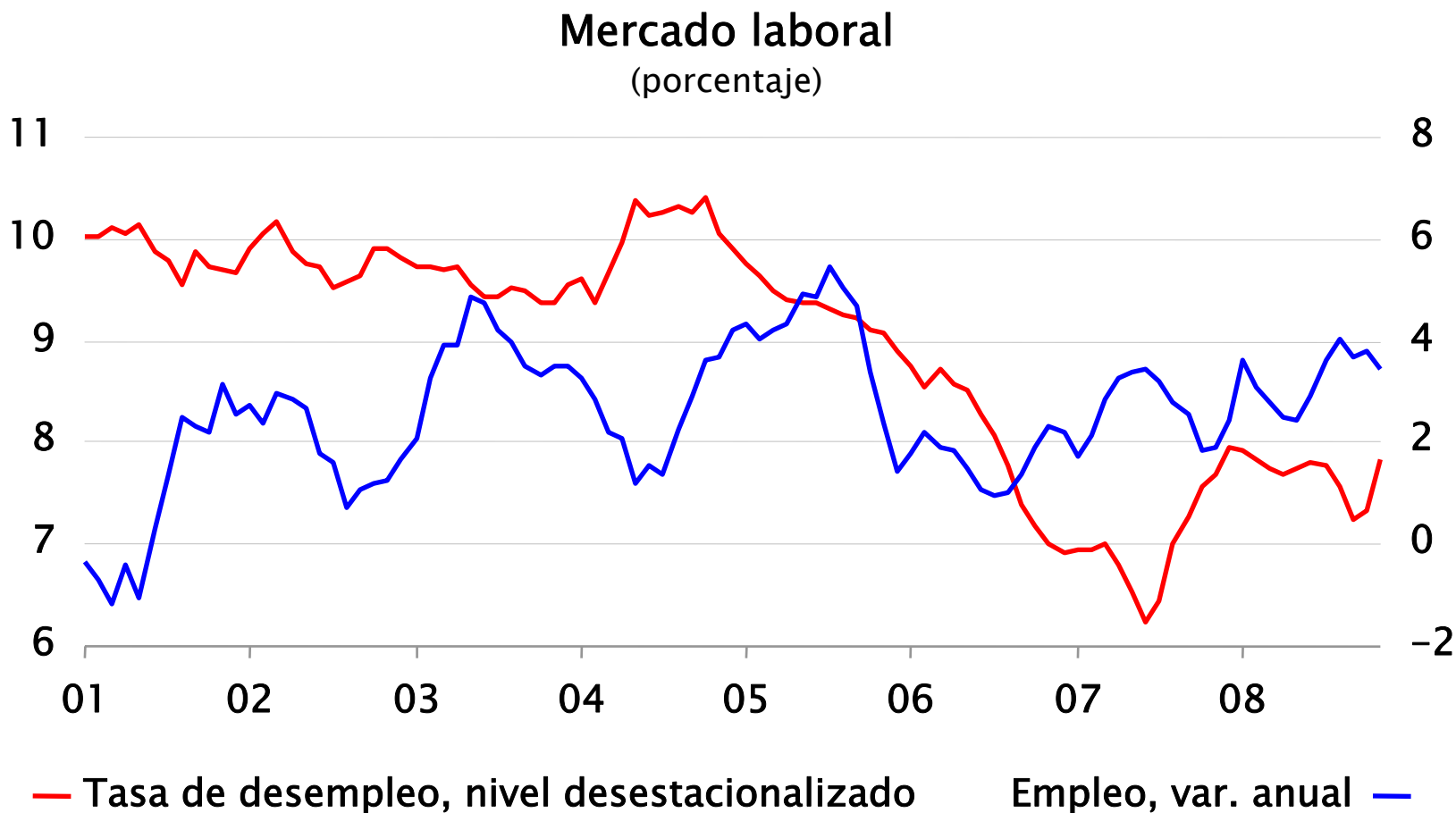
(1) Datos publicados el 24 de noviembre de 2008. Datos 2008.IV proyectados.

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

Fuente: Banco Central de Chile.



El empleo, hasta noviembre, se mantiene creciendo a tasas importantes, mientras que el desempleo ha aumentado levemente.



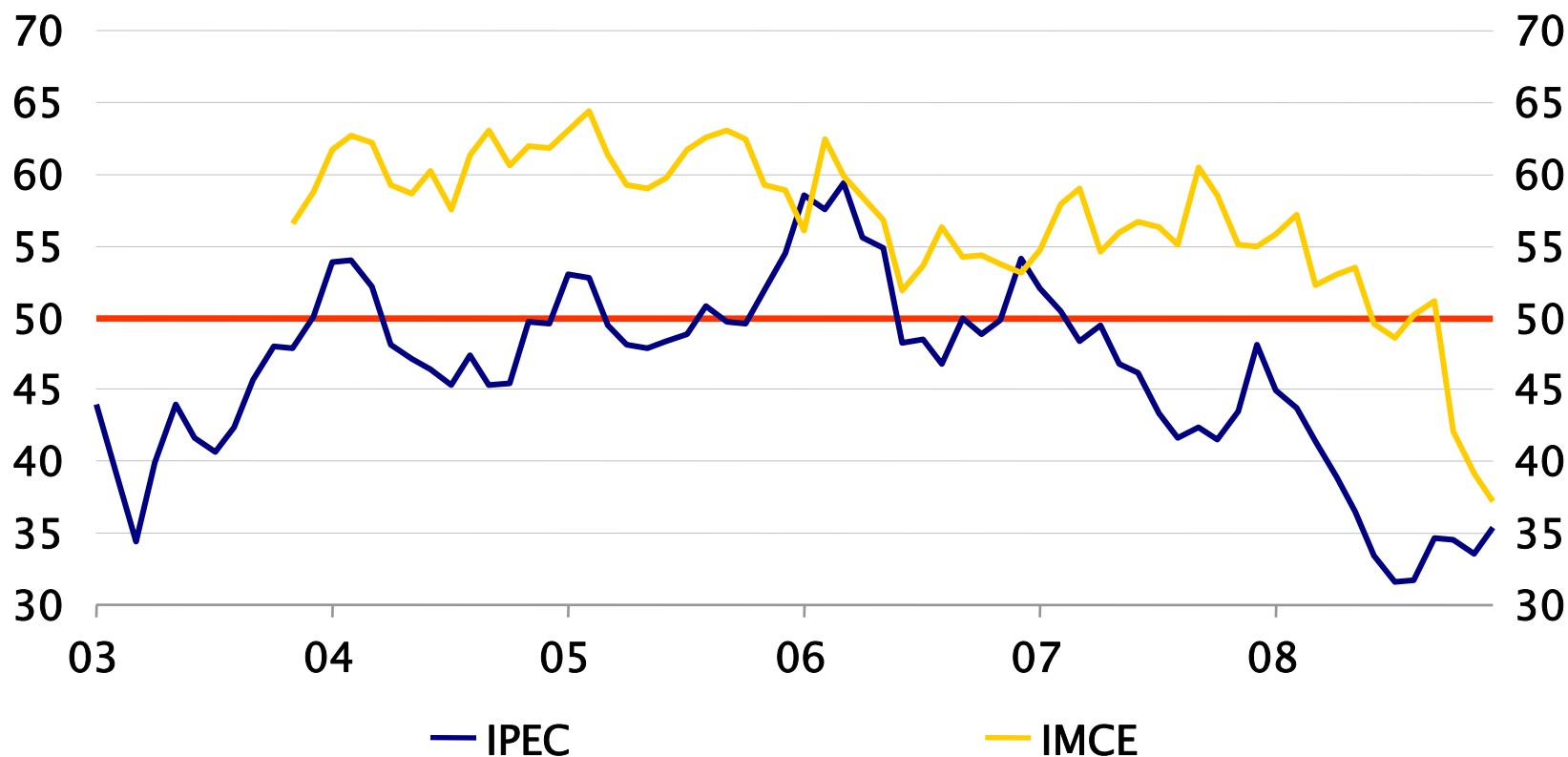
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



Las expectativas se han deteriorado, especialmente las empresariales.

Expectativas de consumidores y empresariales (*)

(índices de respuestas positivas por sobre las negativas)



(*) Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo).

Fuentes: Adimark e ICARE/Universidad Adolfo Ibáñez.



Para el 2009, el Consejo prevé que el PIB crecerá entre 2,0 y 3,0%, con un balance de riesgos que esta sesgado a la baja.

Crecimiento económico y cuenta corriente

(variación anual, porcentaje)

	2006	2007	2008 (e)	2009 (f)
PIB	4,3	5,1	3,5	2,0 – 3,0
Ingreso nacional	6,7	7,8	3,9	0,0
Demanda interna	6,4	7,8	8,5	0,7
Formación bruta de capital fijo	2,9	11,9	19,9	-4,5
Consumo total	6,4	7,4	5,0	2,5
Exportaciones de bienes y servicios	5,5	7,8	1,8	2,1
Importaciones de bienes y servicios	10,5	14,3	13,4	-1,7
Cuenta corriente (% del PIB)	4,7	4,4	-2,6	-4,6

(e) Estimación.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



El crecimiento del 2009 tiene implícito una variación anual de la demanda interna marcadamente menor que en los años previos.

- El consumo tendrá un bajo crecimiento y la inversión una caída por primera vez en nueve años. Los niveles de inversión, sin embargo, seguirán siendo elevados pero, debido al significativo impacto del menor precio del cobre en los ingresos cíclicos del Fisco y el ahorro público, el déficit en cuenta corriente tendrá una ampliación relevante, llegando a cifras del orden de 4,5 por ciento del PIB.
- En todo caso, el ajuste que se producirá este año en el crecimiento de las importaciones lleva a que, medido a precios de tendencia, el déficit en cuenta corriente sea menor de lo que se proyectaba con anterioridad y similar al déficit efectivo.
- La proyección considera que el programa de estímulo fiscal tendrá un efecto en el crecimiento que está en línea con la evaluación realizada por el Gobierno al momento de darlo a conocer.



En el escenario base, la inflación anual del IPC se mantendrá alta durante el primer trimestre, pero bajará rápido hacia 3% en el segundo semestre.

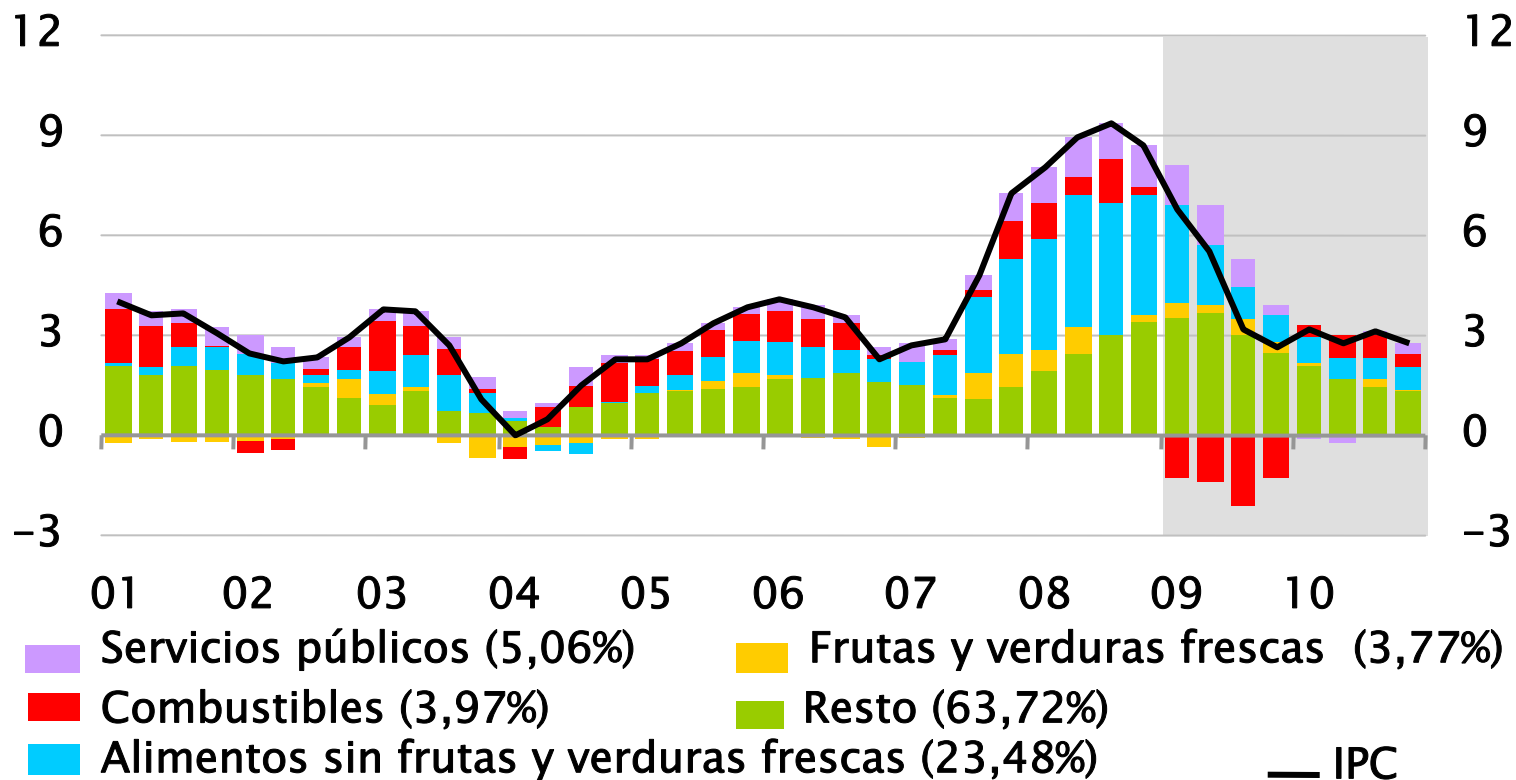
- La convergencia de la inflación a la meta descansa en:
 - Las mayores holguras de capacidad anticipadas a partir del menor crecimiento esperado tanto para el PIB como para la demanda.
 - El supuesto de que los costos laborales unitarios crecerán a tasas acordes con la meta de inflación. Contribuirá a ello que los incrementos salariales futuros sean moderados, considerando como determinante fundamental la expectativa de que la inflación retornará a la meta en poco tiempo.
 - El supuesto de trabajo de que, en el horizonte de proyección de dos años, el tipo de cambio real bajará de sus niveles actuales hacia valores coherentes con sus fundamentos de largo plazo.



En el 2010, la inflación anual del IPC fluctuará en torno a la meta. Atendidos los posibles eventos alternativos, el escenario de riesgos para la inflación está balanceado.

Incidencias en la inflación anual del IPC (1) (2)

(puntos porcentuales)



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

(2) Entre paréntesis participaciones en la canasta del IPC.

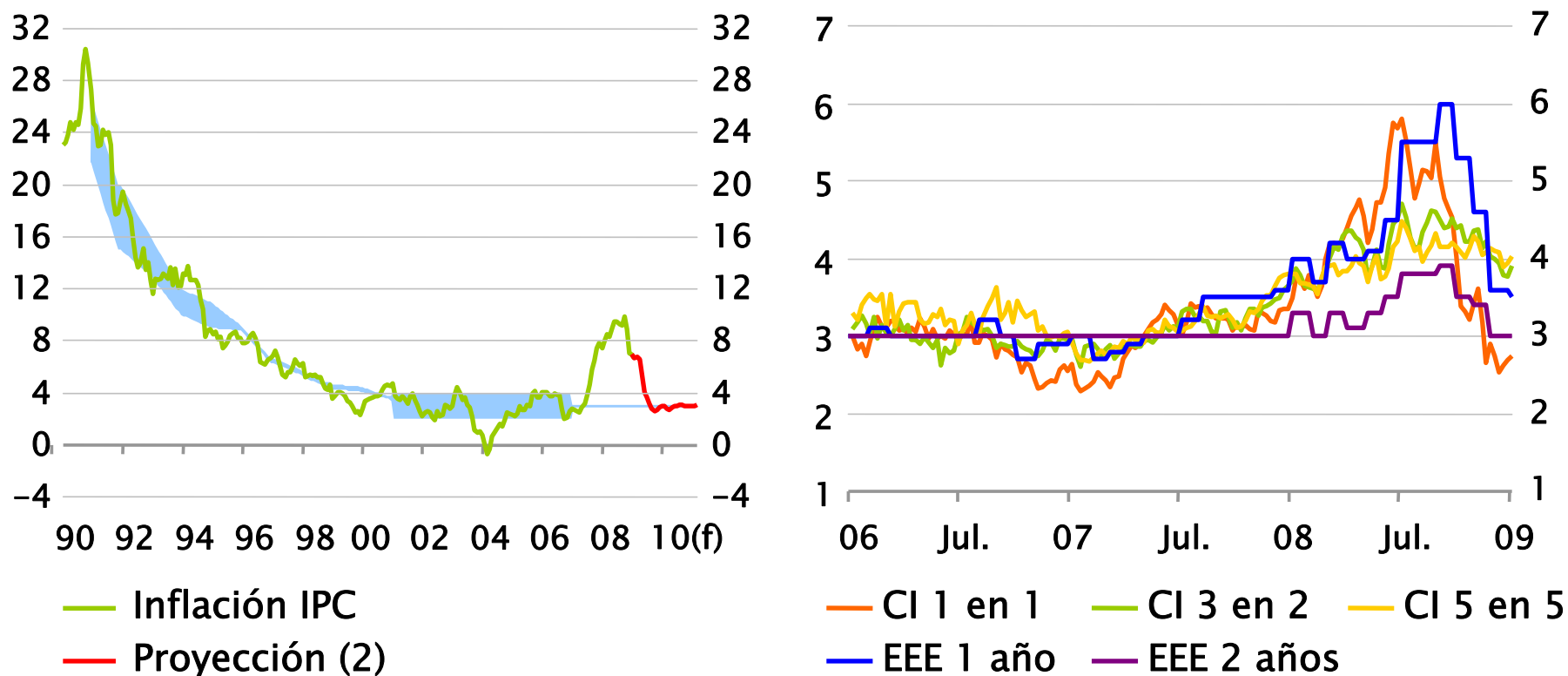
Fuente: Banco Central de Chile.



El cambio en el escenario macroeconómico y su efecto en la inflación proyectada se ha reflejado también en las expectativas de inflación.

Inflación, meta y expectativas de inflación (1)

(variación anual, porcentaje)

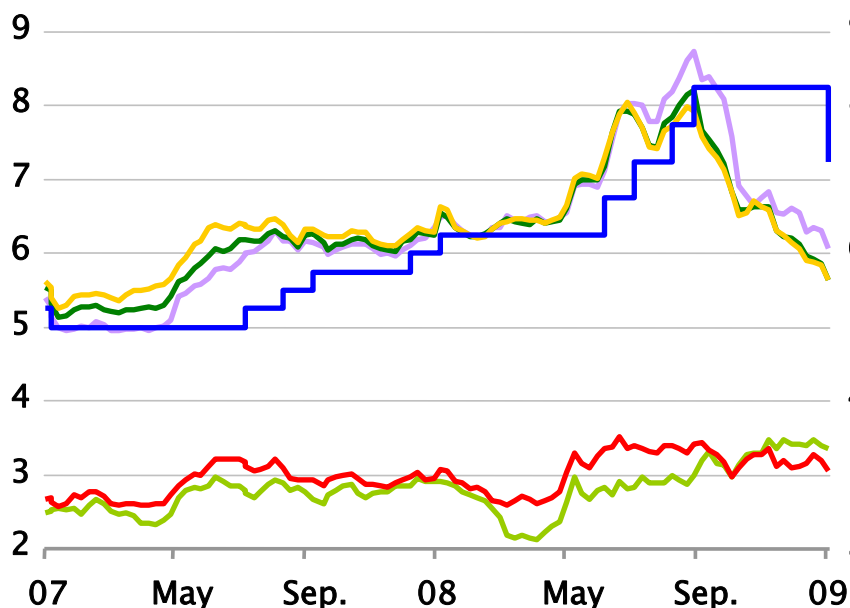


(f) Proyección, IPoM enero 2009. (1) Compensación inflacionaria *forward* a partir de tasas *swap* (CI); Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central (EEE). (2) La proyección corresponde a una frecuencia mensual a partir de proyecciones trimestrales. Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

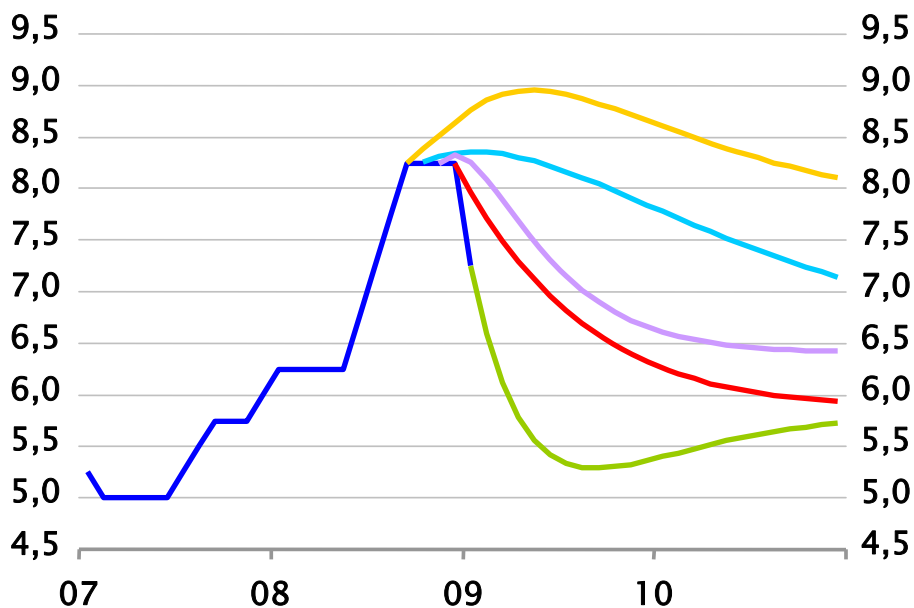


En el escenario base la TPM será, en el corto plazo, algo menor a la que se deduce de los precios de los activos financieros del 9 de enero.

TPM, tasas de documentos del Banco Central y curva forward (1)
(porcentaje)



— TPM
— BCP-2
— BCU-5
— BCU-10
— BCP-10/BTP-10



— TPM
— Forward Sep. 08
— Forward Oct. 08
— Forward Nov. 08
— Forward Dic. 08
— Forward Ene. 09 (2)



En el escenario actual, los estímulos fiscal y monetario son complementarios y buscan limitar el efecto del escenario global en la economía chilena.

- Es importante reconocer que en décadas no se ha observado una situación internacional tan débil, lo que reduce significativamente la demanda por nuestros bienes y servicios y permite contener presiones inflacionarias.
- Debe tenerse en cuenta que el riesgo de que la actividad mundial se deteriore más allá de lo esperado no es menor, y por lo tanto es prudente anticiparse a dicho escenario pues sus consecuencias podrían ser muy negativas sobre nuestra economía.
- Así, la sustancial caída de la demanda puede ser compensada, en parte, por la vía del estímulo fiscal y monetario. El primero afecta la actividad en el corto plazo y de manera focalizada. La expansión monetaria es más duradera en sus efectos y estimula la actividad privada de manera más neutral, aunque su impacto se hace sentir con un rezago algo mayor.



Con todo, es fundamental preservar ciertos principios básicos en la aplicación de estas políticas para que resulten sostenibles, creíbles y efectivas.

- Es muy positivo basar las políticas en reglas predecibles, pero al mismo tiempo es necesario ser flexibles en su aplicación.
- En tiempos normales es indeseable revertir el curso de las políticas, pero en tiempo excepcionales se debe estar dispuesto a hacerlo si ello permite anticipar acciones estabilizadoras.
- En todo caso, es fundamental un monitoreo cuidadoso de los eventos, pues el panorama es muy volátil, y se debe estar dispuestos a cambiar la intensidad del estímulo macro según cómo evolucione la economía.



Conclusiones



Conclusiones

- El deterioro en las condiciones financieras externas, así como la desaceleración mundial, tendrán un impacto relevante en la economía chilena, como lo refleja el cambio en las perspectivas de inflación y crecimiento que contiene el *Informe de Política Monetaria*.
- El análisis contenido en nuestro *Informe de Estabilidad Financiera* sugiere que el sistema financiero chileno está preparado para enfrentar este entorno externo más restrictivo, sin convertirse en una fuente adicional de riesgo o de volatilidad.



Conclusiones

- La naturaleza de los riesgos y los *shocks* que están golpeando al mundo y a Chile requieren de respuestas de política excepcionales.
- No obstante, no debemos perder el horizonte de estabilidad de mediano plazo, ni hipotecar la calidad de las políticas, elementos necesarios para que estas mitiguen, y no incrementen, los riesgos que enfrentamos. Nuestro desafío es actuar oportunamente y en la dosis correcta.
- El Consejo estima que, en el escenario más probable, continuará un proceso de relajamiento monetario, cuyo ritmo dependerá de las perspectivas para la inflación. Con ello, reafirma su compromiso de conducir la política monetaria de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.



INFORMES DE POLÍTICA MONETARIA Y DE ESTABILIDAD FINANCIERA, ENERO 2009

Enrique Marshall R.
Consejero
Banco Central de Chile