



# INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA

## Primer Semestre 2010

---

# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

## Junio 2010

Enrique Marshall  
Consejero  
Banco Central de Chile



## La economía chilena ha mantenido una senda de recuperación en el último año, apoyada por el impulso de las políticas macroeconómicas, en especial la política monetaria.

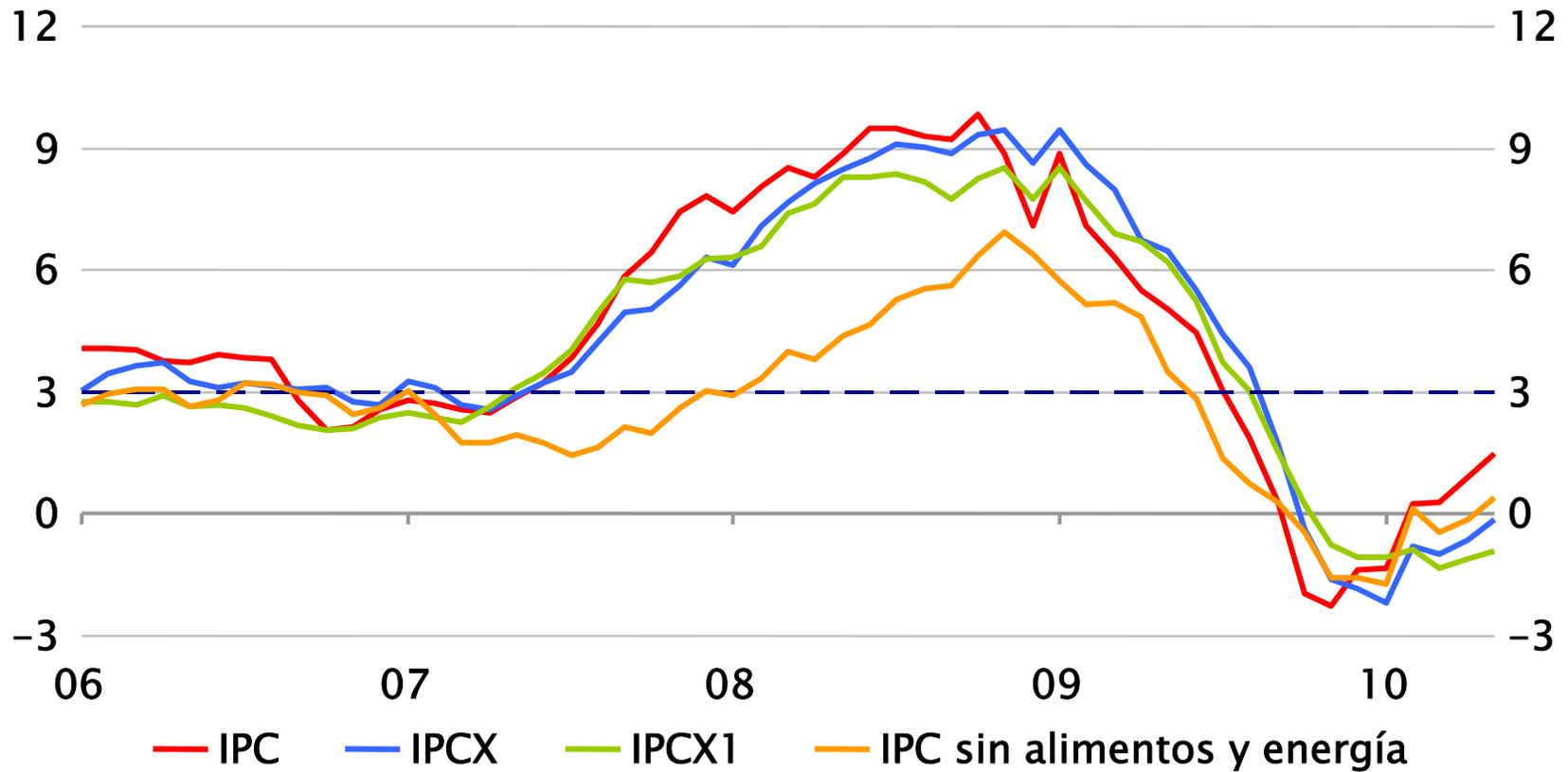
---

- En el escenario base del IPoM la economía crecerá entre 4,0 y 5,0% el 2010, con un tasa que promediará cerca de 6% en el segundo semestre del año.
- El 27-F tuvo efectos importantes, y mayores que los previstos, en la actividad del primer trimestre, pero su recuperación también ha sido más rápida que lo esperado. La demanda muestra un dinamismo superior al previsto, en parte por los efectos inmediatos del 27-F, pero también por la expansividad de las condiciones macroeconómicas.
- Luego de varios trimestres de relativa calma, los mercados financieros externos volvieron a tensionarse. Hasta ahora no se aprecia un cambio evidente en las perspectivas de crecimiento mundial y se mantiene como un riesgo importante del escenario base.
- La inflación seguirá una senda de convergencia a la meta en los próximos trimestres, oscilando en torno a 3% durante el 2011 y 2012. No obstante, en la medida que las holguras de capacidad se cierran, se incubarán presiones inflacionarias que se deben contener a tiempo con el propósito de asegurar que en el horizonte de dos años la inflación se ubique en 3%.



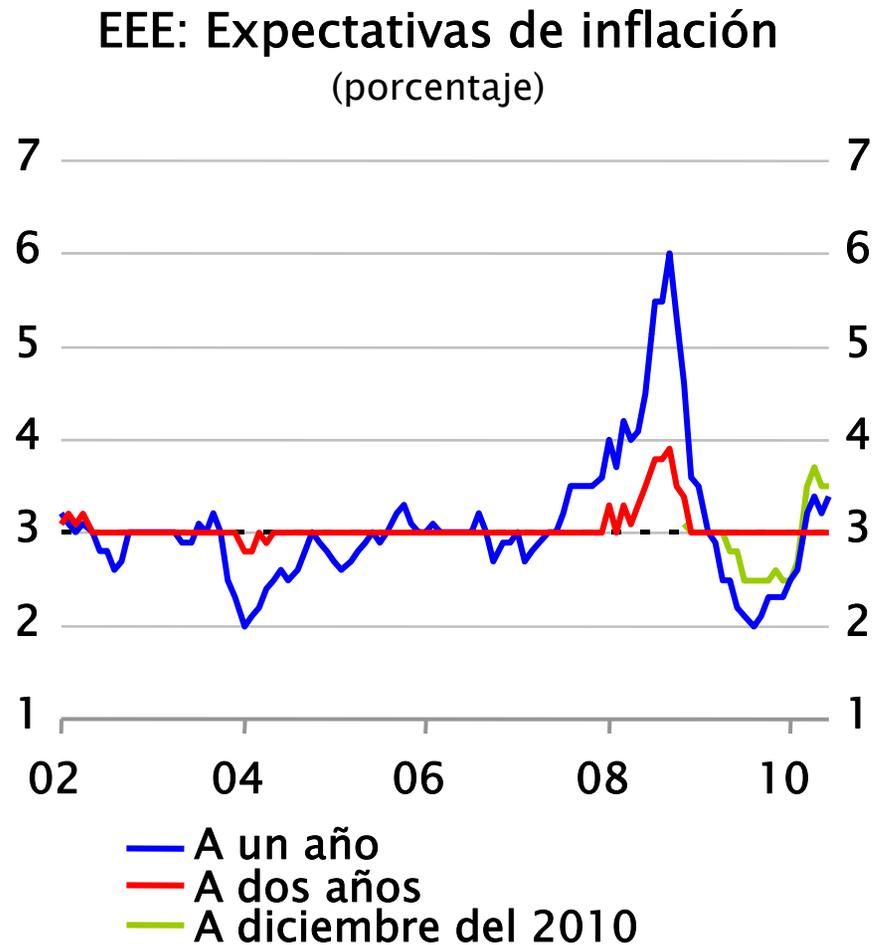
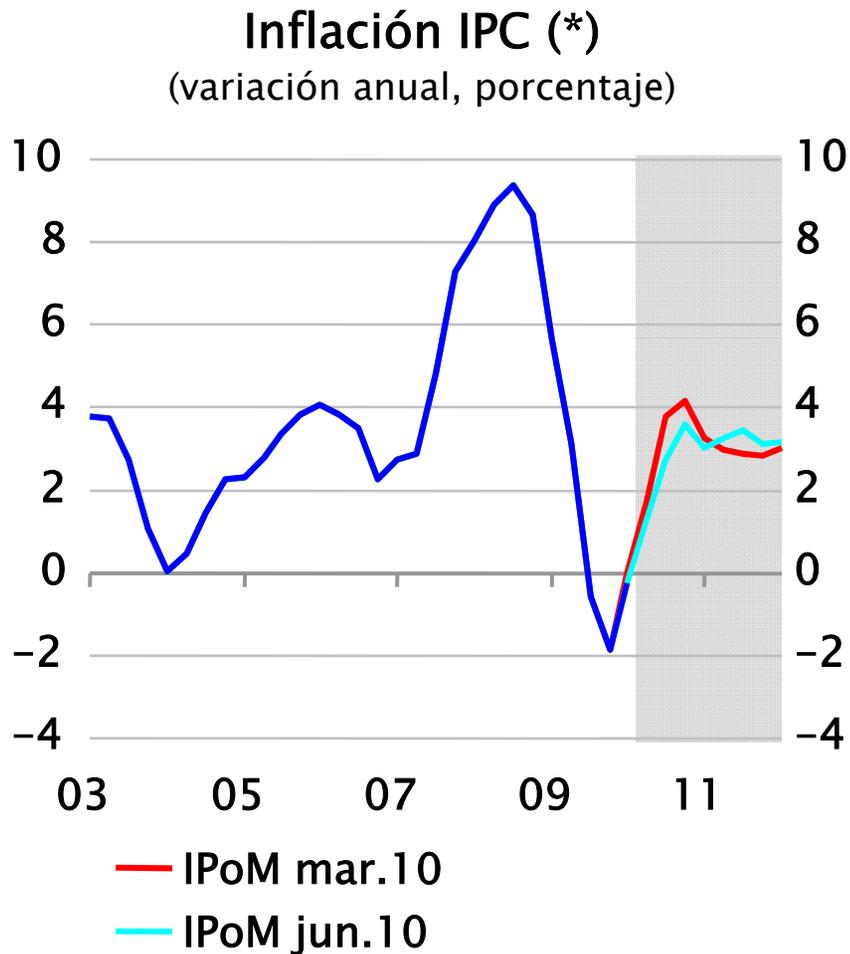
La inflación ha continuado aumentando, consolidándose en cifras positivas. Las medidas subyacentes continúan con tasas de variación anual negativas, pero que se acercan progresivamente a valores por sobre cero.

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





Durante el segundo semestre del 2010 la inflación anual del IPC se ubicará en la parte alta del rango meta. Hacia el 2011 y 2012, oscilará en torno a 3%. Esto es coherente con las expectativas del mercado.



(\*) El área gris, a partir del segundo trimestre del 2010, corresponde a la proyección.

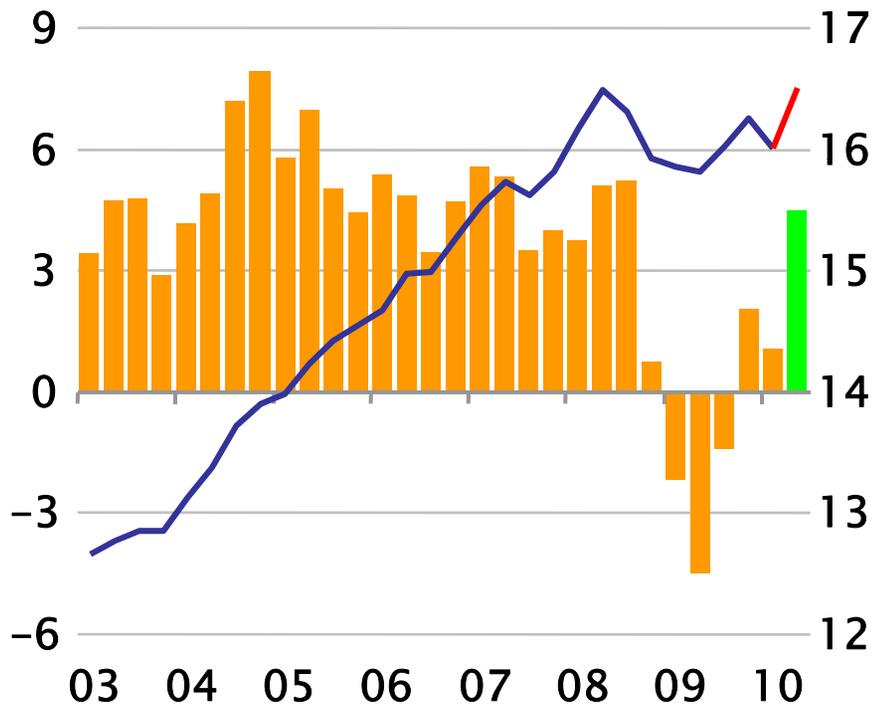
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



Los efectos inmediatos del 27-F sobre la actividad fueron mayores a los previstos, pero con una rápida recuperación en abril. Las perspectivas de mercado apuntan a una sostenida recuperación.

### Crecimiento del PIB (\*)

(porcentaje, miles de millones de pesos)



■ Var. anual    — PIB desestacionalizado

### IMACEC

(índice 2003=100, serie desestacionalizada)

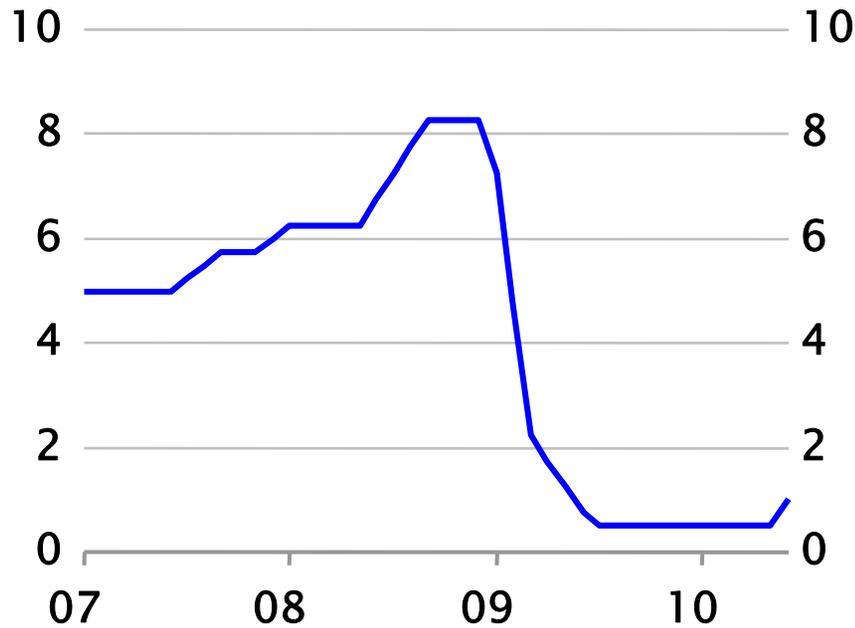


(\*) El segundo trimestre del 2010 corresponde a la estimación de la Encuesta de Expectativas Económicas de junio del 2010.  
Fuente: Banco Central de Chile.



La recuperación de la economía se ha apoyado de modo importante en el estímulo brindado por la política monetaria. El nivel de la TPM resulta fuertemente expansivo comparado con distintas mediciones de nivel neutral.

Tasa de Política Monetaria  
(porcentaje)



Brecha de tasa de interés real: TPM real menos  
tasa de interés neutral indicada  
(porcentaje)

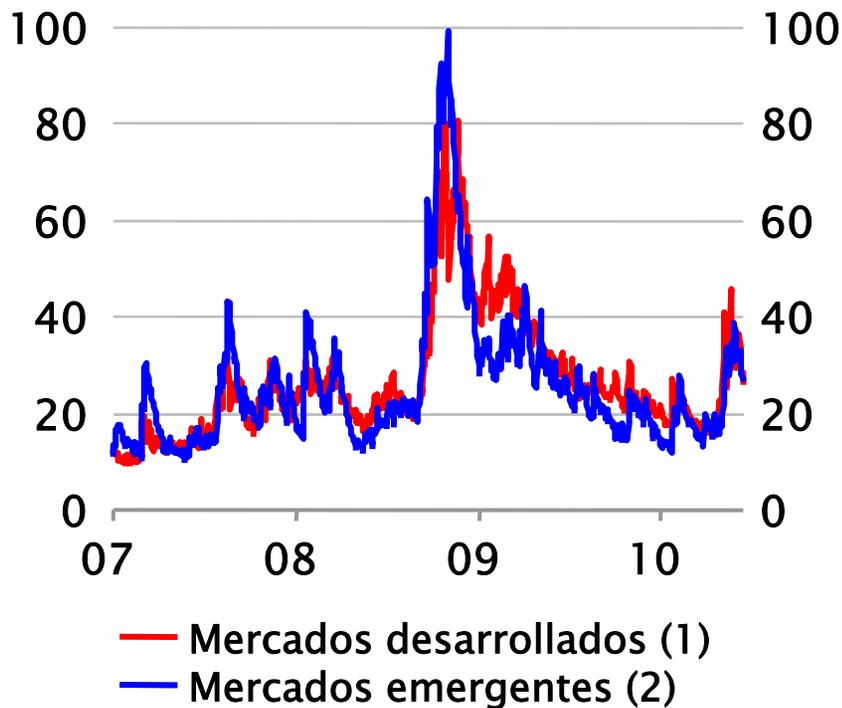


- Tasa implícita en los modelos de proyección del BCCh
- Tasa resultante de modelo basado en consumo

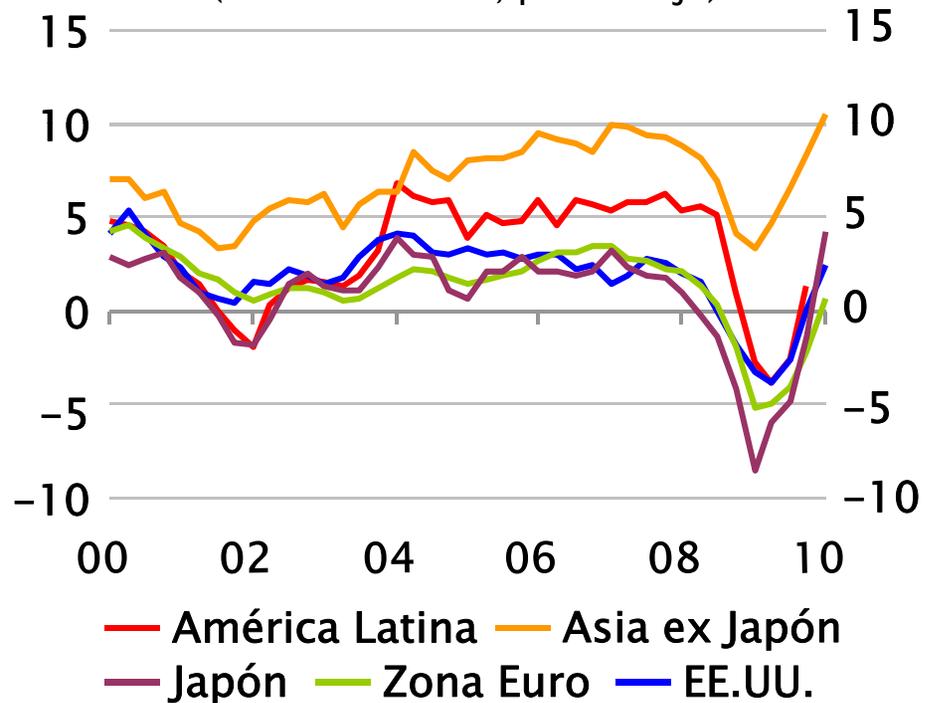


Luego de varios trimestres de relativa calma, los mercados financieros internacionales volvieron a mostrar tensiones. La actividad mundial sigue recuperándose, sin mostrar hasta ahora efectos evidentes de la mayor volatilidad.

**Volatilidad en mercados bursátiles**  
(porcentaje)



**Crecimiento del PIB en regiones y países seleccionados (3)**  
(variación anual, porcentaje)



(1) Corresponde al índice de volatilidad VIX.

(2) Corresponde a una estimación de la volatilidad del índice MSCI en dólares.

(3) Regiones ponderadas a PPC según WEO abril 2010.

Fuentes: Banco Central de Chile en base a oficinas de estadísticas de cada país y Fondo Monetario Internacional y Bloomberg.



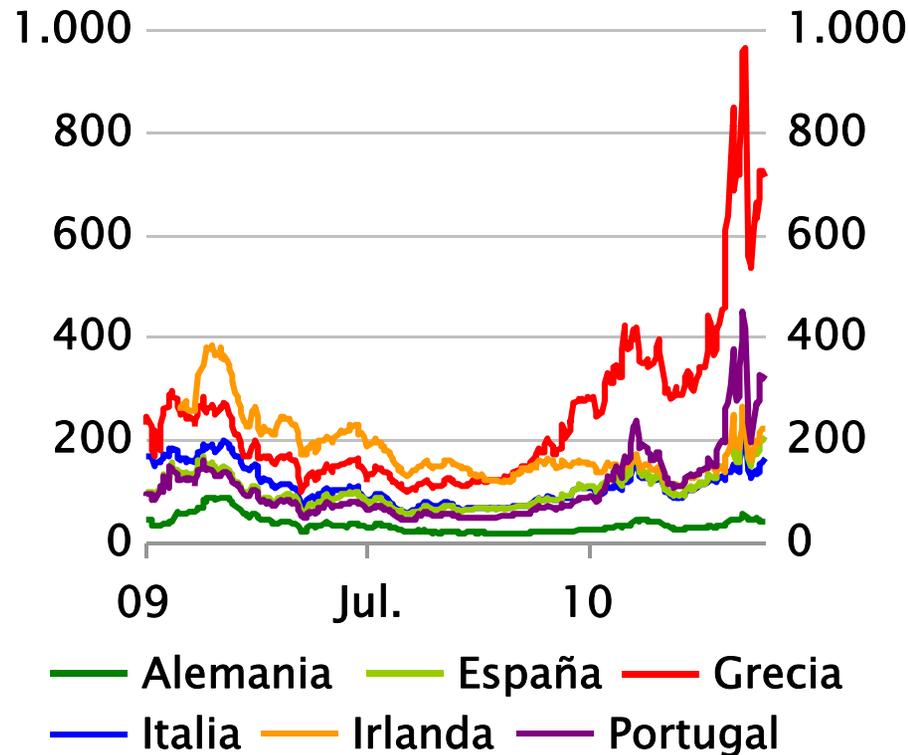
# Escenario macroeconómico



Luego de varios trimestres de normalización gradual, las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda de algunas economías europeas y su efecto en el sector bancario volvieron a tensionar los mercados financieros mundiales.

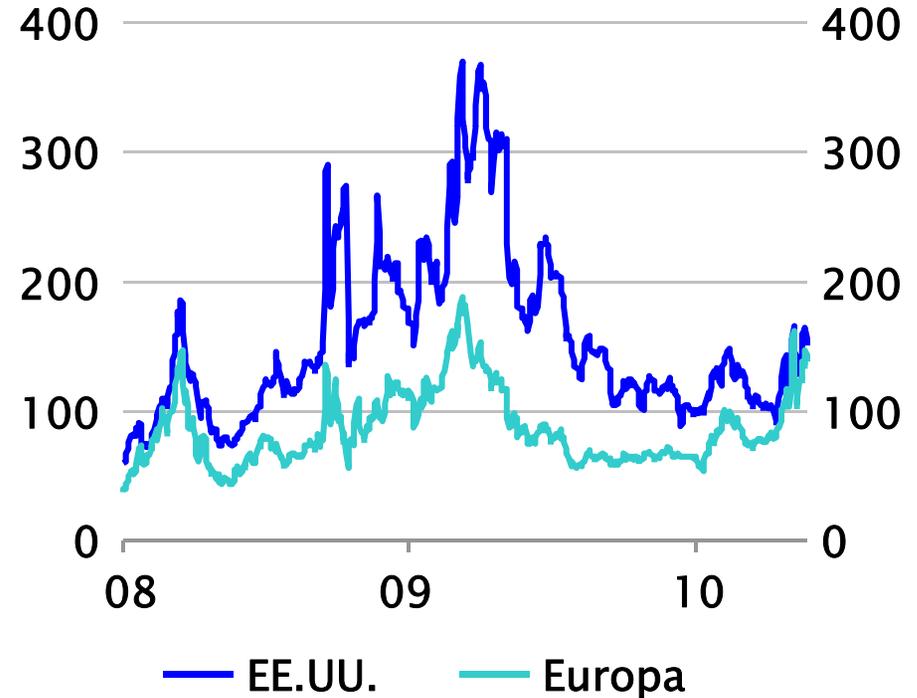
Premios por riesgo de *default* soberano en economías avanzadas (1)

(puntos base)



Premios por riesgo de *default* promedio de bancos (1)(2)

(puntos base)



(1) Medidos a través de *CDS senior* a 5 años.

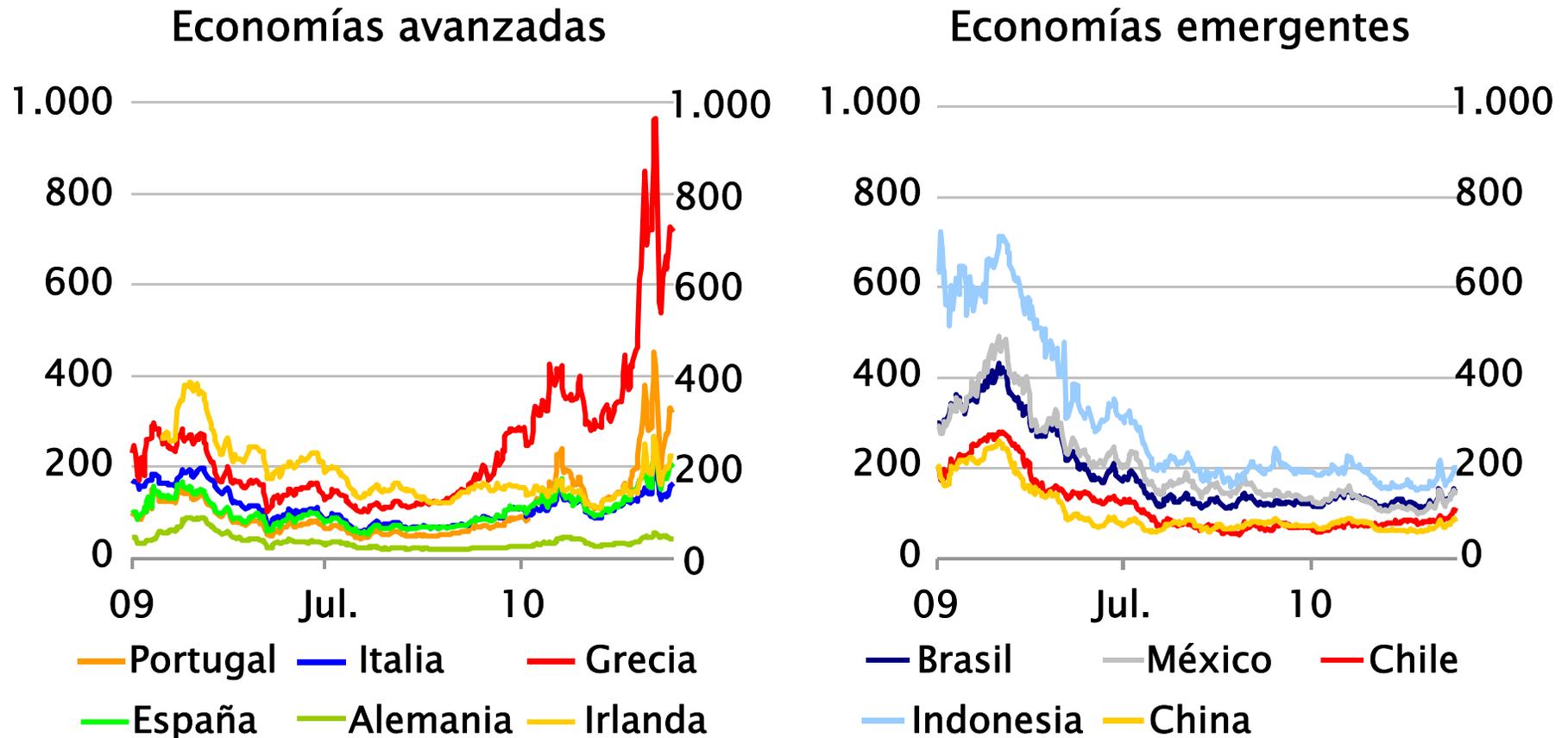
(2) Promedio de los 5 mayores bancos de cada región según capitalización bursátil.

Fuente: Bloomberg.



# Las economías emergentes se han mostrado relativamente resistentes a estas tensiones.

Premios por riesgo de *default* soberano (\*)  
(puntos base)



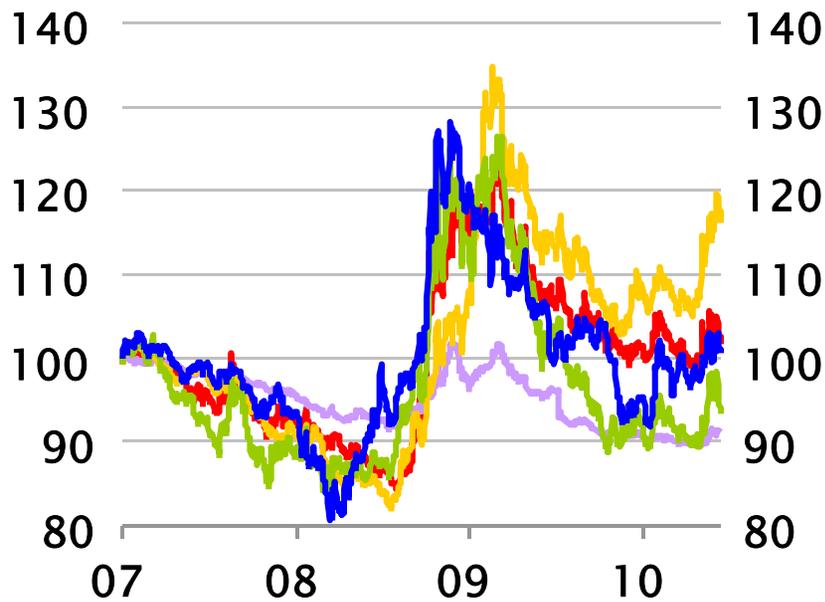
(\*) Medido a través de *CDS senior* a 5 años.  
Fuente: Bloomberg.



El grueso del ajuste de precios se ha visto en el mercado cambiario y bursátil. En Chile los movimientos han sido comparativamente menores.

### Paridades de monedas (1)

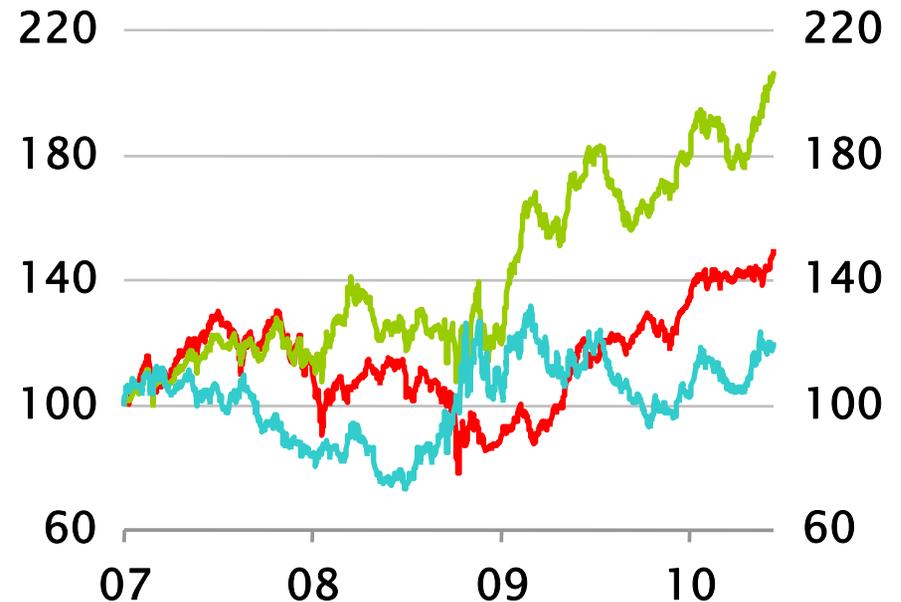
(índice 01/01/2007=100, moneda local por dólar)



- América Latina (2)
- Asia emergente (3)
- Europa emergente (4)
- Exportadores de prod. básicos (5)
- Chile

### Indicadores bursátiles

(índices 02/01/2007=100)



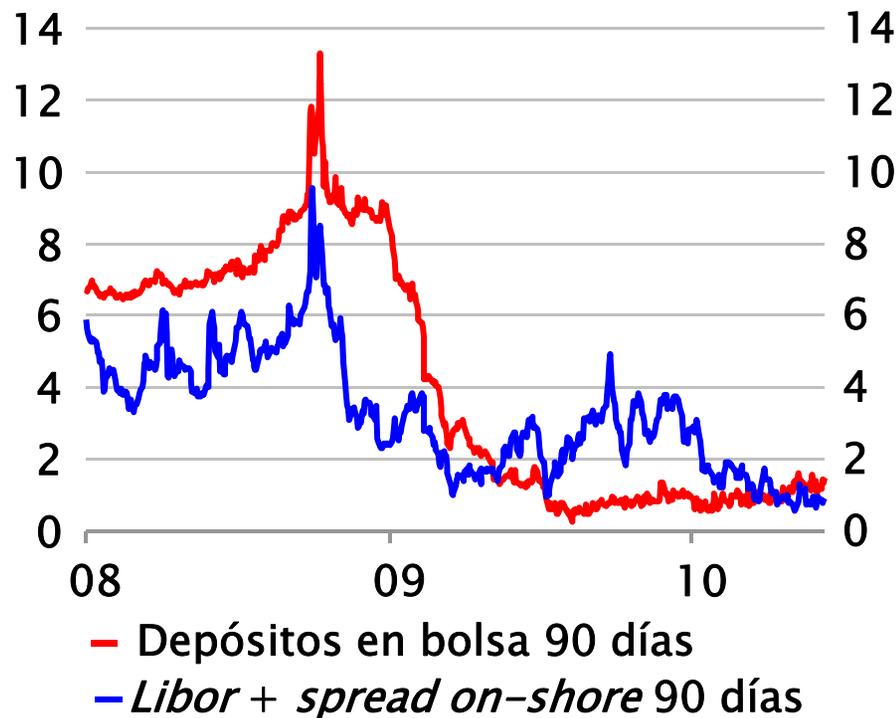
- IPSA (\$)
- IPSA (US\$)/ MSCI Mundial (6)
- IPSA (US\$)/ MSCI América Latina (6)

(1) Corresponde al promedio ponderado a PPC para cada región. Aumento indica depreciación. (2) Incluye a Argentina, Brasil, Chile y México. (3) Incluye a China, Hong Kong, Indonesia, Malasia, Rep. Corea y Tailandia. (4) Incluye a Hungría, Polonia, Rep. Checa y Rusia. (5) Incluye a Australia, Canadá y Nueva Zelanda. (6) Corresponde a los índices accionarios por región de Morgan Stanley Capital International. Fuentes: Bloomberg y Fondo Monetario Internacional.

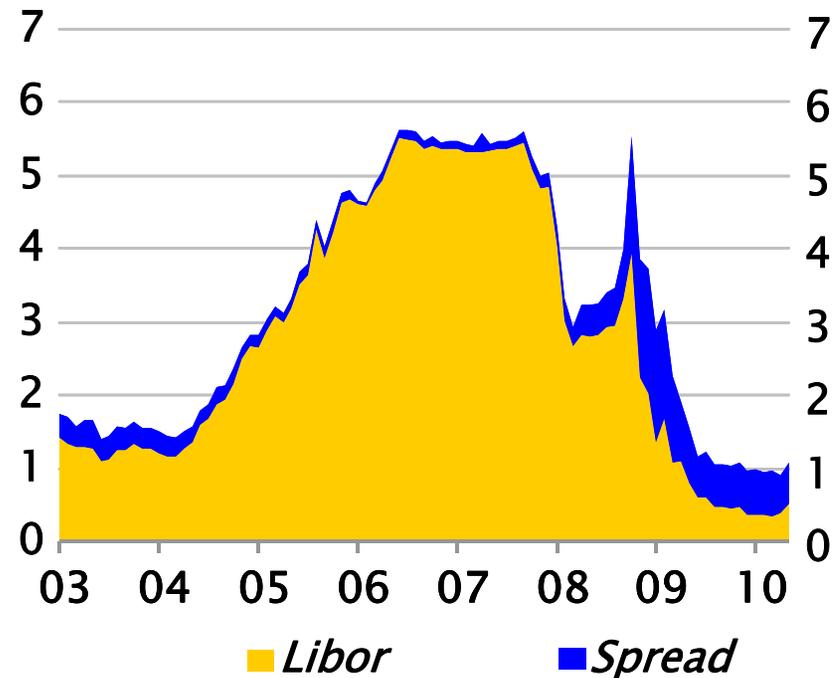


En el mercado monetario tampoco se han observado cambios relevantes. El acceso al financiamiento externo de la banca local no se ha visto afectado.

Tasas de interés en pesos y dólares en el mercado local  
(porcentaje)



Costo del financiamiento externo de corto plazo de bancos residentes (\*)  
(promedio mensual, porcentaje)

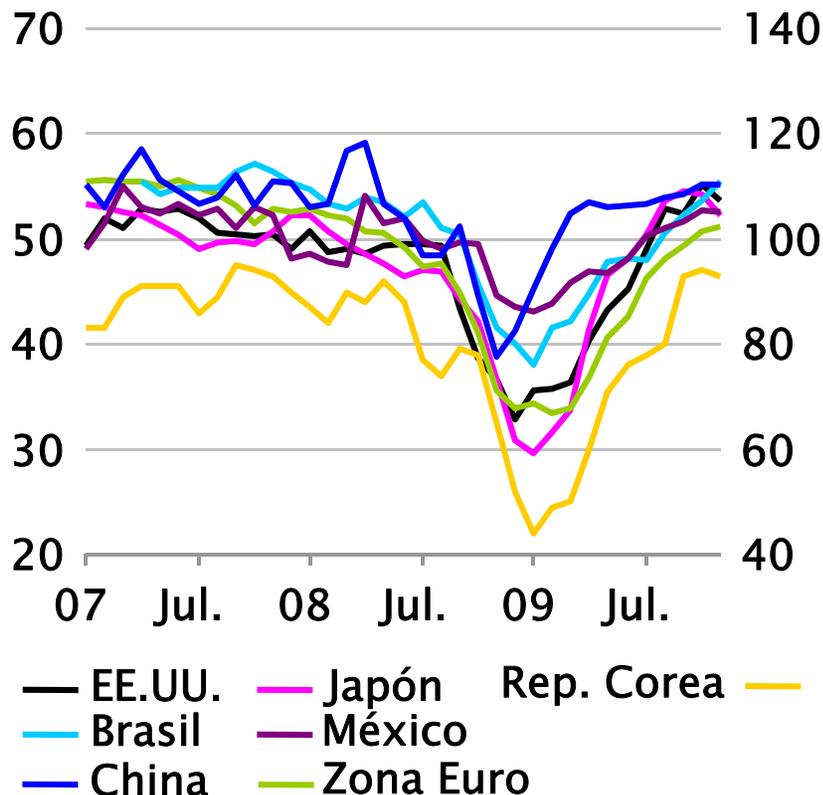


(\*) Correspondiente a préstamos bancarios a tasa variable.  
Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

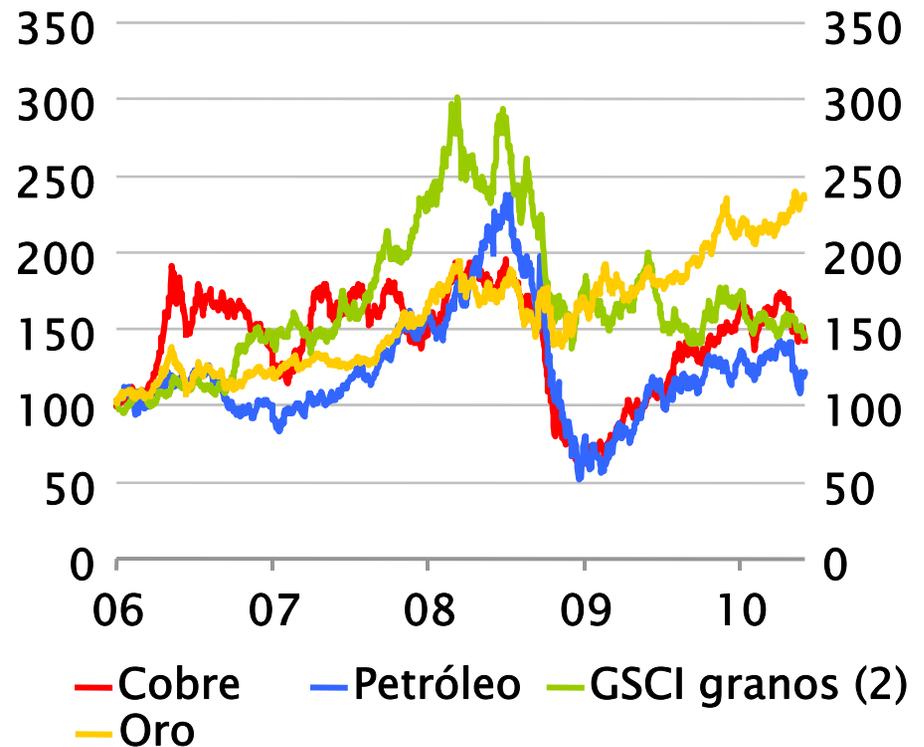


La actividad mundial no muestra, por ahora, efectos evidentes de las tensiones. El vigor de la demanda asiática ha permitido que los precios de las materias primas se mantengan altos desde una perspectiva histórica.

PMI manufacturero (1)  
(índice de difusión)



Precios de productos básicos  
(índice 02/01/2006=100)



(1) Rep. Corea tiene pivote en 100, las demás en 50. (2) Corresponde al índice agregado de S&P GSCI de granos y cereales.

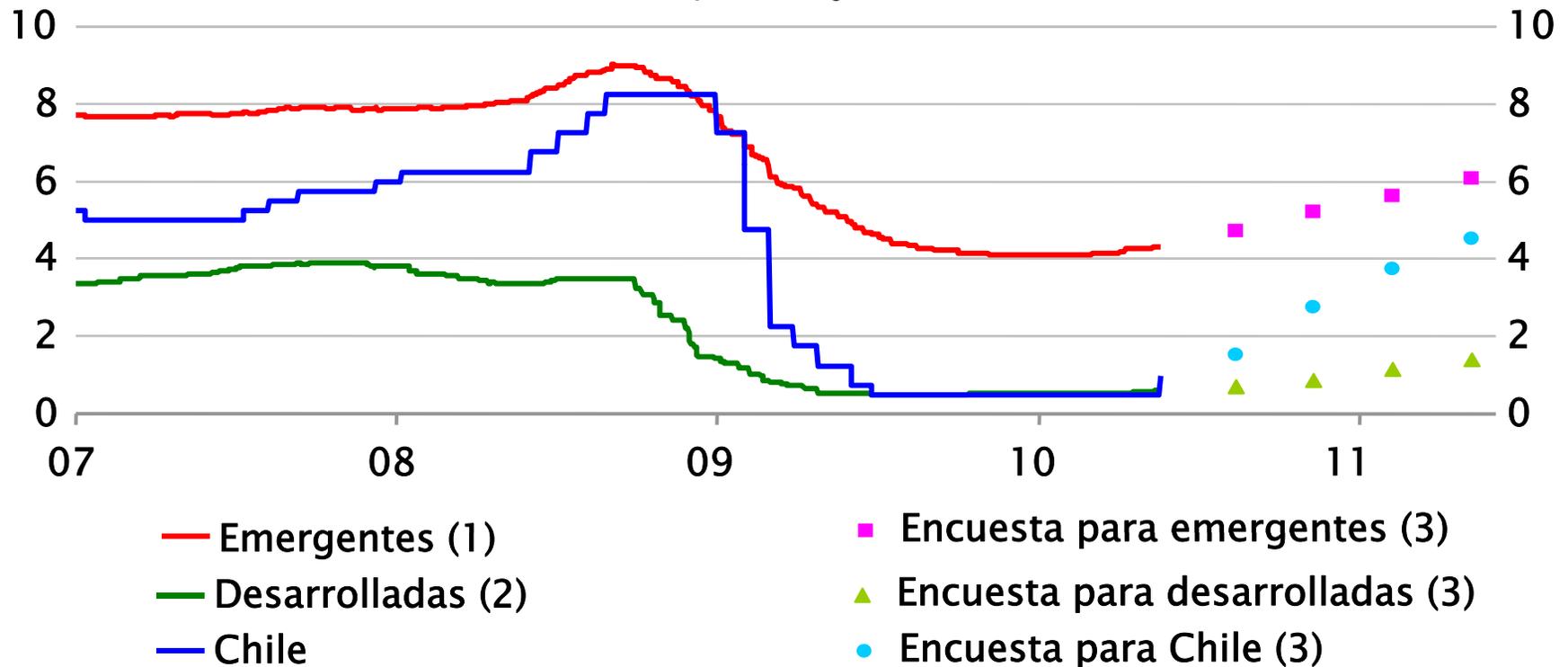
Fuente: Bloomberg.





La divergencia en el crecimiento también se dará en la inflación y como consecuencia, en el retiro del estímulo monetario. Así, este último se postergará en las principales economías, mientras en el mundo emergente y algunas economías avanzadas ya ha comenzado.

### Tasas de política monetaria en el mundo (porcentaje)



(1) Considera un promedio simple de las tasas de referencia de Brasil, Chile, China, India, Israel, México, Perú, Polonia, Rep. Corea y Turquía. (2) Considera un promedio simple de las tasas de referencia de: Canadá, EE.UU., Japón, Noruega, Reino Unido, Suecia, Suiza y Zona Euro. (3) Promedio de las respuestas de los analistas encuestados por Bloomberg durante mayo del 2010. Estas indican las expectativas para septiembre y diciembre del 2010, y marzo y junio del 2011. Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

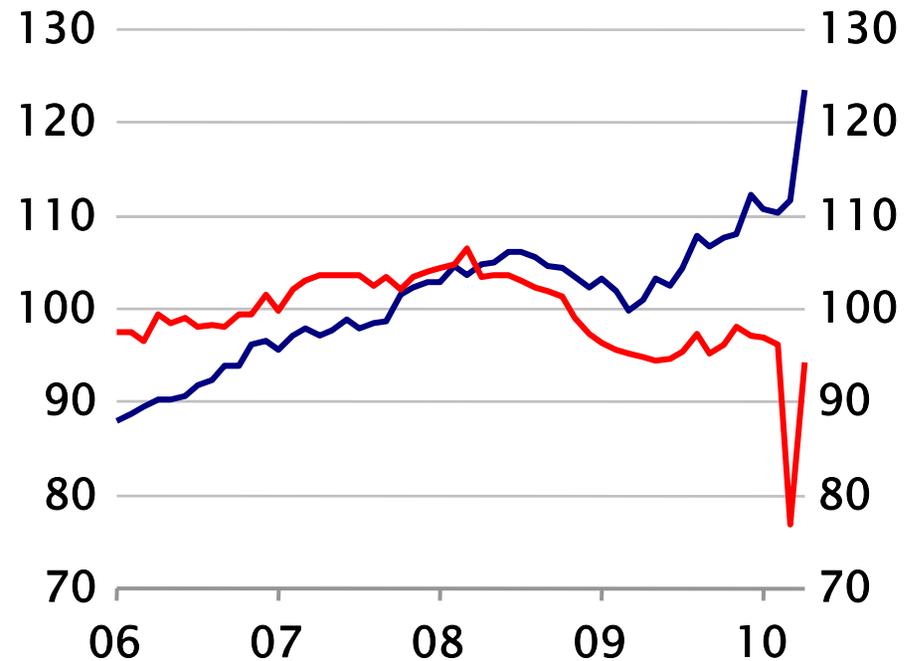


A nivel nacional los efectos inmediatos del 27-F sobre la actividad fueron mayores que los previstos, pero con una rápida recuperación a partir de abril. Los efectos en el empleo y la inflación fueron mucho menos perceptibles.

**IMACEC (\*)**  
(índice 2003=100)



**Actividad sectorial (\*)**  
(índice promedio 2006-2009=100)



— Ventas del comercio al por menor  
— Producción industrial

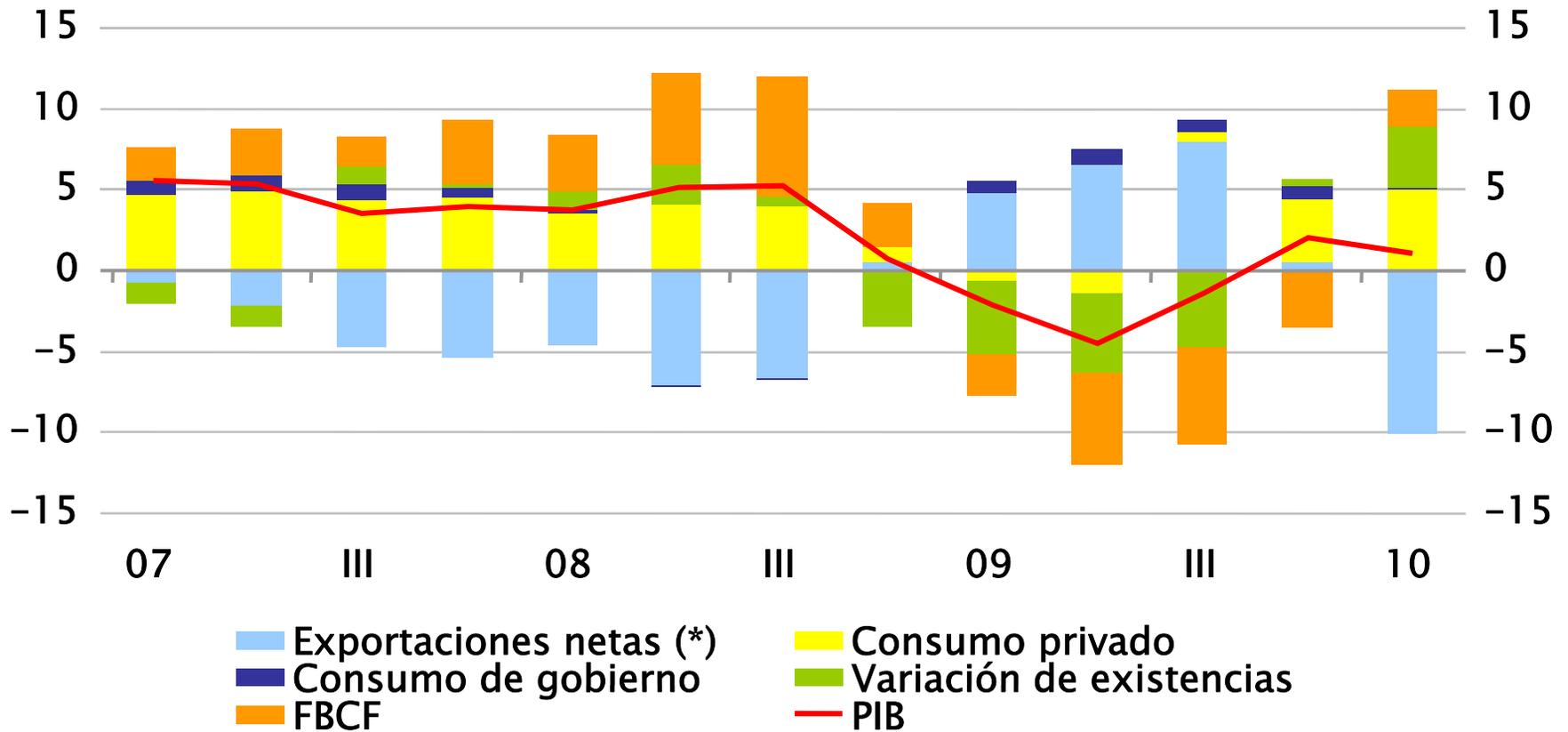
(\*) Series desestacionalizadas.

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



Pese al mayor efecto del 27-F en la actividad, la demanda interna tuvo un dinamismo superior al previsto en marzo, en particular destaca el aumento de la formación bruta de capital fijo y el consumo privado.

### Contribución al crecimiento del PIB (variación real anual, puntos porcentuales)

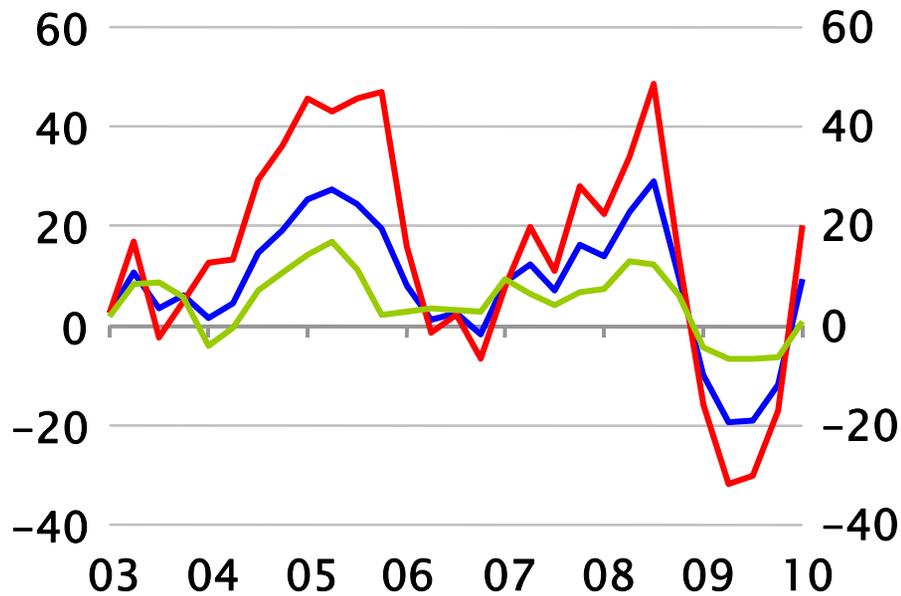


(\*) Exportaciones de bienes y servicios menos importaciones de bienes y servicios.  
Fuente: Banco Central de Chile.



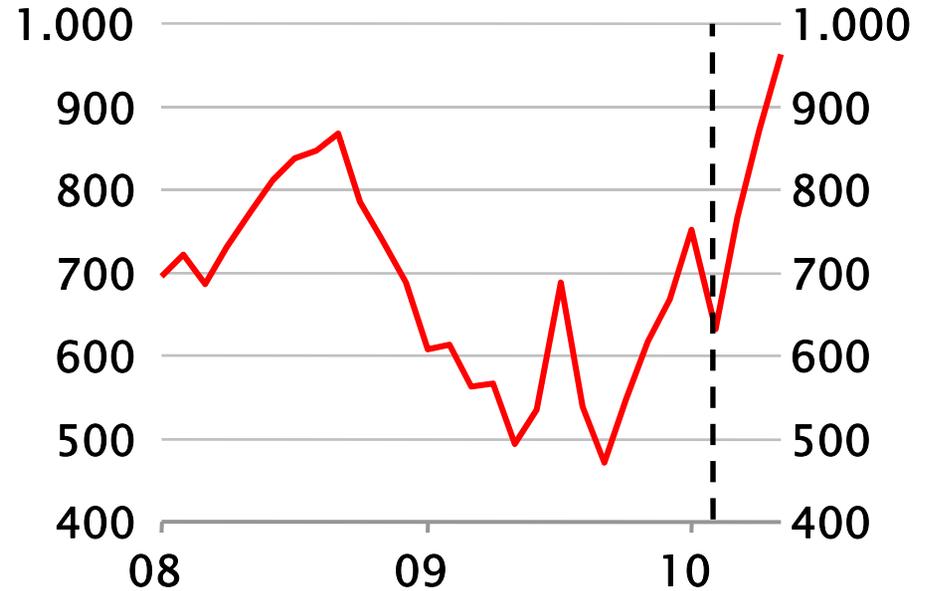
Dentro de la inversión, el componente de maquinaria y equipos fue la principal fuente de crecimiento, impulsado por la reposición de los bienes dañados en el 27-F. Las importaciones de bienes de capital tuvieron un aumento significativo en abril y mayo.

**Formación bruta de capital fijo**  
(variación real anual, porcentaje)



- Formación bruta de capital fijo
- Construcción y otras obras
- Maquinaria y equipos

**Importaciones de bienes de capital (\*)**  
(millones de dólares, CIF)



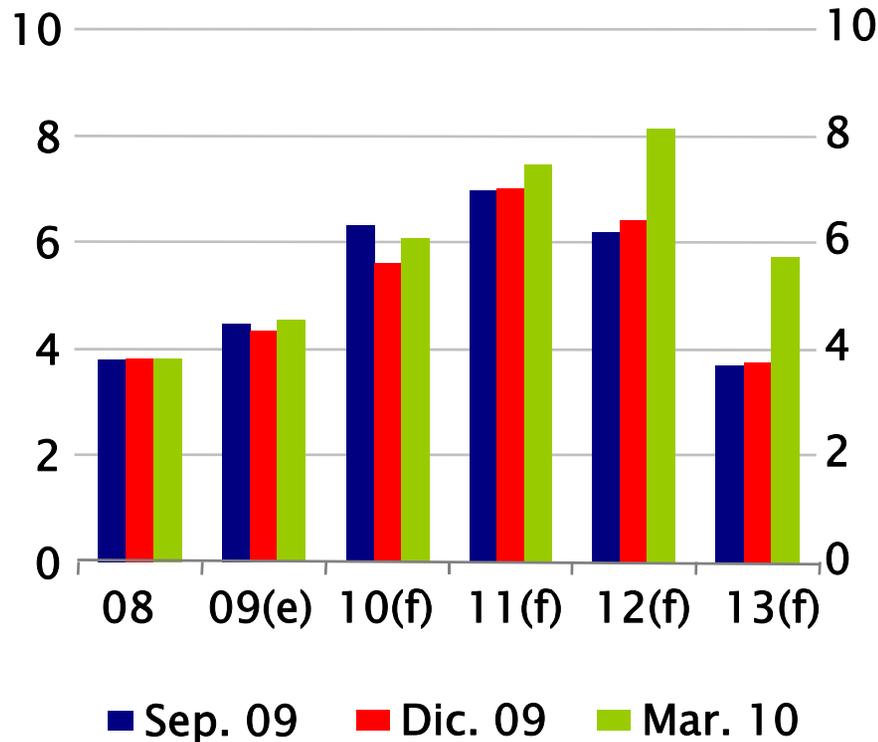
(\*) Serie desestacionalizada. Línea vertical indica dato a febrero del 2010. Cifras hasta mayo del 2010.  
Fuente: Banco Central de Chile.



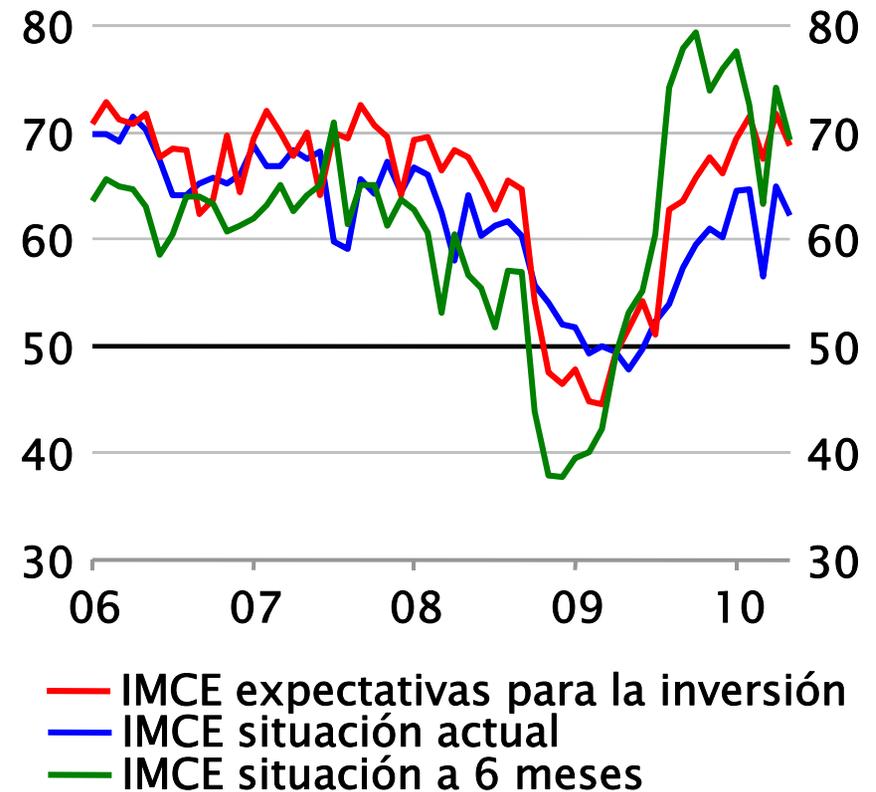
Las perspectivas para la inversión son auspiciosas. Según el catastro de la CBC de marzo, la inversión en obras de infraestructura programada para el 2010 y 2011 aumentó respecto del catastro de diciembre. Además, las expectativas empresariales siguen en niveles optimistas.

### Catastro de inversión en construcción e ingeniería (1)

(miles de millones de dólares)



### Indicador mensual de confianza empresarial (IMCE) (2)



(1) Excluye los sectores inmobiliario, telecomunicaciones e industrial. (2) Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo). (e) Estimado. (f) Proyectado.

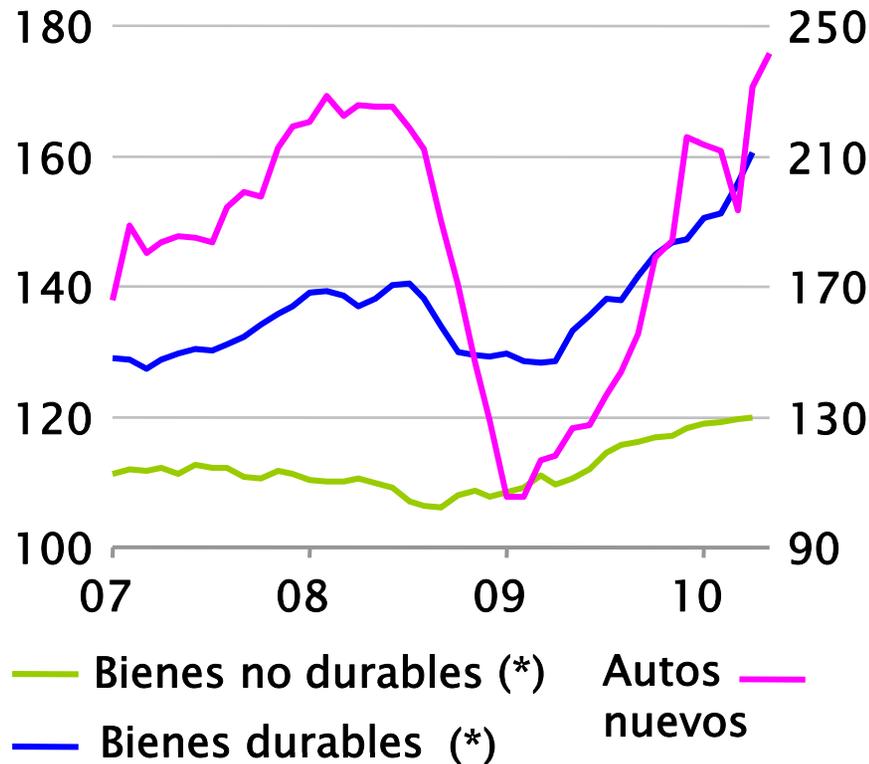
Fuentes: Corporación de Desarrollo Tecnológico de Bienes de Capital e ICARE/Universidad Adolfo Ibañez.



El consumo, en parte por factores transitorios, también ha mostrado un dinamismo importante, lo que junto con la mayor inversión, han provocado un fuerte impulso en el comercio.

### Ventas minoristas del comercio y de autos nuevos

(índice 2003=100, series desestacionalizadas)

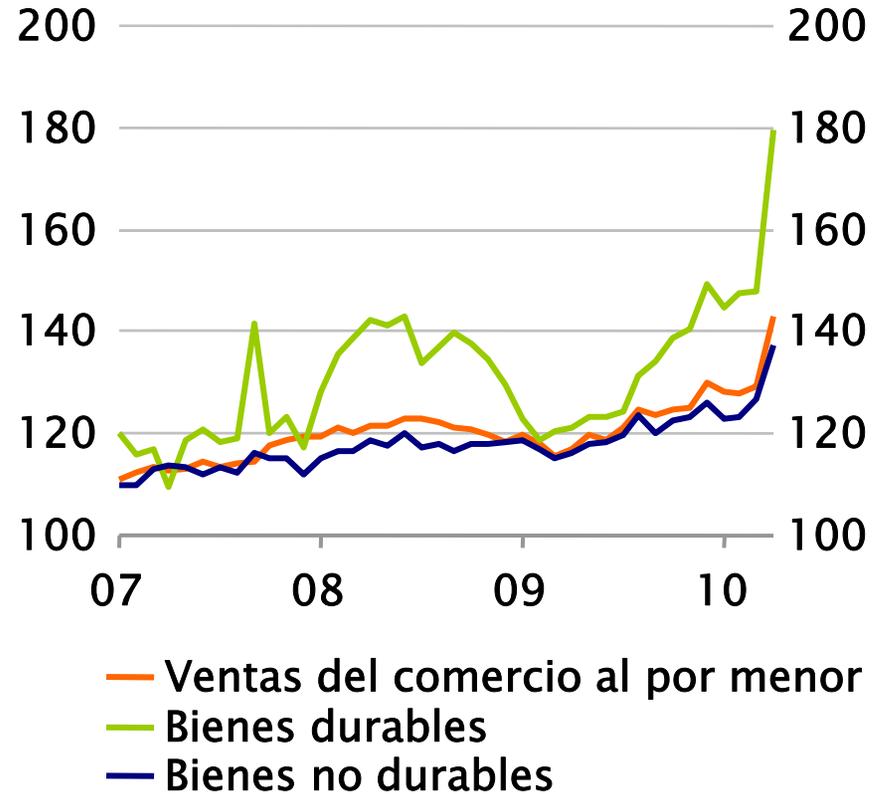


(\*) Vendidas en el trimestre móvil.

Fuentes: Asociación Nacional Automotriz de Chile, Banco Central de Chile, Cámara Nacional de Comercio e Instituto Nacional de Estadísticas.

### INE: Ventas minoristas

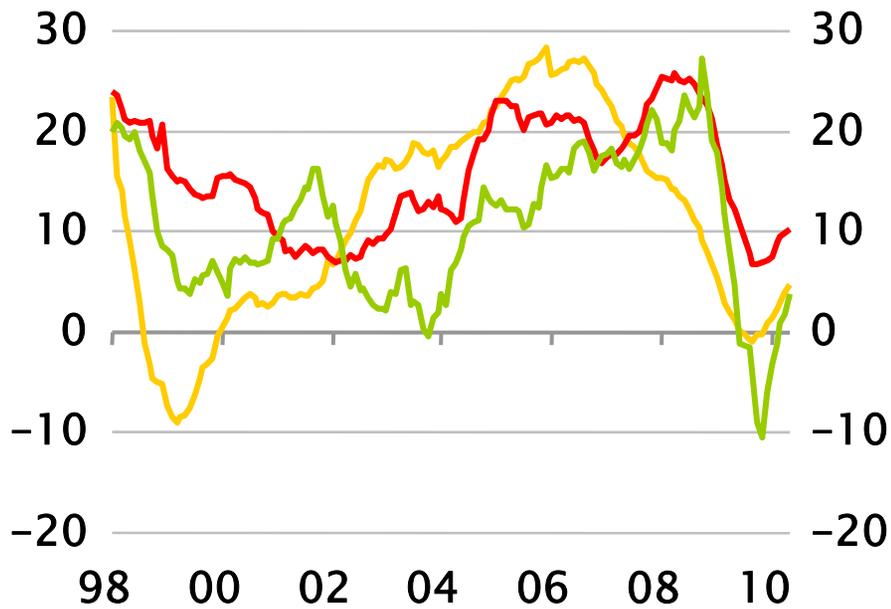
(índice 2003=100, series desestacionalizadas)





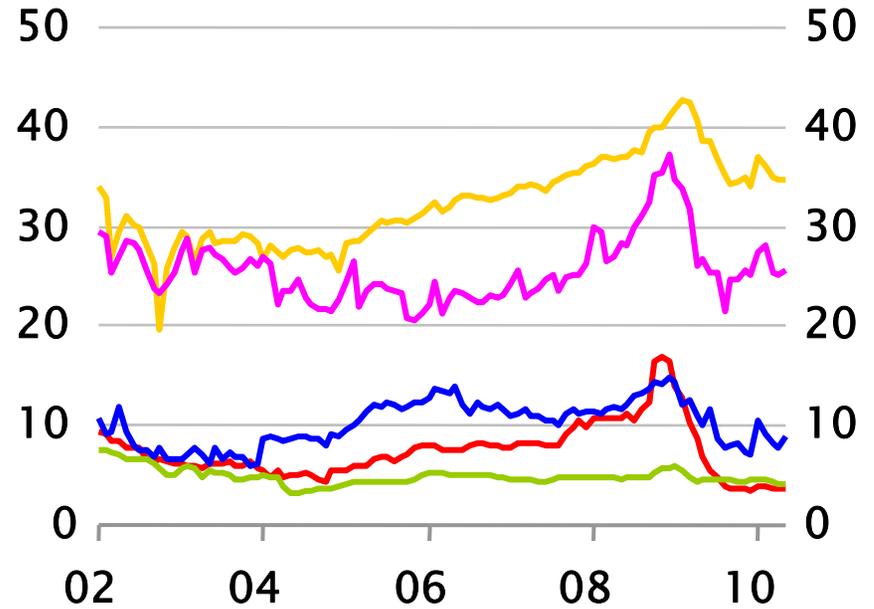
En todo caso, las condiciones macroeconómicas apoyan el crecimiento del consumo. Por ejemplo, las condiciones financieras se han ido normalizando progresivamente.

Colocaciones por tipo de crédito (1)  
(variación anual, porcentaje)



— Consumo  
— Empresas (2)  
— Vivienda

Tasas de interés de colocación (3)  
(porcentaje)



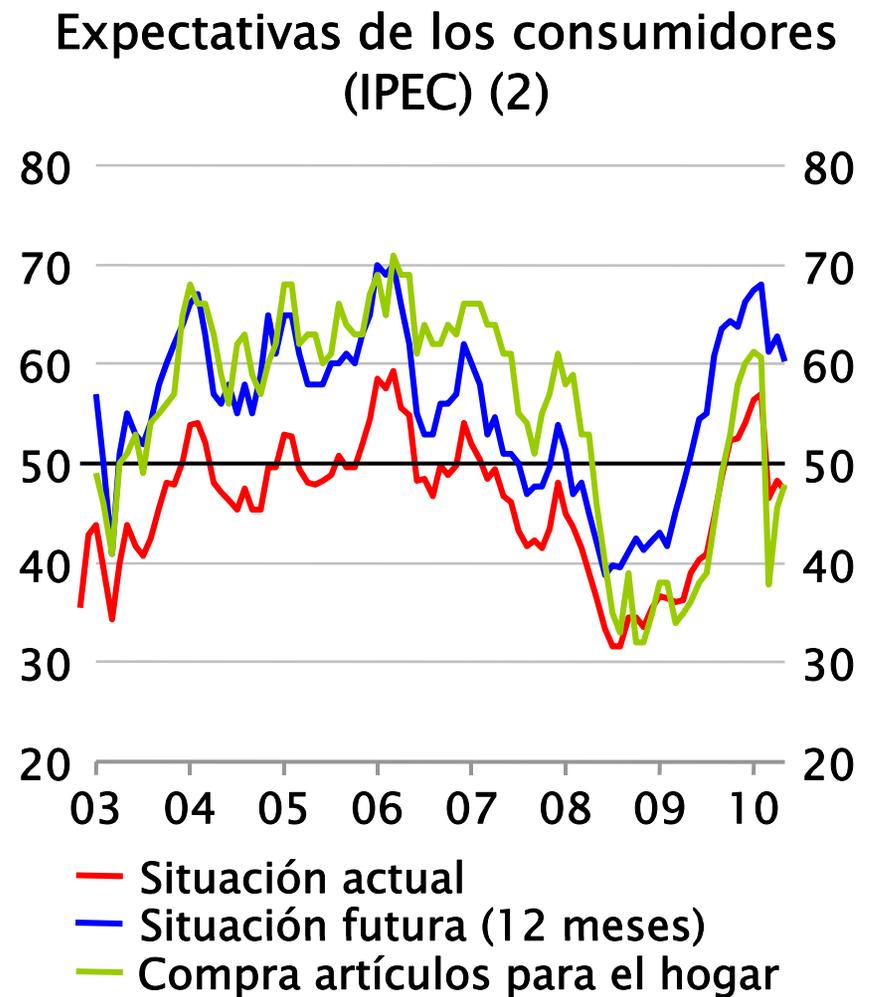
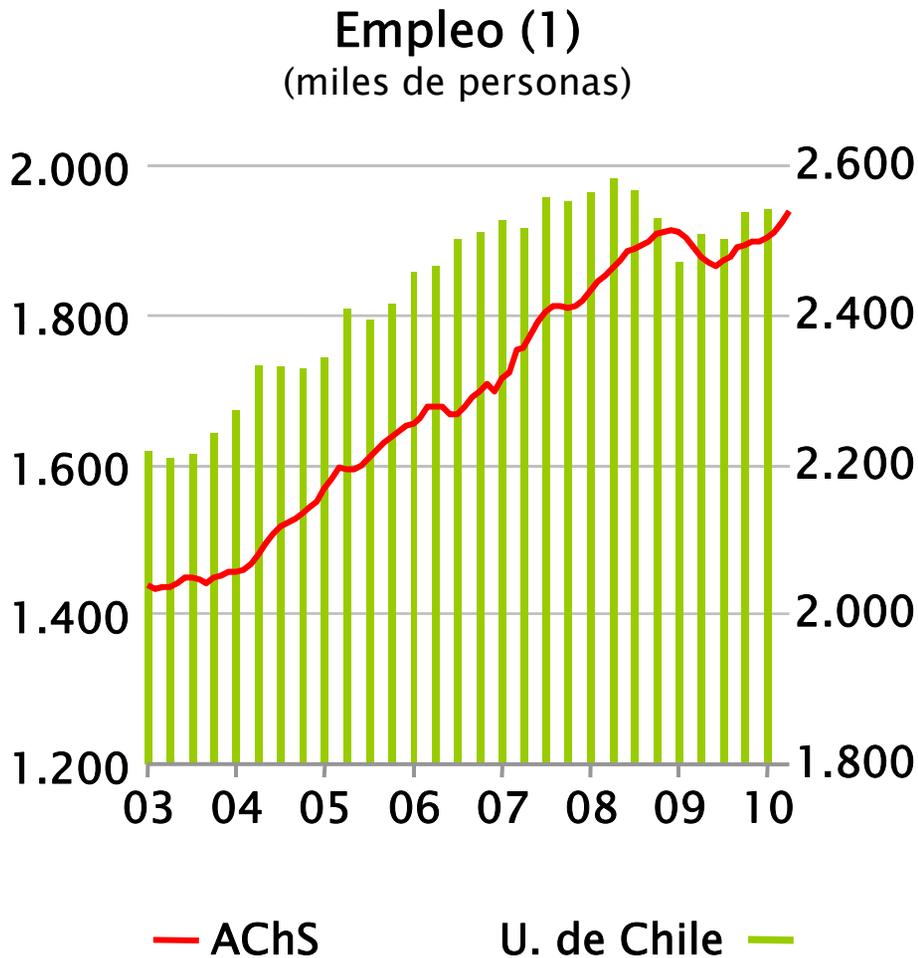
— Consumo entre 181 días y un año (4)  
— Consumo más de 3 años (4)  
— Comerciales entre 30 y 89 días (4)  
— Comerciales entre 181 días y un año (4)  
— Vivienda más de 3 años (5)

(1) Datos de mayo del 2010 son provisorios. (2) Corresponden a la suma de los créditos comerciales y de comercio exterior. (3) Tasas promedio ponderadas de todas las operaciones efectuadas en el mes. (4) Tasas nominales. (5) Tasas en UF.

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



# El mercado laboral sigue dando cuenta de un panorama de recuperación en el agregado y las expectativas de los consumidores se han recuperado luego del 27-F.



(1) Series desestacionalizadas. (2) Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo).

Fuentes: Adimark, Asociación Chilena de Seguridad (AChS), Banco Central de Chile y Universidad de Chile.



# Perspectivas



**El Consejo estima que la inflación oscilará en torno a 3% durante el 2011 y 2012, mientras que en el 2010 el PIB crecerá entre 4,0 y 5,0% anual.**

	2008	2009	2010 (f)	2011 (f)	2012 (f)
PIB	3,7	-1,5	4,0-5,0		
Demanda interna	7,6	-5,9	14,5		
Demanda interna (sin var. Existencias)	7,5	-2,8	11,3		
Formación bruta de capital fijo	18,6	-15,3	23,0		
Consumo total	4,0	1,8	7,8		
Exportaciones de bienes y servicios	3,1	-5,6	1,0		
Importaciones de bienes y servicios	12,2	-14,3	25,8		
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,5	2,6	-1,2		
Inflación IPC promedio	8,7	1,6	1,8	3,2	
Inflación IPC diciembre	7,1	-1,4	3,8	3,1	
Inflación IPC en torno a 2 años (*)					3,0
Inflación IPCX promedio	8,4	2,8	0,7	3,5	
Inflación IPCX diciembre	8,6	-1,8	3,3	3,5	
Inflación IPCX en torno a 2 años (*)					3,2
Inflación IPCX1 promedio	7,8	2,8	-0,1	3,2	
Inflación IPCX1 diciembre	7,7	-1,1	1,8	3,2	
Inflación IPCX1 en torno a 2 años (*)					3,1

(f) Proyección.

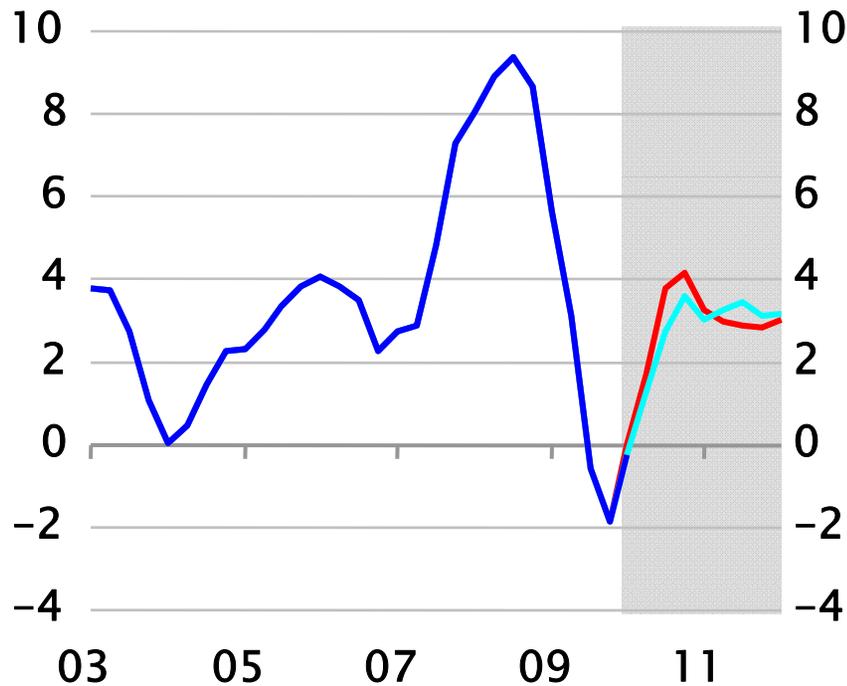
(\*) Correspondiente a la inflación proyectada para el segundo trimestre del 2012.

Fuente: Banco Central de Chile.



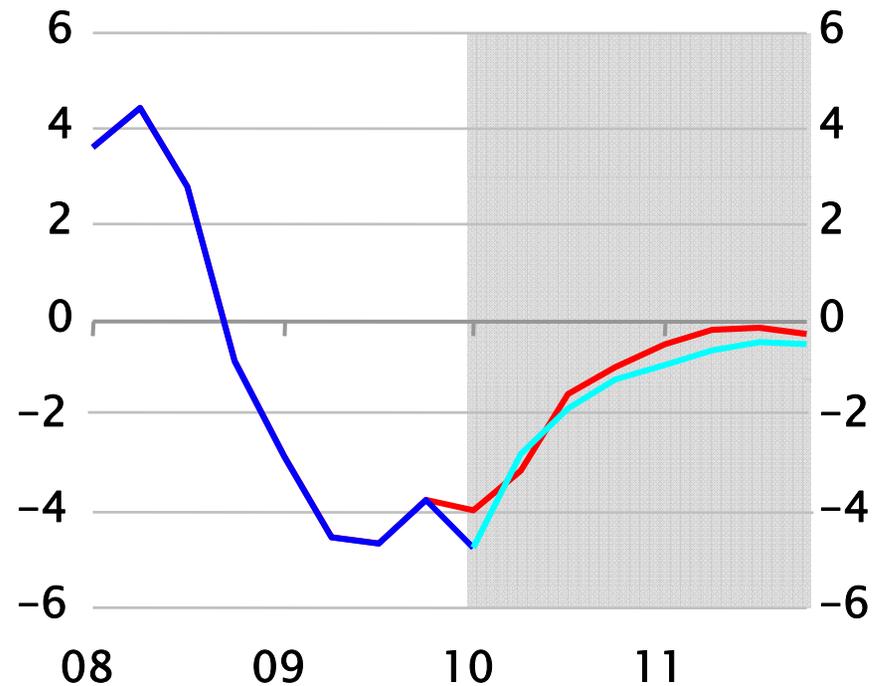
# El panorama de la inflación de mediano plazo está determinado por el escenario de actividad y gasto interno y su efecto en el cierre previsto de las holguras de capacidad.

### Inflación IPC (\*) (variación anual, porcentaje)



— IPoM mar.10

### Holguras de capacidad (\*) (variación anual, porcentaje)



— IPoM jun.10

(\*) El área gris, a partir del segundo trimestre del 2010, corresponde a la proyección.

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



En el escenario base, la economía mundial seguirá con un proceso de recuperación. Estas proyecciones consideran una creciente diferencia en el ritmo de expansión que tendrán las principales economías desarrolladas versus las emergentes y algunas avanzadas.

## Crecimiento mundial (variación anual, porcentaje)

	2009 (e)		2010 (f)			2011 (f)		
	IPoM Mar.10	IPoM Jun.10	IPoM Mar.10	IPoM Jun.10	CF (4) May.10	IPoM Mar.10	IPoM Jun.10	CF(4) May.10
Mundial a PPC (1)	-0,6	= -0,6	4,3	= 4,3	4,4	4,4	▼ 4,0	4,4
Mundial a TC de Mercado (2)	-1,7	▼ -2,0	3,5	▼ 3,2	3,4	3,5	▼ 3,0	3,5
Estados Unidos	-2,4	= -2,4	3,1	▼ 3,0	3,3	3,0	▼ 2,6	3,1
Zona Euro	-4,1	= -4,1	1,1	▼ 0,8	1,1	1,5	▼ 0,8	1,5
Japón	-5,2	= -5,2	1,9	▲ 3,0	2,4	1,6	▼ 1,2	1,7
China	8,7	= 8,7	9,9	▲ 10,0	10,3	9,1	▼ 8,7	9,2
Resto Asia (1)	0,0	▲ 0,1	5,1	▲ 5,2	5,6	4,8	▼ 4,3	4,9
América Latina (1)	-2,5	▲ -2,4	4,1	▲ 4,5	4,7	3,7	= 3,7	3,9
Exp. prod. básicos (1)	-1,2	▲ -1,1	3,0	▲ 3,1	3,2	3,3	▼ 3,0	3,2
Socios comerciales (3)	-0,8	▲ -0,3	4,0	▲ 4,4	4,6	3,8	▼ 3,7	4,2

(1) Crecimientos regionales ponderados por la participación en el PIB mundial a PPC publicado por el FMI en World Economic Outlook (WEO, abril 2010). (2) Cada país se pondera por su PIB en dólares publicado por el WEO. (3) Crecimiento de los principales socios comerciales de Chile ponderados por su participación en las exportaciones totales. (4) Las agrupaciones se ponderan usando (1) y (2), por lo cual las cifras no coinciden con las publicadas por Consensus Forecasts. (e) Estimación; (f) Proyección.

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



Así, el escenario externo seguirá agregando impulso a la economía chilena en los próximos dos años. Los precios de los productos básicos se mantendrán en torno a sus niveles actuales.

Principales supuestos del escenario internacional  
(promedio anual)

	2008	2009 (e)		2010 (f)		2011 (f)	
		Mar.10	Jun.10	Mar.10	Jun.10	Mar.10	Jun.10
PIB mundial a PPC (var. anual %)	3,0	-0,6	-0,6	4,3	4,3	4,4	4,0
PIB mundial a TC de mcdo (var. anual %)	1,8	-1,7	-2,0	3,5	3,2	3,5	3,0
PIB socios comerciales (var. anual %)	3,0	-0,8	-0,3	4,0	4,4	3,8	3,7
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	100	62	62	82	77	85	80
Precio del cobre BML (US\$cent/libra)	316	234	234	310	300	290	270
Términos de intercambio (var. anual, %)	-16,1	4,1	4,1	12,5	14,3	-5,6	-7,2
Precios externos, en US\$ (var. anual, %)	12,2	-6,1	-6,2	3,7	3,4	3,0	3,3

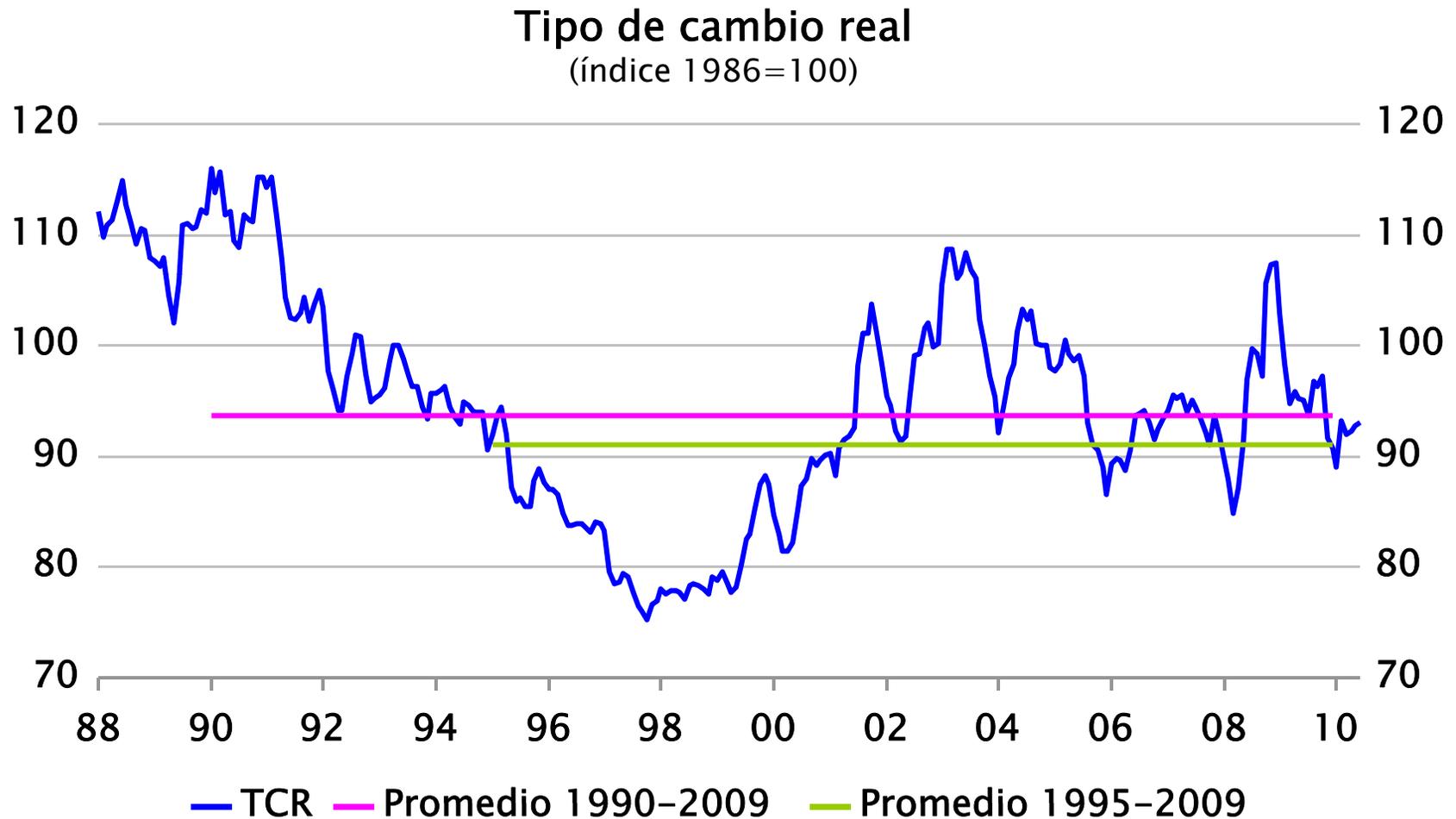
(e) Estimación.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



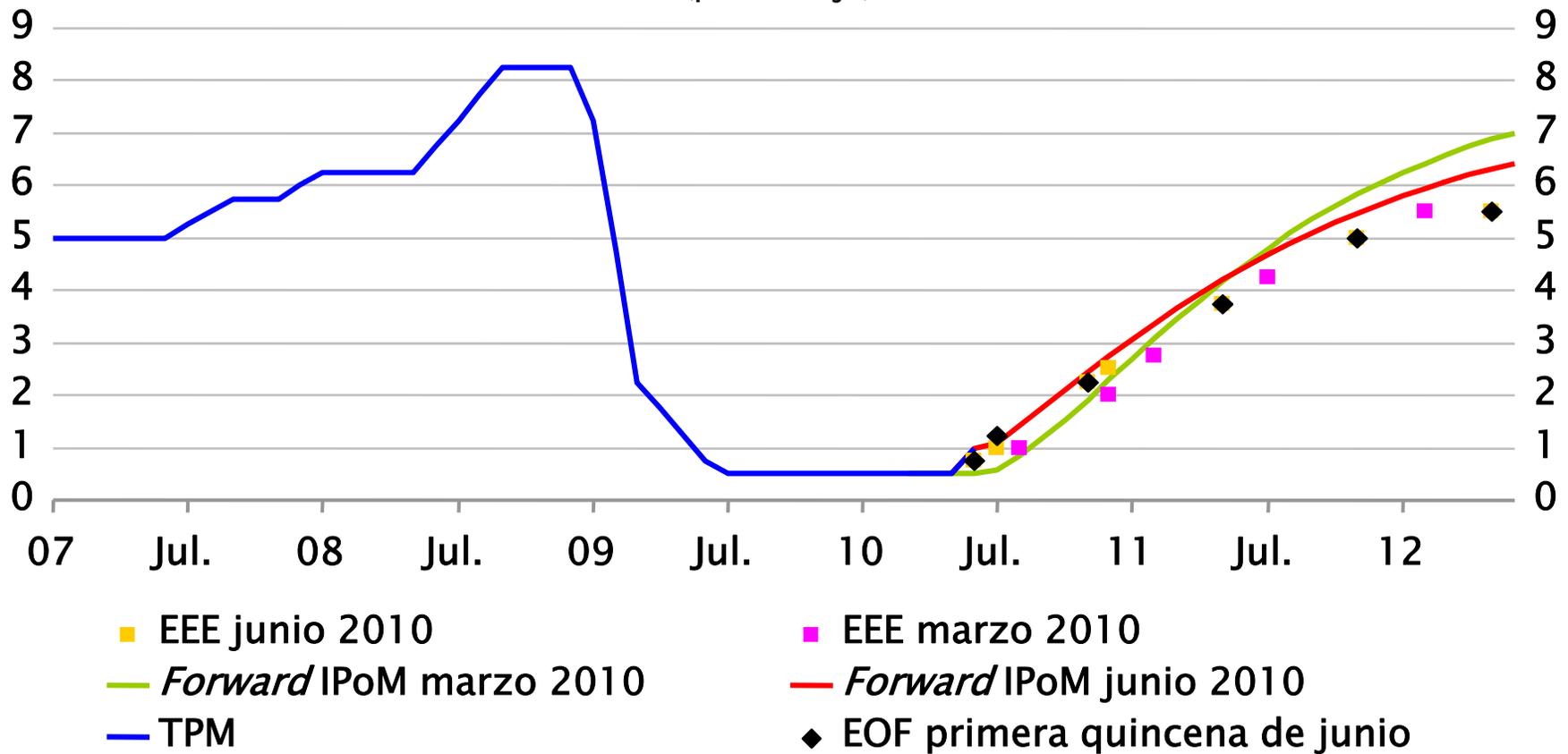
También se considera que se mantendrá la relativa resistencia a las tensiones financieras externas. En el escenario base, el tipo de cambio real será similar a su nivel actual por los próximos dos años.





El logro de la meta de inflación requiere de una normalización progresiva del significativo estímulo monetario actual. El escenario base usa como supuesto de trabajo que a un año plazo el nivel de la TPM será similar al que se deduce de las expectativas privadas. En el largo plazo, convergerá a su nivel neutral.

Expectativas para la TPM  
(porcentaje)





# El balance de riesgos para la inflación y el crecimiento está equilibrado.

---

- Los riesgos internos están dominados por lo que pase con el gasto en los próximos trimestres. Es posible que su dinamismo no disminuya, lo que podría apurar el cierre de las holguras de capacidad.
- El impacto de mediano plazo de los esfuerzos de reconstrucción en la demanda y su financiamiento debe seguir siendo evaluado.
- En lo externo, el principal riesgo es que la debilidad de la situación fiscal y/o del sector bancario en Europa se agrave, con efectos altamente inciertos, pero potencialmente significativos.
- Según los ejercicios de tensión del IEF, los niveles actuales de capitalización y de liquidez de la banca permitirían absorber las probables consecuencias de este escenario de mayor inestabilidad financiera global. Además, el Banco Central cuenta con instrumentos para mitigar, pero no compensar totalmente, efectos negativos en los mercados monetarios locales.
- Tampoco puede descartarse una desaceleración relevante de la actividad económica en Estados Unidos o China. Como es habitual, la persistencia de los desbalances globales sigue representando una fuente de riesgo latente.



## El proceso de normalización del significativo estímulo monetario actual es necesario para evitar que se incuben presiones inflacionarias a futuro.

---

- El aumento de la TPM acordado en la reunión del 15 de junio se enmarca en el proceso de normalización del significativo estímulo monetario actual.
- Un retraso de este proceso solo hará que los ajustes posteriores sean más rápidos y de mayor magnitud, con repercusiones en la actividad y los precios de los activos financieros.
- En todo caso, el ritmo y magnitud de la normalización dependerán tanto de las condiciones macroeconómicas internas como de la evolución del incierto escenario externo.
- El Consejo reitera que continuará usando sus políticas con flexibilidad para que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.



# INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA Primer Semestre 2010

---

## INFORME DE POLÍTICA MONETARIA Junio 2010

Enrique Marshall  
Consejero  
Banco Central de Chile

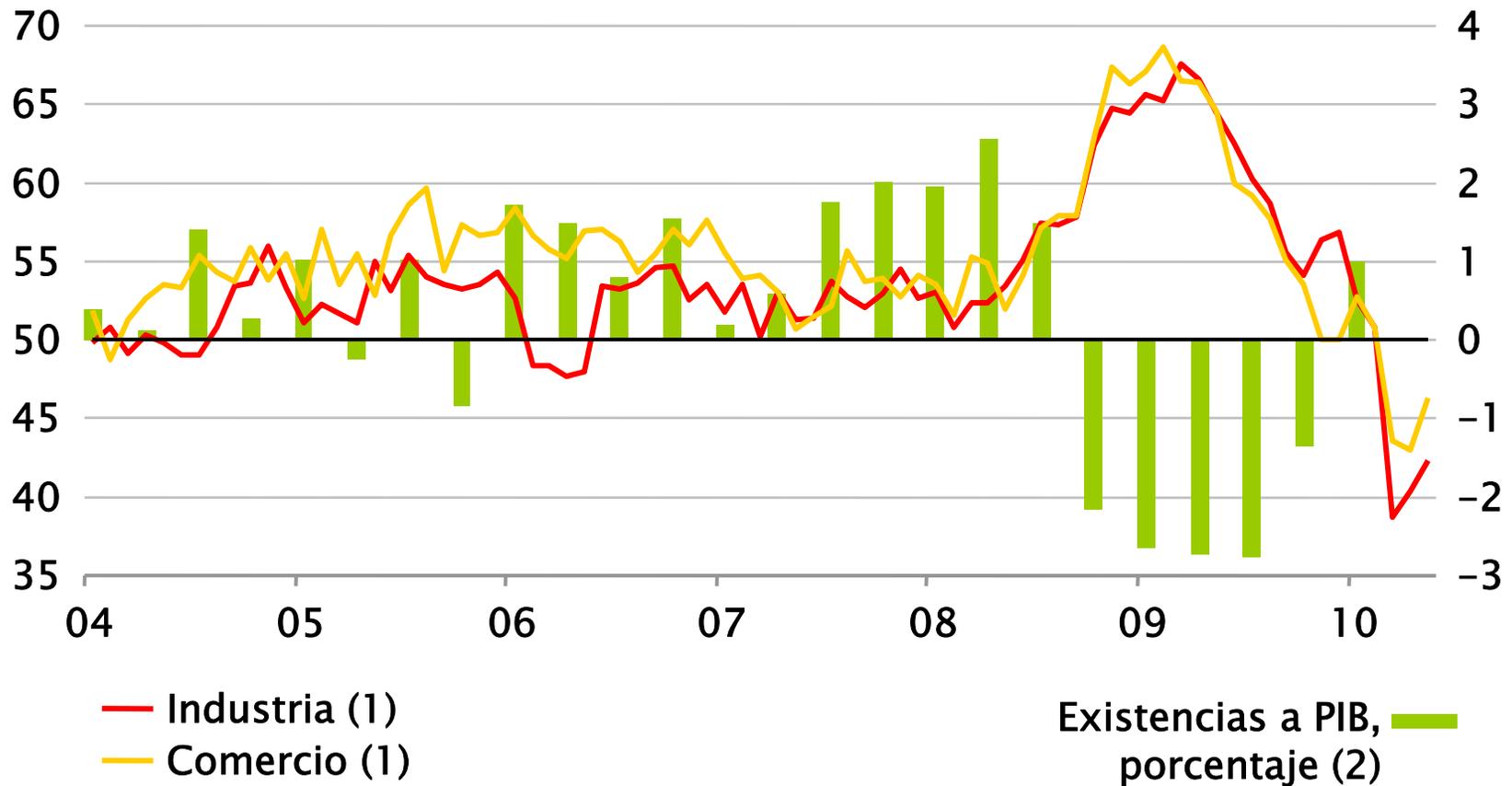


# Anexos



En el primer trimestre, las existencias tuvieron un freno importante en el proceso de desacumulación observado desde fines del 2008. El 27-F habría reducido sus niveles respecto de lo deseado, pero a mayo se habrían recuperado en parte.

### Situación actual de inventarios



(1) Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica nivel por sobre lo deseado (por debajo de lo deseado).

(2) Serie trimestral desestacionalizada.

Fuentes: Banco Central de Chile e Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.



Las expectativas privadas de crecimiento para el 2010 están dentro del rango considerado en el IPoM. Para el 2011, esperan una actividad creciendo más cerca de 6% anual.

### Expectativas de crecimiento (variación anual, porcentaje)

