INFORME DE POLÍTICA MONETARIA
Marzo 2010

Enrique Marshall R.
Consejero
Banco Central de Chile

BANCO CENTRAL DE CHILE 9 DE ABRIL DE 2010

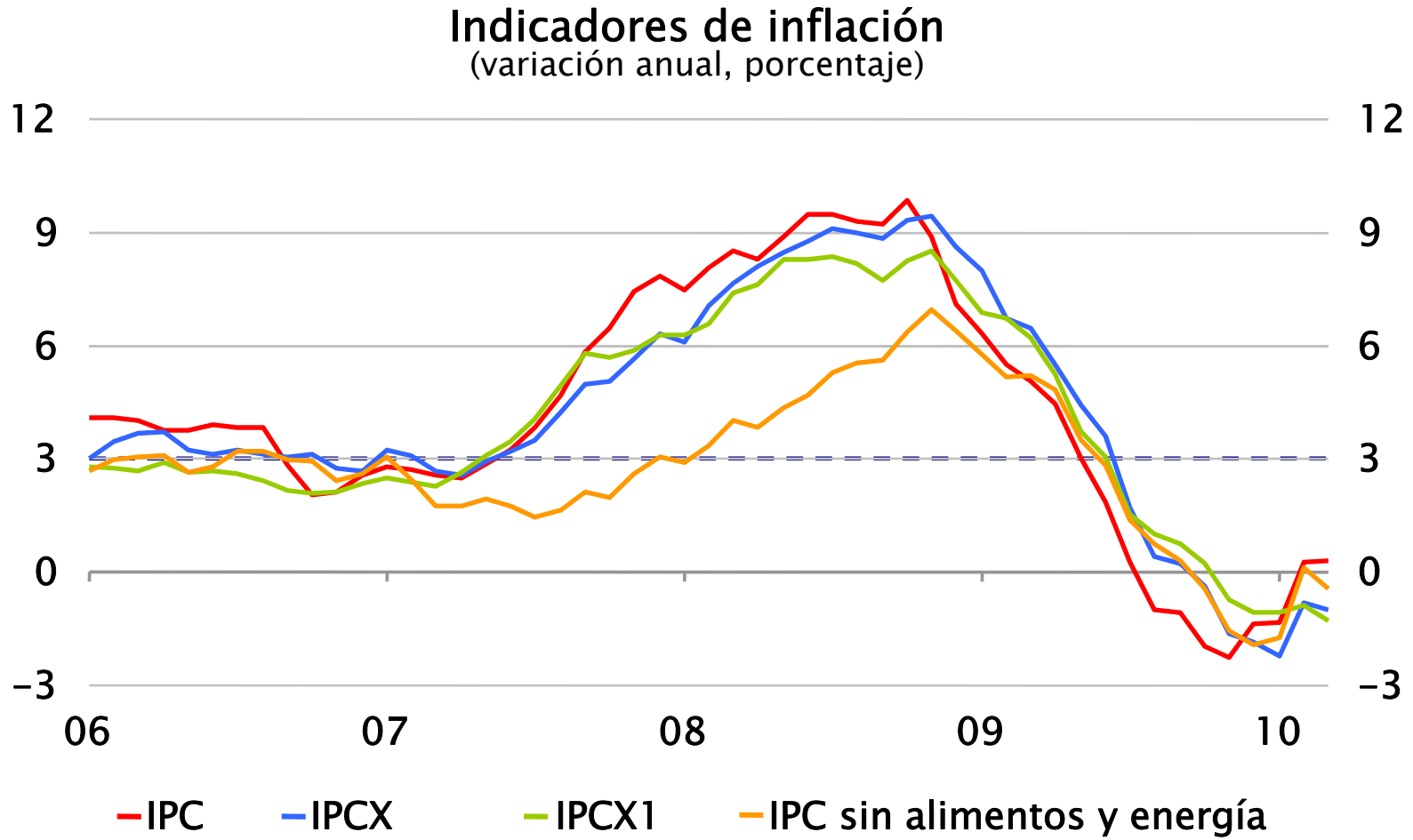
El escenario macroeconómico que enfrenta la economía chilena ha sufrido cambios importantes desde el IPoM de diciembre.

- El principal cambio proviene de los efectos que el terremoto y maremoto de fines de febrero tienen sobre el crecimiento y la inflación, tanto en lo inmediato como a mediano plazo.

- Previo a este suceso, el primer cierre anual de las Cuentas Nacionales para el 2009 y los datos coyunturales daban cuenta de una actividad y demanda interna que crecían a un ritmo superior al previsto.

- La evaluación preliminar de estos antecedentes configura un entorno macroeconómico en que las holguras de capacidad se han estrechado y la convergencia de la inflación a la meta se dará con mayor rapidez que lo antes previsto. Todo ello con un nivel de incertidumbre mayor al que prevalecía previamente.

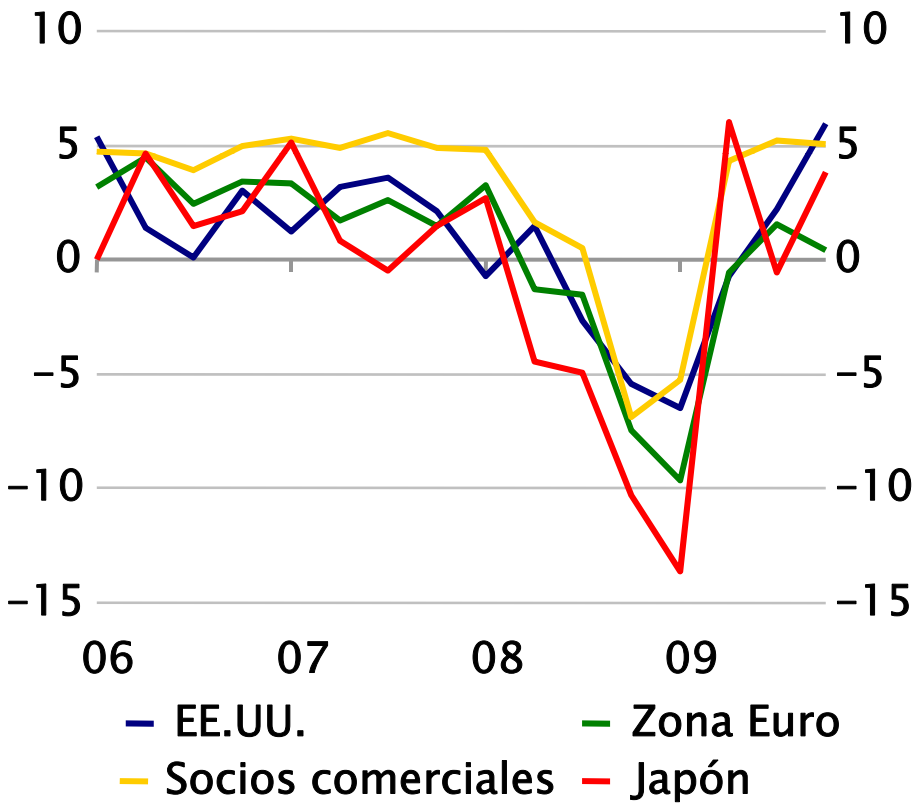
La inflación anual del IPC retornó a valores positivos antes que lo previsto en diciembre.



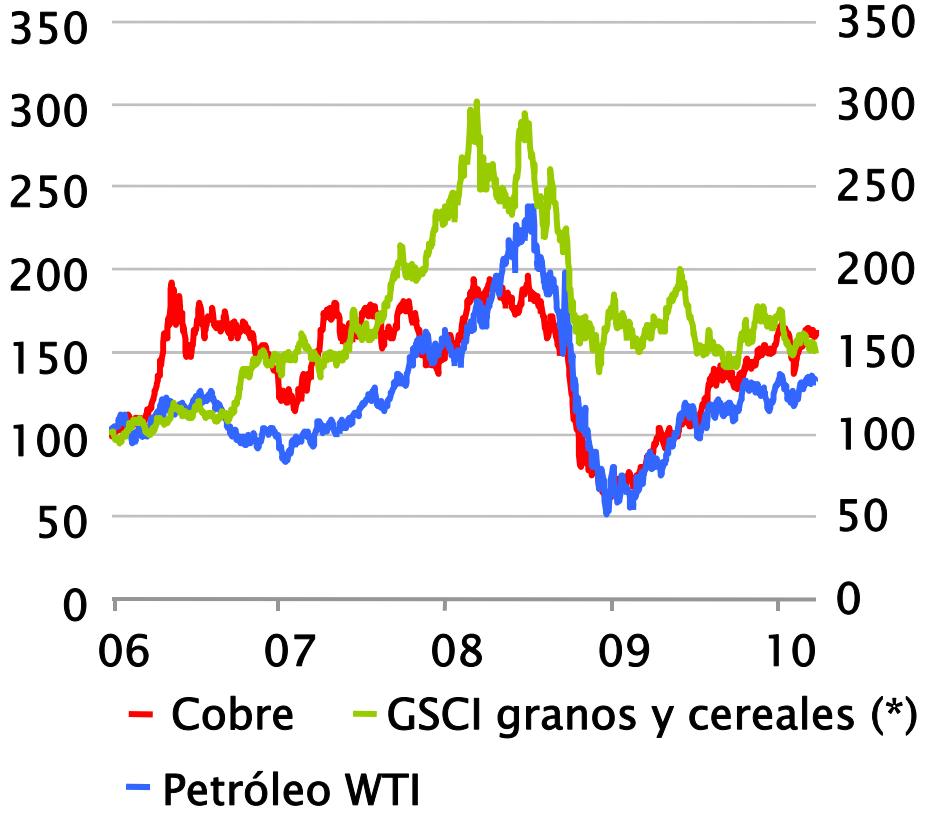
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

El escenario internacional se ha vuelto más benigno. La actividad continuó recuperándose y los precios de los productos básicos aumentaron nuevamente.

Crecimiento mundial
(variación trimestral anualizada, porcentaje)



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



(*) Corresponde al índice S&P GSCI de granos y cereales.
Fuentes: Banco Central de Chile en base a institutos de estadística de cada país, Bloomberg, Consensus Forecasts y Fondo Monetario Internacional.

De hecho, las proyecciones de crecimiento para este año y el próximo se han corregido al alza.

Principales supuestos del escenario internacional
(promedio anual)

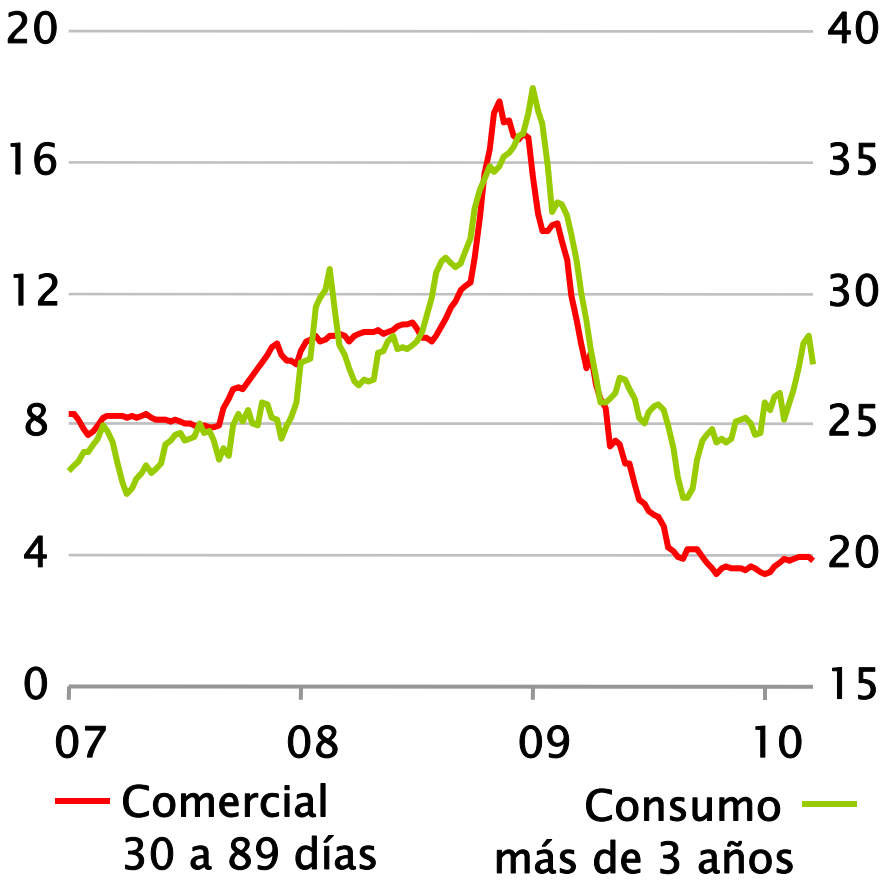
	2008	2009 (e)		2010 (f)		2011 (f)	
		Dic.09	Mar.10	Dic.09	Mar.10	Dic.09	Mar.10
PIB mundial a PPC (var. anual %)	3,0	-0,8	-0,6	3,8	4,3	4,2	4,4
PIB mundial a TC de mcdo (var. anual %)	1,9	-1,8	-1,7	3,1	3,5	3,4	3,5
PIB socios comerciales (var. anual %)	3,0	-0,8	-0,8	3,6	4,0	3,8	3,8
Precio del petróleo WTI (US$/barril)	100	62	62	80	82	86	85
Precio del cobre BML (US$cent/libra)	316	230	234	270	310	270	290
Términos de intercambio (var. anual, %)	-16,1	0,3	4,1	4,7	12,5	-2,3	-5,6
Precios externos, en US$ (var. anual, %)	12,2	-6,0	-6,1	9,6	3,7	1,0	3,0

(e) Estimación.
(f) Proyección.
Fuente: Banco Central de Chile.

Las condiciones financieras internas muestran una progresiva mayor normalidad, con colocaciones en aumento y tasas de interés en niveles bajos.

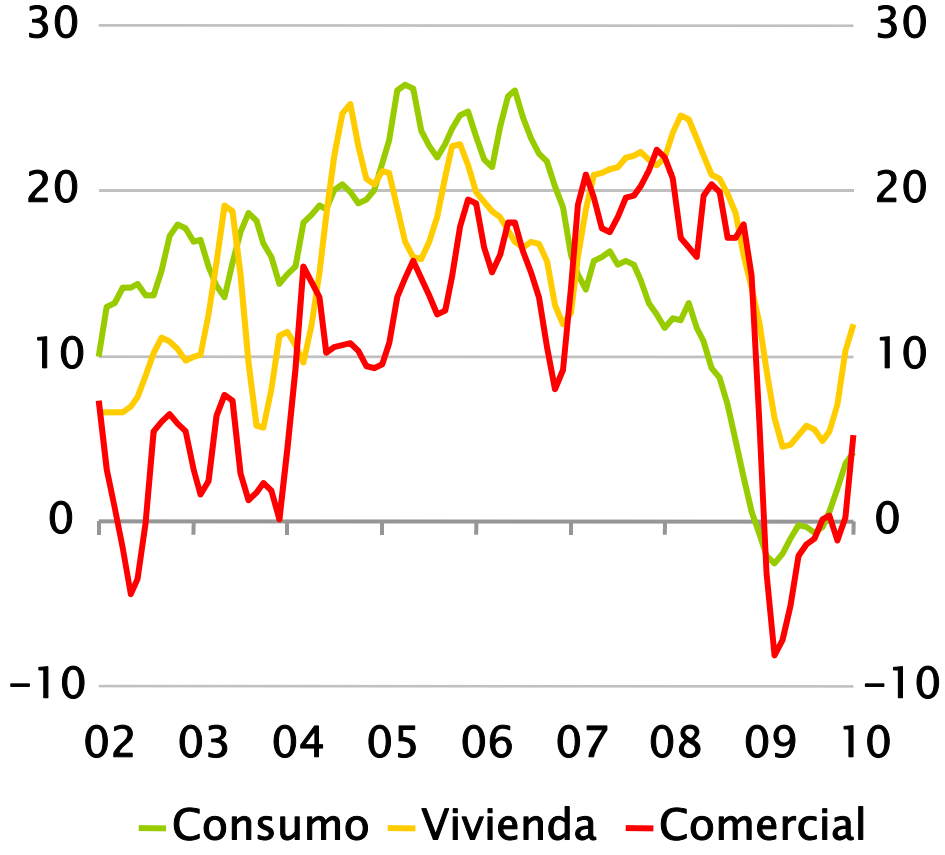
Tasas de interés de colocación (*)

(promedio móvil cuatro semanas, porcentaje)



Colocaciones a empresas y personas

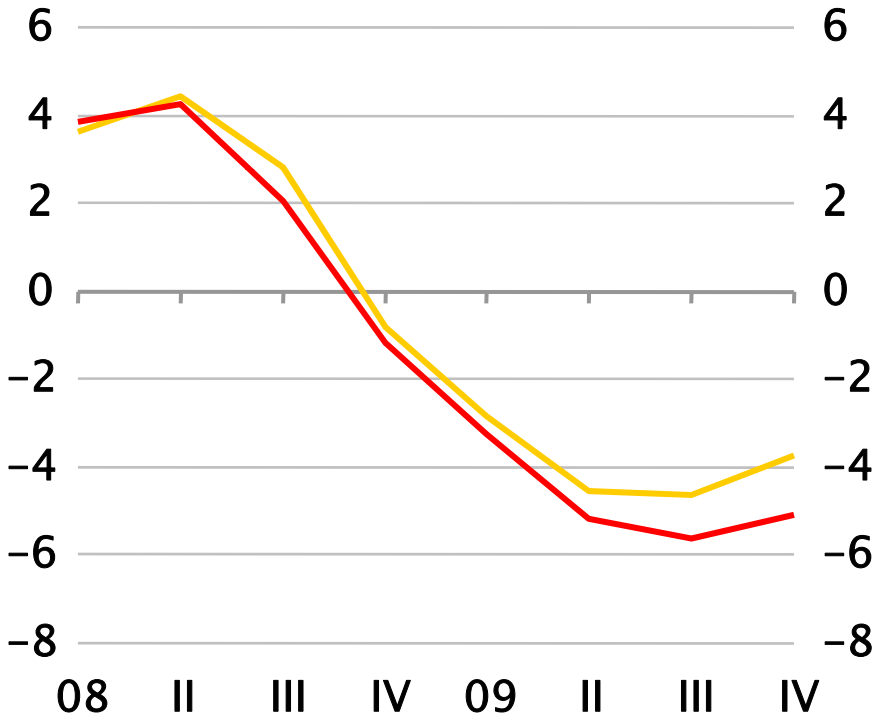
(variación anualizada del trimestre móvil de la serie nominal desestacionalizada, porcentaje)



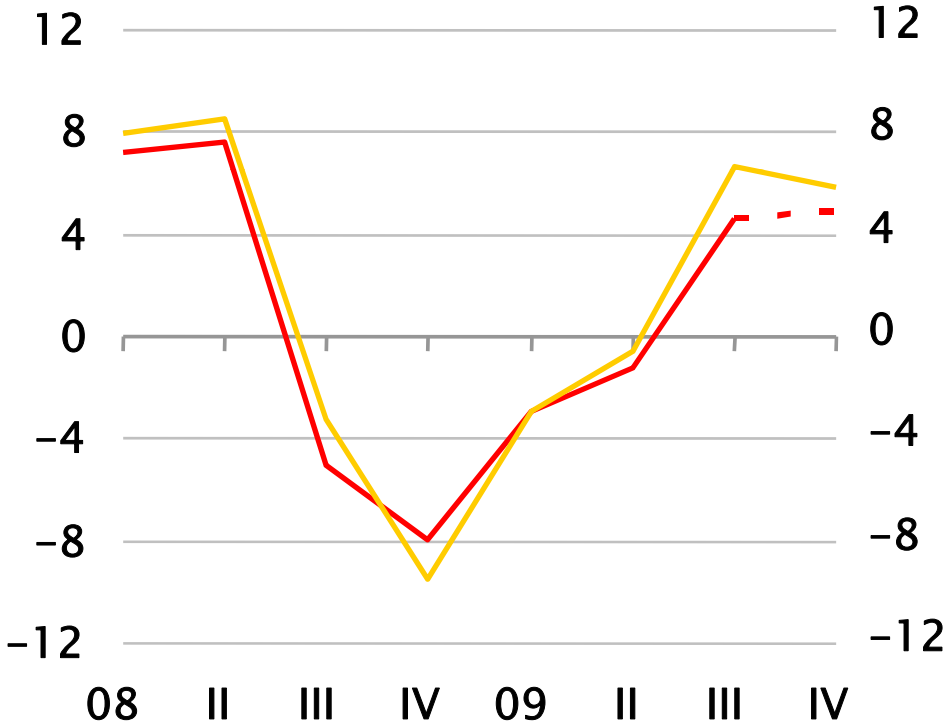
(*) Tasas promedio ponderadas.
Fuentes: Banco Central de Chile y Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

La tendencia de recuperación de la actividad y la demanda interna proyectada en diciembre se ha materializado, con una velocidad mayor que la esperada.

Holguras de capacidad
(porcentaje)



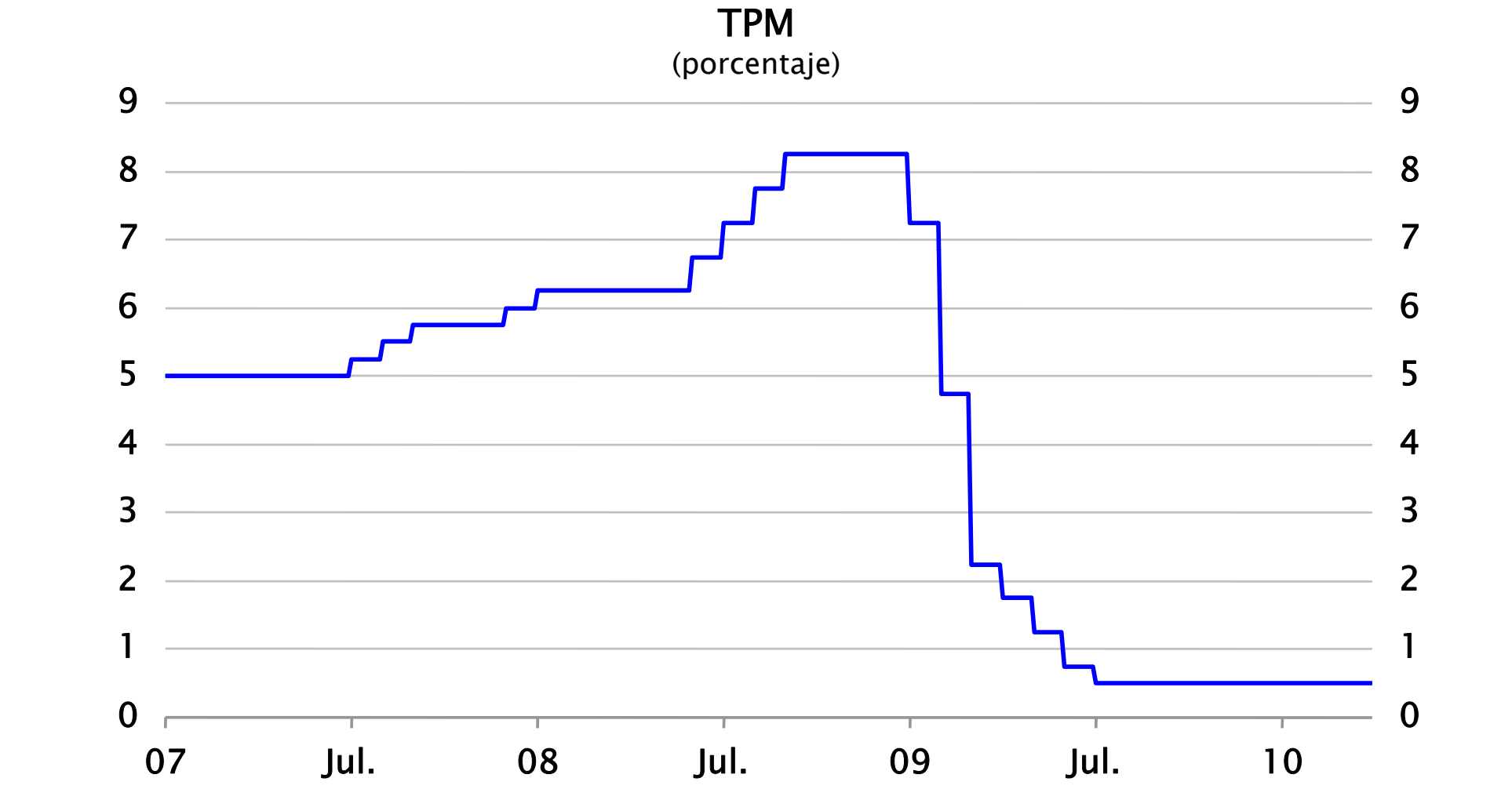
PIB
(variación trimestral anualizada, porcentaje)



IPoM dic.09 (1) IPoM mar.10 (2)

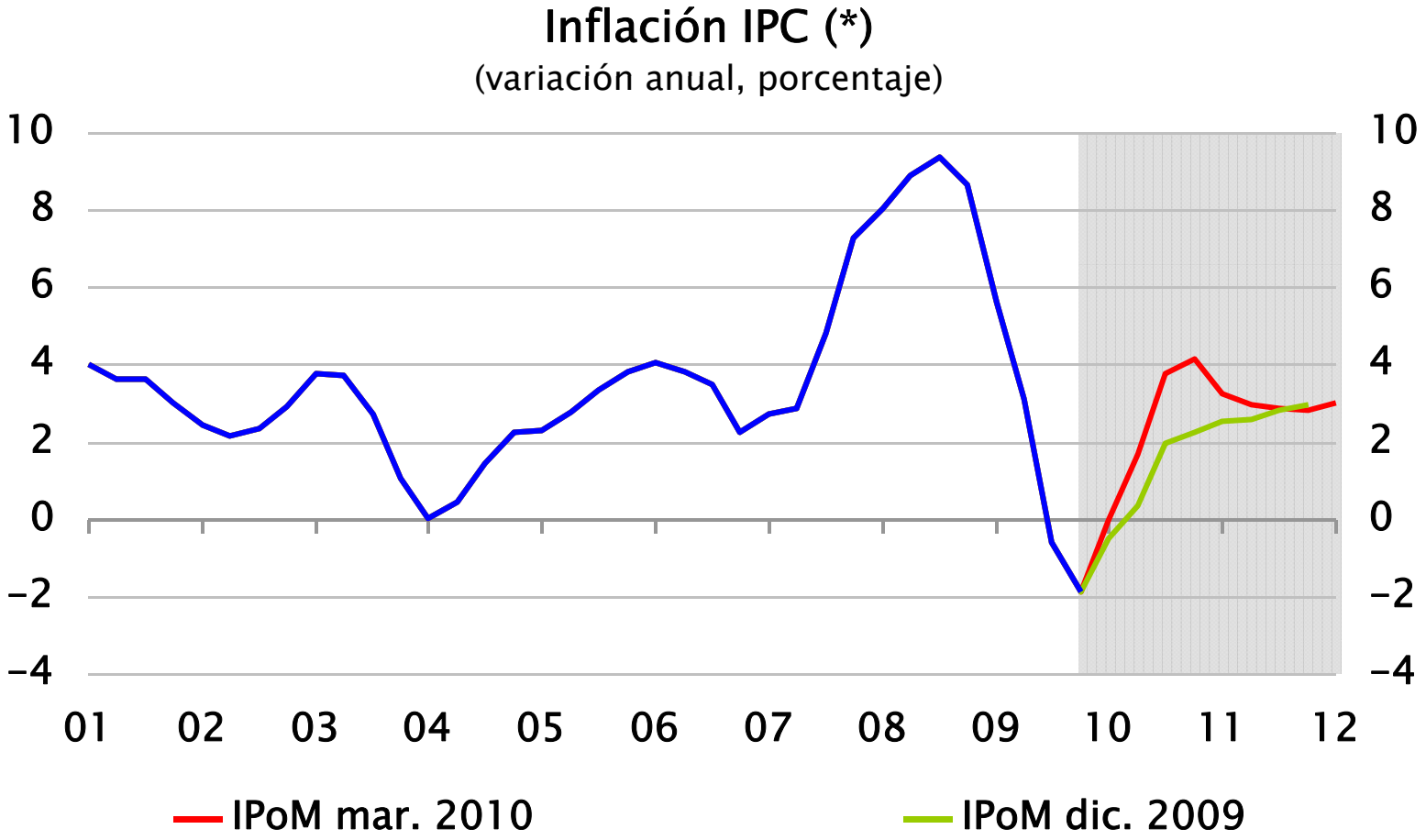
(1) El cuarto trimestre del 2009 corresponde a la proyección incluida en el escenario base.
(2) Corresponde al cierre de Cuentas Nacionales publicado en marzo.
Fuente: Banco Central de Chile.

La política monetaria expansiva ha jugado un papel central en el favorable desempeño de la actividad.



Fuente: Banco Central de Chile.

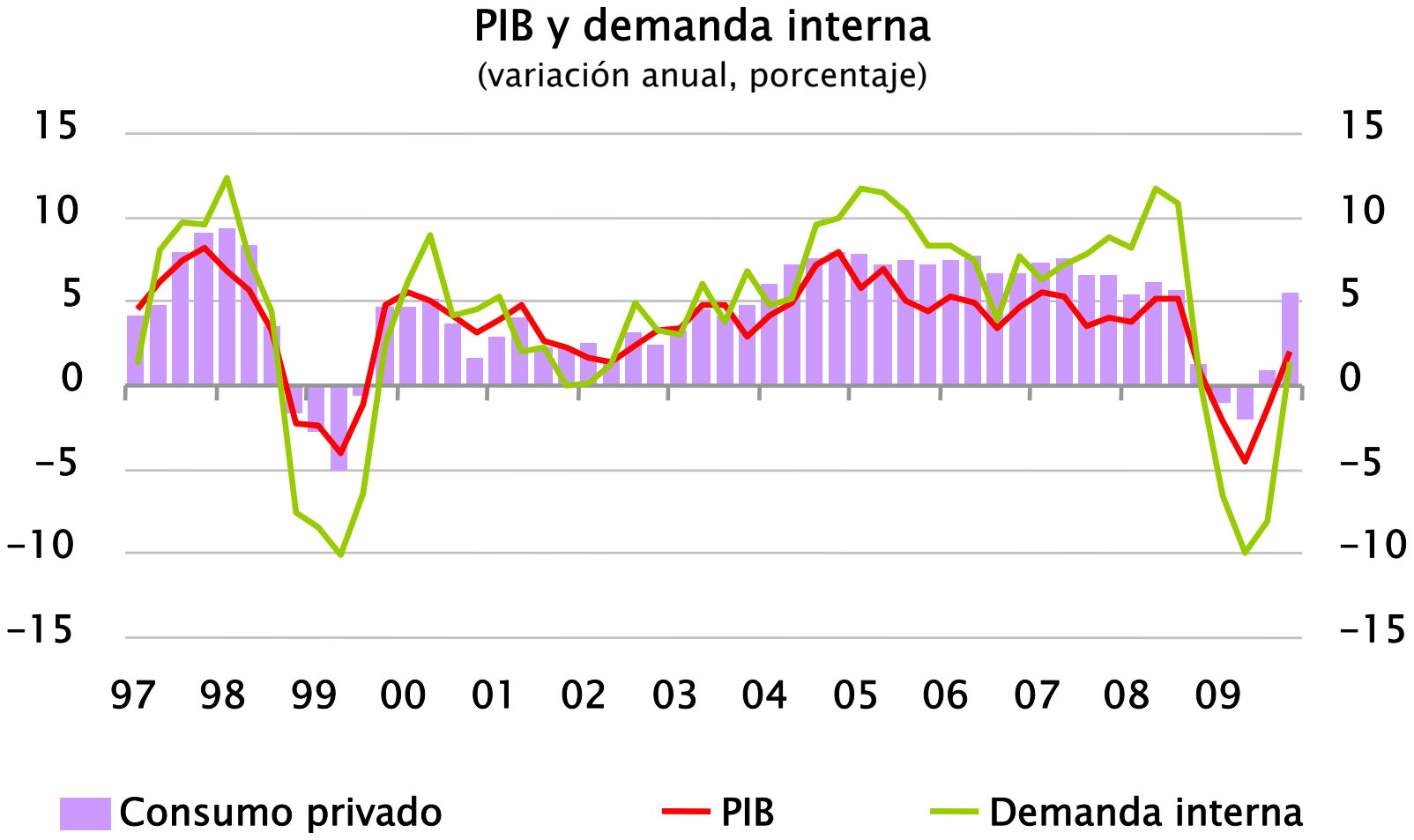
Los antecedentes que se recogen en este IPoM hacen proyectar que las presiones inflacionarias y la inflación serán más altas que lo previsto en diciembre.



(*) El área gris, a partir del cuarto trimestre del 2009, corresponde a las proyecciones de cada informe.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

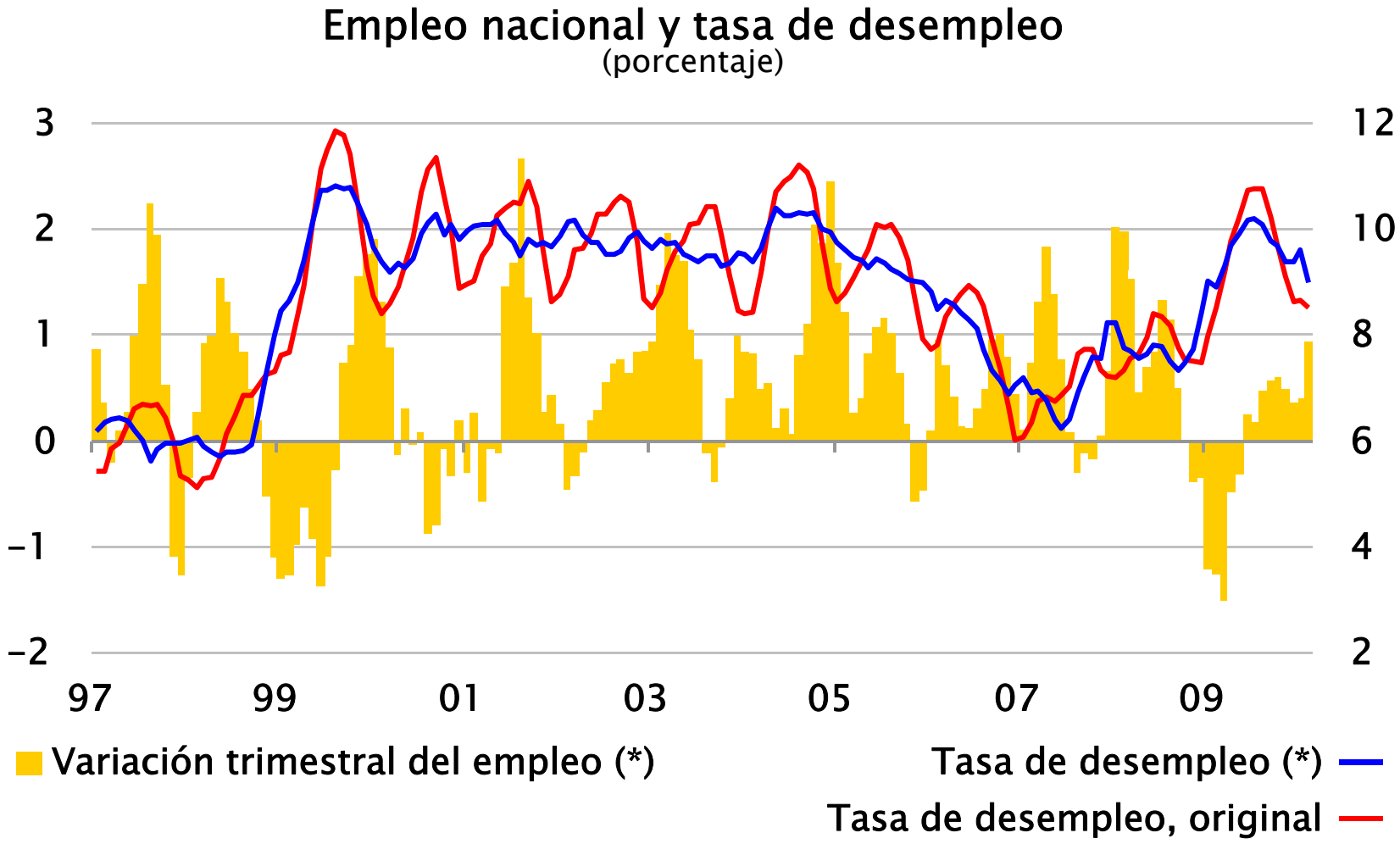
Escenario macroeconómico

En el último trimestre del 2009 el PIB y la demanda crecieron a un ritmo superior al previsto. El consumo volvió a tasas de crecimiento anual pre-crisis.



Fuente: Banco Central de Chile.

En los datos a febrero, el empleo aumentaba y la tasa de desempleo iba en descenso.

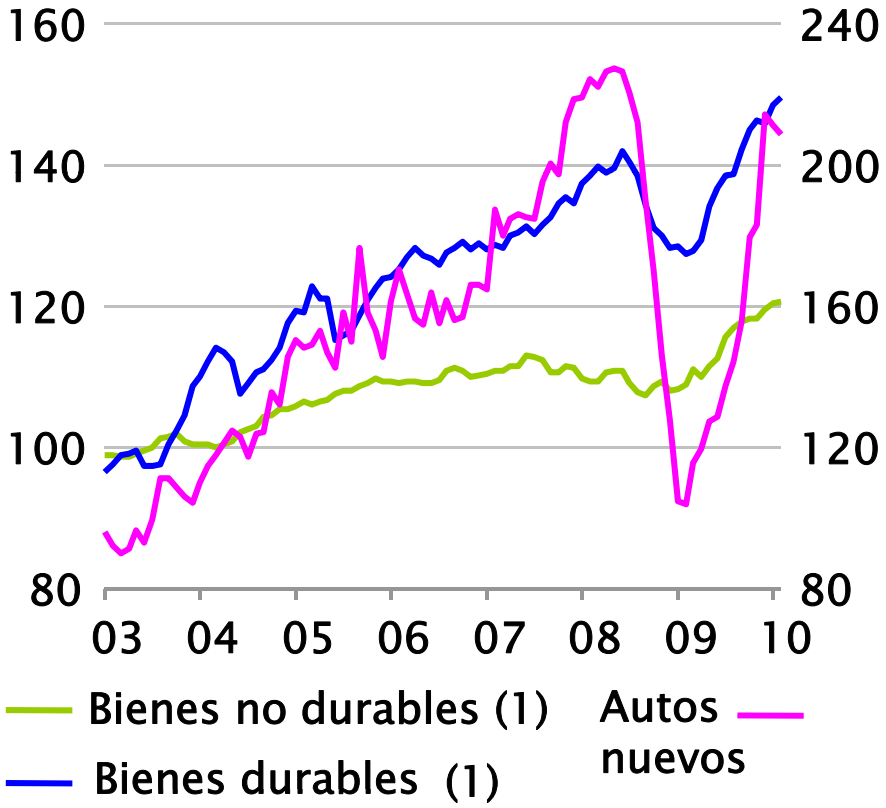


(*) Series desestacionalizadas.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

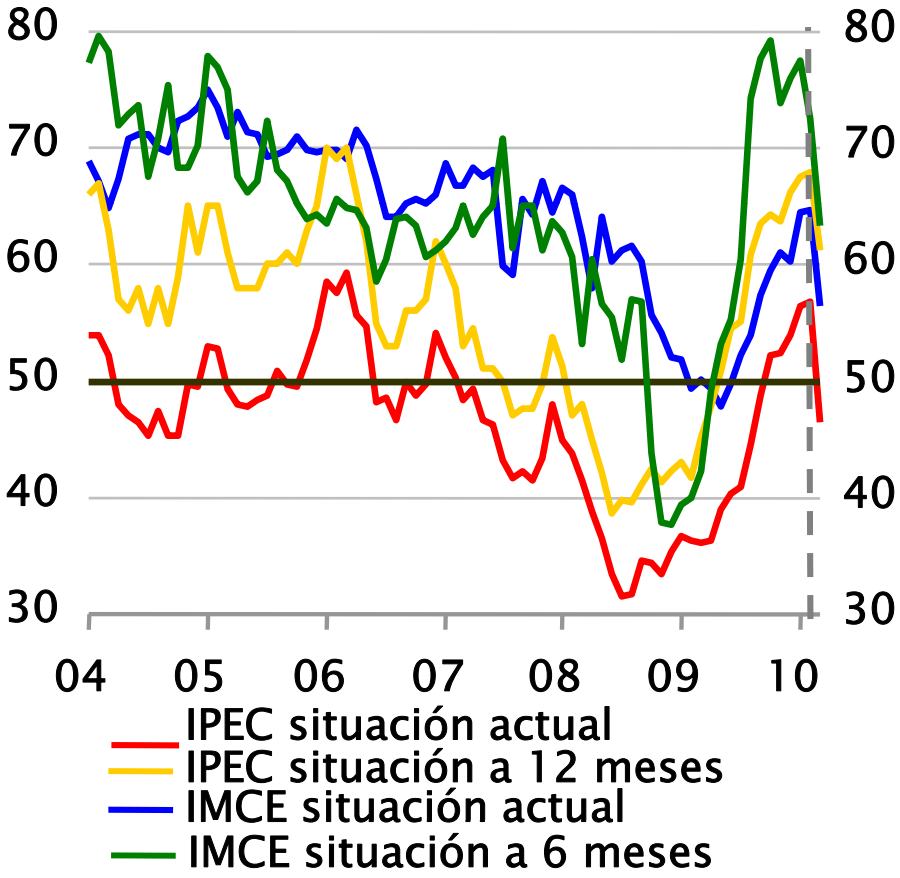
Los indicadores de ventas mostraban una tendencia al alza, a lo que se sumaban expectativas empresariales y de consumidores en niveles optimistas.

Ventas minoristas del comercio y de autos nuevos

(índices 2003=100, series desestacionalizadas)



Índices de percepción (2)



(1) Vendidas en el trimestre móvil. (2) Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo).
Fuentes: Adimark, Asociación Nacional Automotriz de Chile, Banco Central de Chile, Cámara Nacional de Comercio e ICARE/Universidad Adolfo Ibáñez.

Un escenario que solo considera los datos hasta el 26 de febrero, apuntaría tanto a una mayor inflación como a un mayor crecimiento.

- El rango de crecimiento previsto para este año habría sido del orden de un punto porcentual mayor. Las brechas de capacidad, más allá de que ya partían de un nivel menor que el antes previsto, se cerrarían más rápido, con sus consecuentes efectos en la inflación.
- En el mediano plazo, la inflación se aceleraría hacia 3% o más en el curso de este año, y probablemente se aproximaría desde arriba a la meta de 3% en un horizonte de dos años.
- La respuesta de política monetaria en este escenario hipotético es inequívoca. El ritmo de normalización de la política monetaria habría sido más acelerado que el contemplado en el IPoM de diciembre. De hecho, es probable que la convergencia de la inflación a la meta hubiese sido coherente con un nivel de TPM más alto a partir de mediados de año y a lo largo de todo el horizonte de proyección.

En este contexto se produjo el terremoto y maremoto. Sus efectos en el escenario macroeconómico son relevantes para la conducción de la política monetaria.

- En lo inmediato, existe una pérdida del stock de capital que impacta la capacidad productiva de la economía:
  - Se estima que esta pérdida es de 3% del stock de capital neto, lo que implica un producto tendencial entre 1,0 y 1,5% menor.
- En lo inmediato, existe un impacto en la actividad, la demanda y la inflación, vinculado a la disrupción de la actividad:
  - Se estima que, respecto de un escenario sin catástrofe, el crecimiento del primer trimestre será del orden de 3 puntos porcentuales menor. En el segundo trimestre, el efecto disminuye a una cifra en torno a 2 puntos porcentuales.
- En el mediano plazo, existe un efecto por los esfuerzos de reconstrucción, condicional a su magnitud, temporalidad, forma de financiamiento, composición y focalización:
  - Se estima que la mayor inversión que se generará equivale a cerca de un punto porcentual del PIB en el 2010.

La evaluación de su impacto, en especial de corto plazo, debe considerar la relevancia de las zonas más afectadas en la economía nacional: 16% del PIB.

Participación regional en el PIB total 2008

(porcentaje del PIB a precios constantes)

Región	2008 (1)
Arica y Tarapacá	3,5
Antofagasta	6,2
Atacama	1,8
Coquimbo	2,3
Valparaíso	7,9
Metropolitana	43,2
Industria	8,2
Servicios (2)	34,3
RRNN (3)	1,4
Construcción	3,4
Libertador	3,6
Industria	0,5
Servicios (2)	1,5
RRNN (3)	1,3
Construcción	0,3

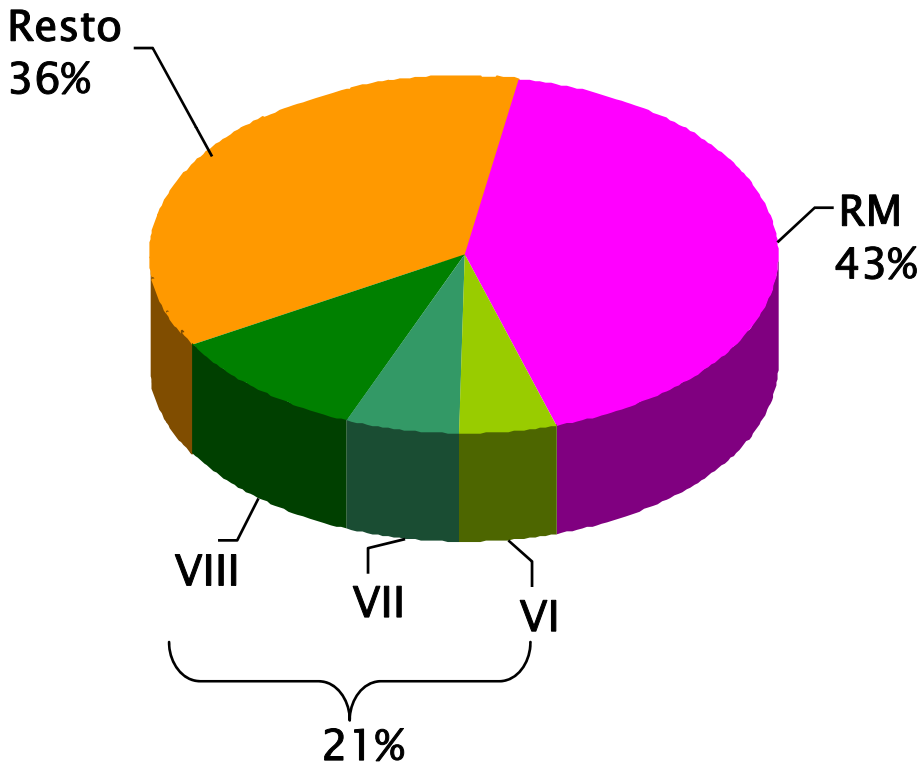
Región	2008 (1)
Maule	3,4
Industria	0,9
Servicios (2)	1,4
RRNN (3)	0,9
Construcción	0,3
Biobío	8,9
Industria	3,6
Servicios (2)	3,6
RRNN (3)	1,3
Construcción	0,7
Araucanía	2,4
Ríos y Lagos	4,4
Aysén	0,6
Magallanes	1,2

(1) Cifras preliminares. (2) Considera comercio, transporte y telecomunicaciones, servicios financieros y servicios personales. (3) Considera agro-silvícola, pesca, minería y EGA.
Fuente: Banco Central de Chile.

En términos del mercado laboral, estas regiones concentran un quinto del empleo nacional y un cuarto de la fuerza de trabajo.

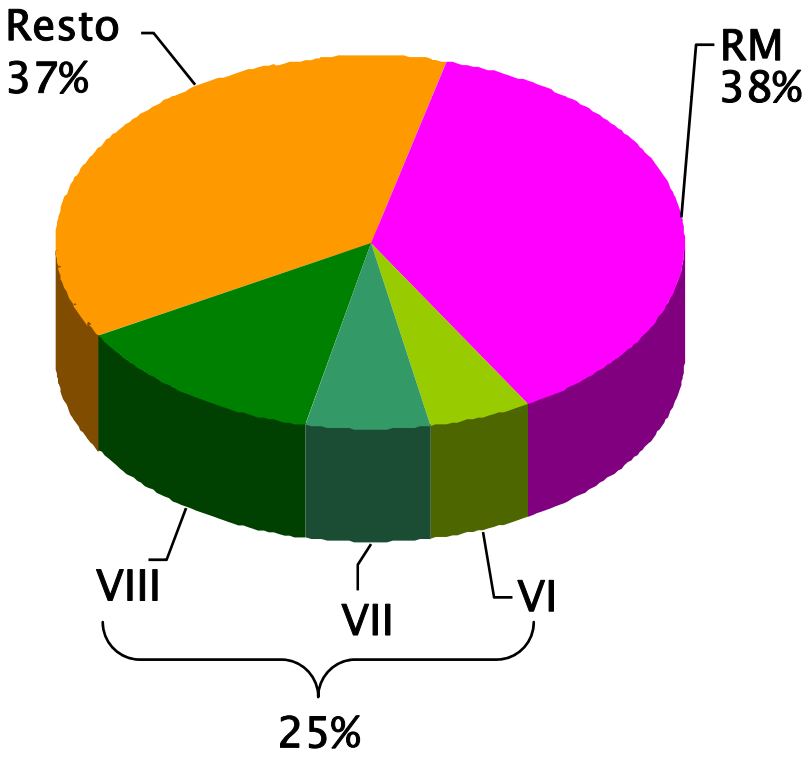
Empleo por región (*)

(porcentaje)



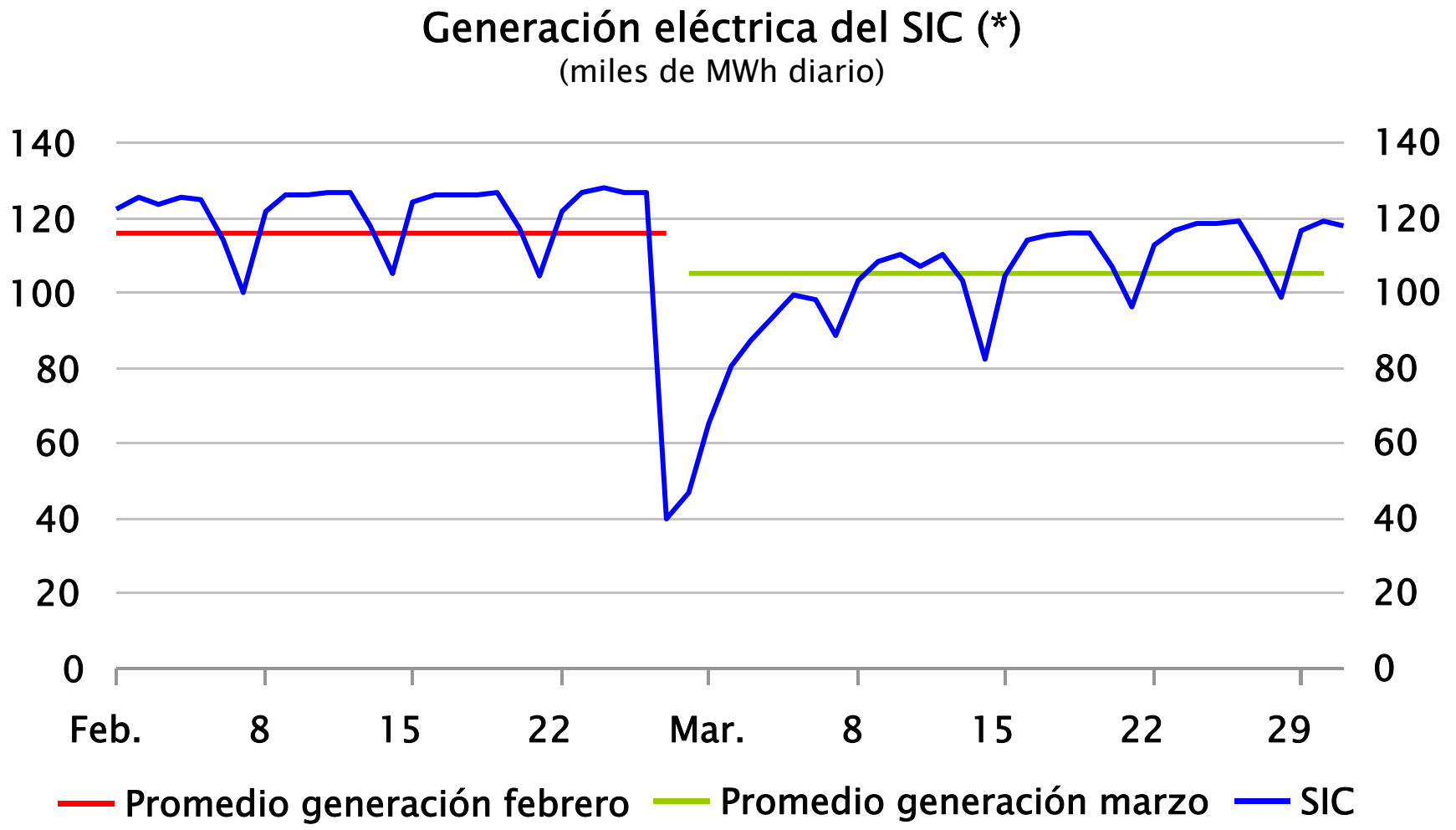
Fuerza de trabajo por región (*)

(porcentaje)



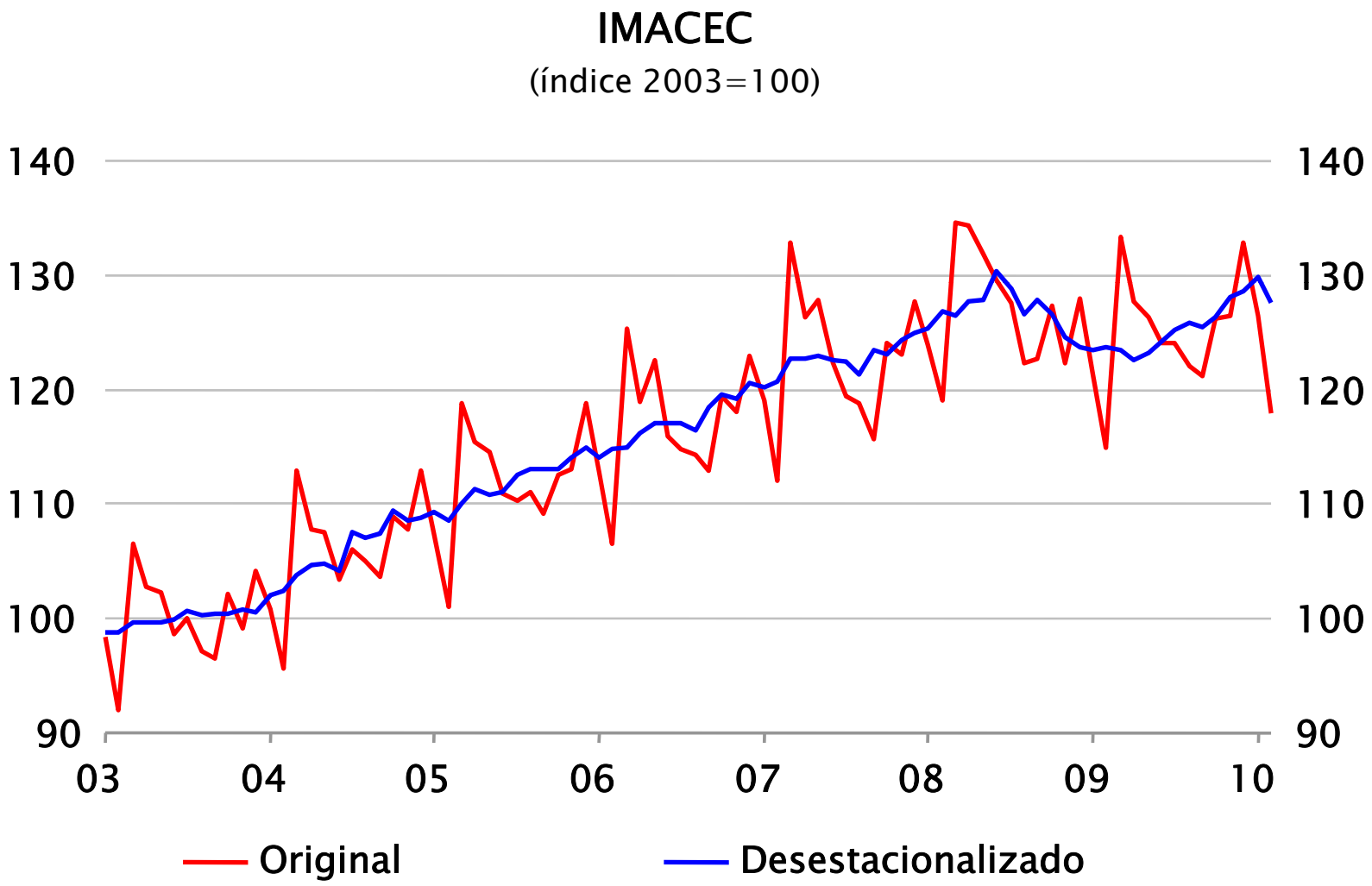
(*) Corresponde al trimestre móvil diciembre-febrero del 2010.
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Los datos de los que se dispone hasta ahora muestran una importante baja de la generación eléctrica en los primeros días de marzo.



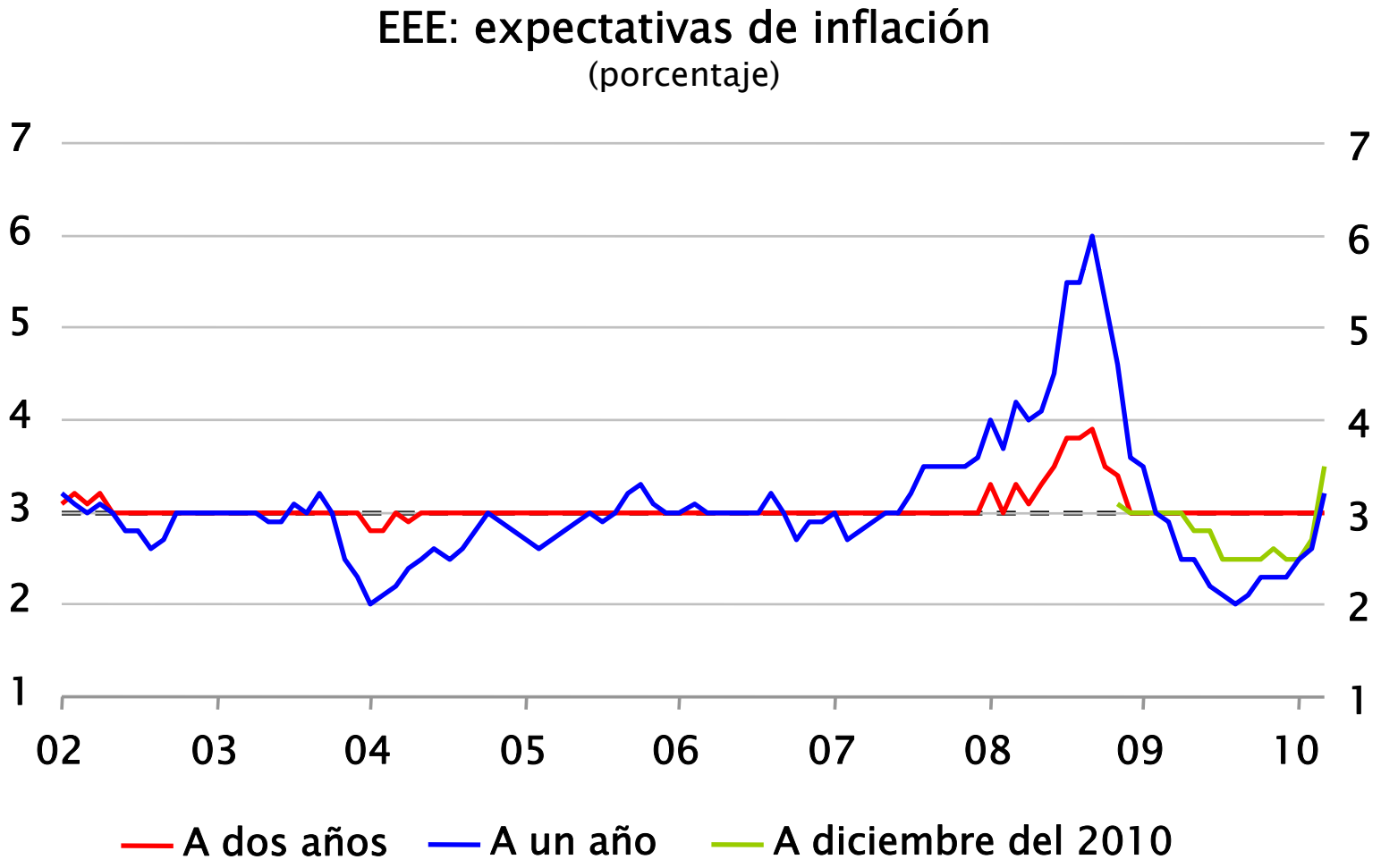
(*) Sistema Interconectado Central.
Fuente: Centro de Despacho Económico de Carga del Sistema Interconectado Central.

El Imacec de febrero, con un efecto de solo dos días y problemas en la recolección de información, ya mostró una caída de nivel.



Fuente: Banco Central de Chile.

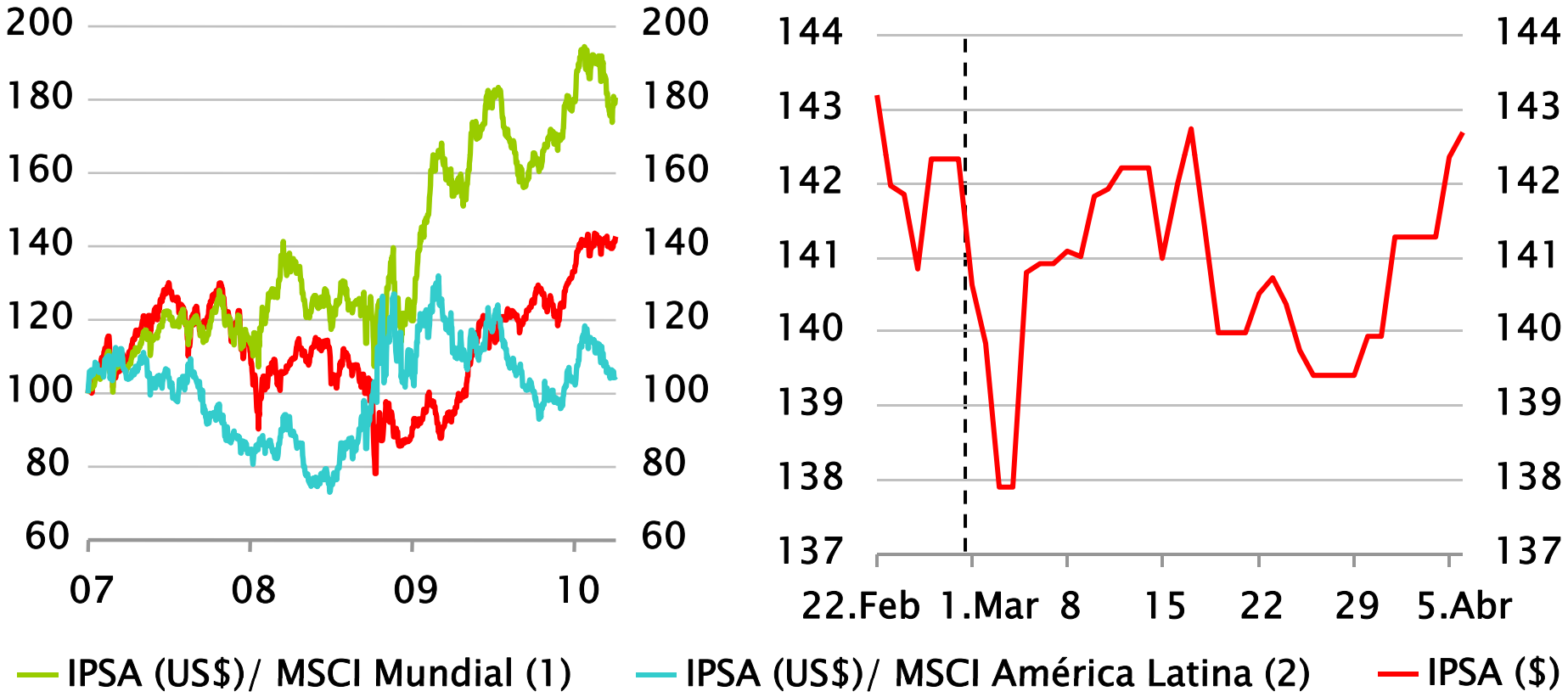
Las expectativas de inflación para este año aumentaron. No obstante, a mediano plazo se mantienen en línea con la meta de inflación.



Fuente: Banco Central de Chile.

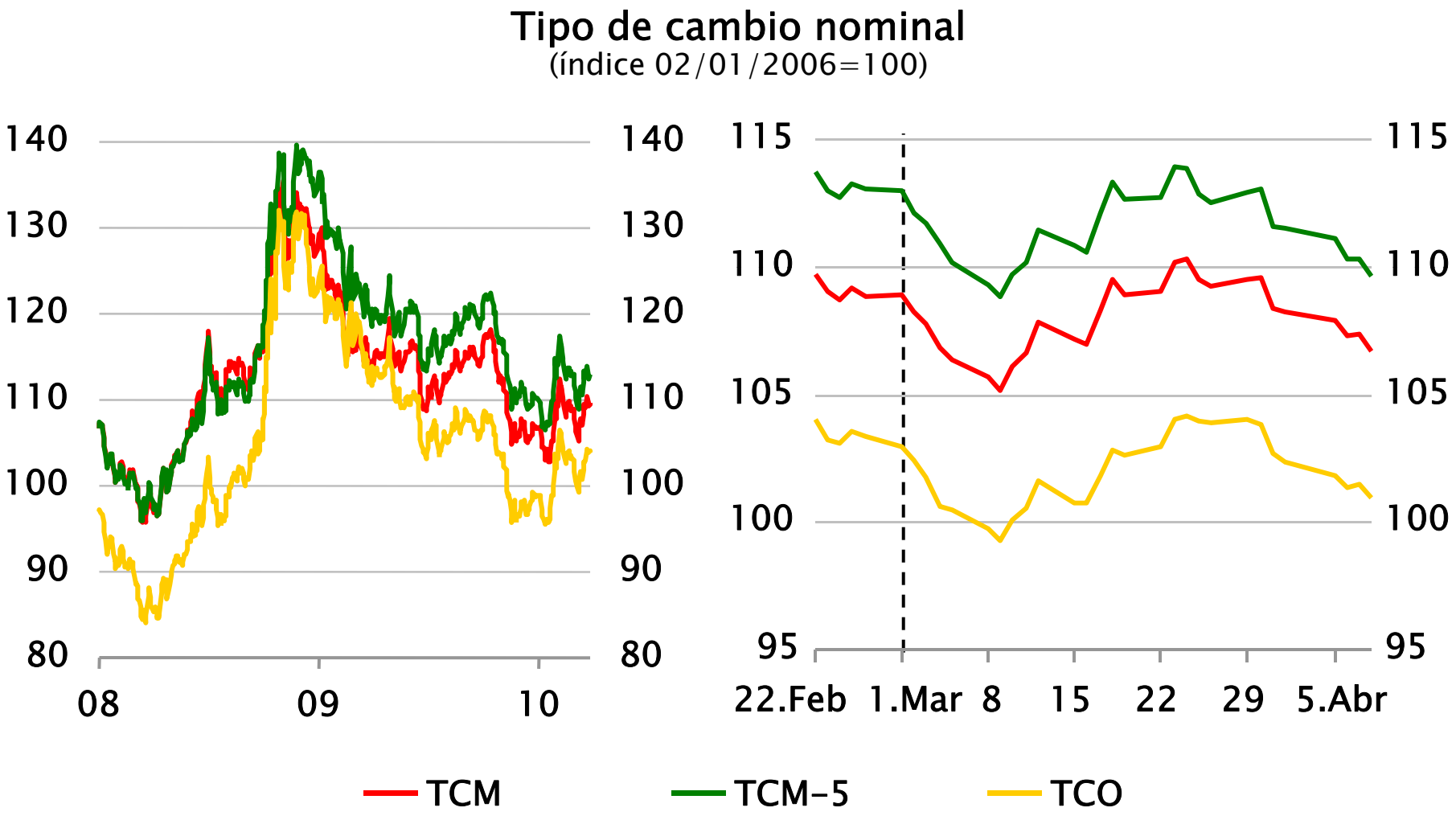
La bolsa tuvo una caída del orden de 3% en los días posteriores a la catástrofe, la que ya se recuperó en su totalidad.

Indicadores bursátiles
(índices 02/01/2007=100)



(1) Índice accionario mundial, Morgan Stanley Capital International. (2) Índice accionario de América Latina, Morgan Stanley Capital International.
Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

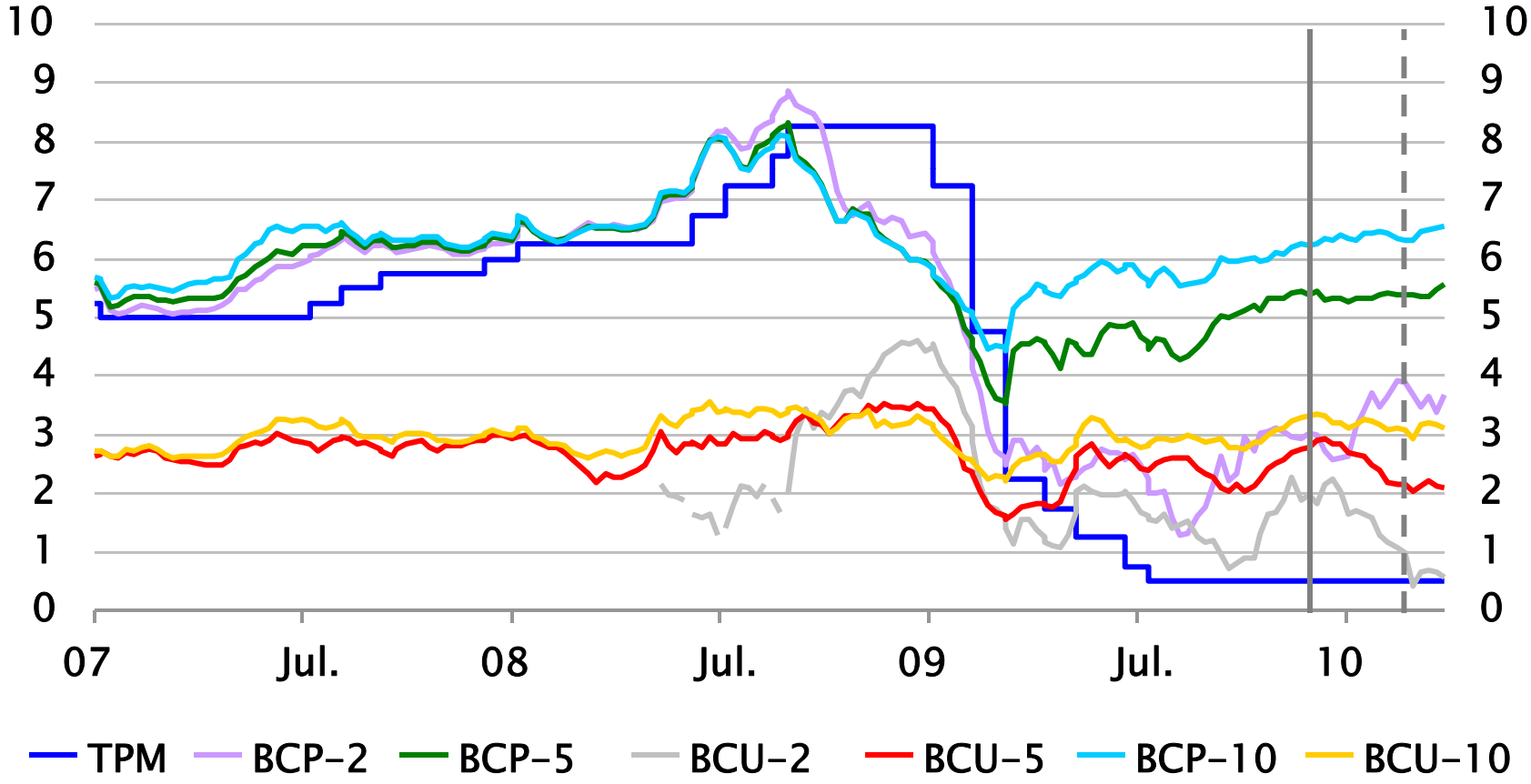
El tipo de cambio ha registrado vaivenes, especialmente por las expectativas acerca de las fuentes de financiamiento de la reconstrucción.



Fuente: Banco Central de Chile.

Las tasas de interés de los instrumentos del BCCh también se han visto afectadas por las expectativas sobre la forma de financiamiento del mayor gasto.

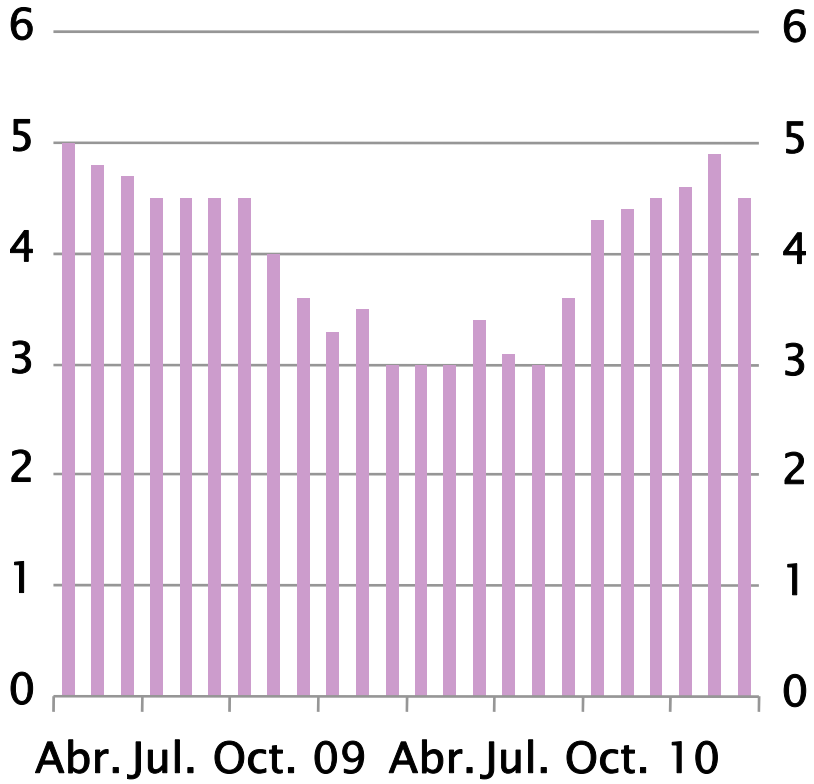
TPM y tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile (*)
(promedio semanal, porcentaje)



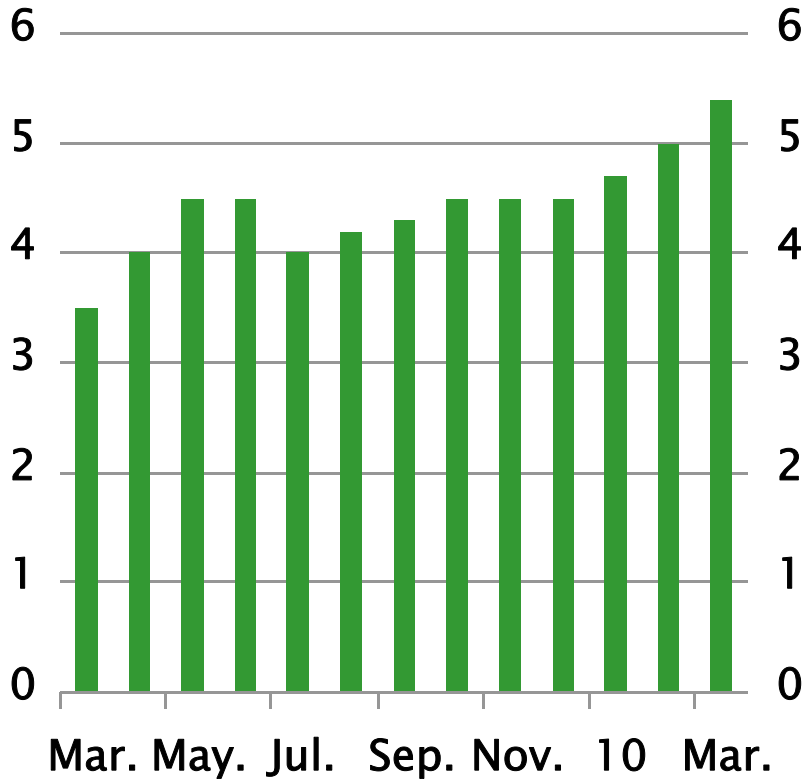
(*) Línea gris vertical continua indica cierre estadístico del IPoM de diciembre 2009. Línea gris vertical punteada indica primera semana después del terremoto y maremoto.
Fuente: Banco Central de Chile.

Las expectativas de crecimiento del mercado post catástrofe suponen una menor actividad para este año, la que se compensa en el 2011.

Expectativas de crecimiento 2010
(variación anual, porcentaje)

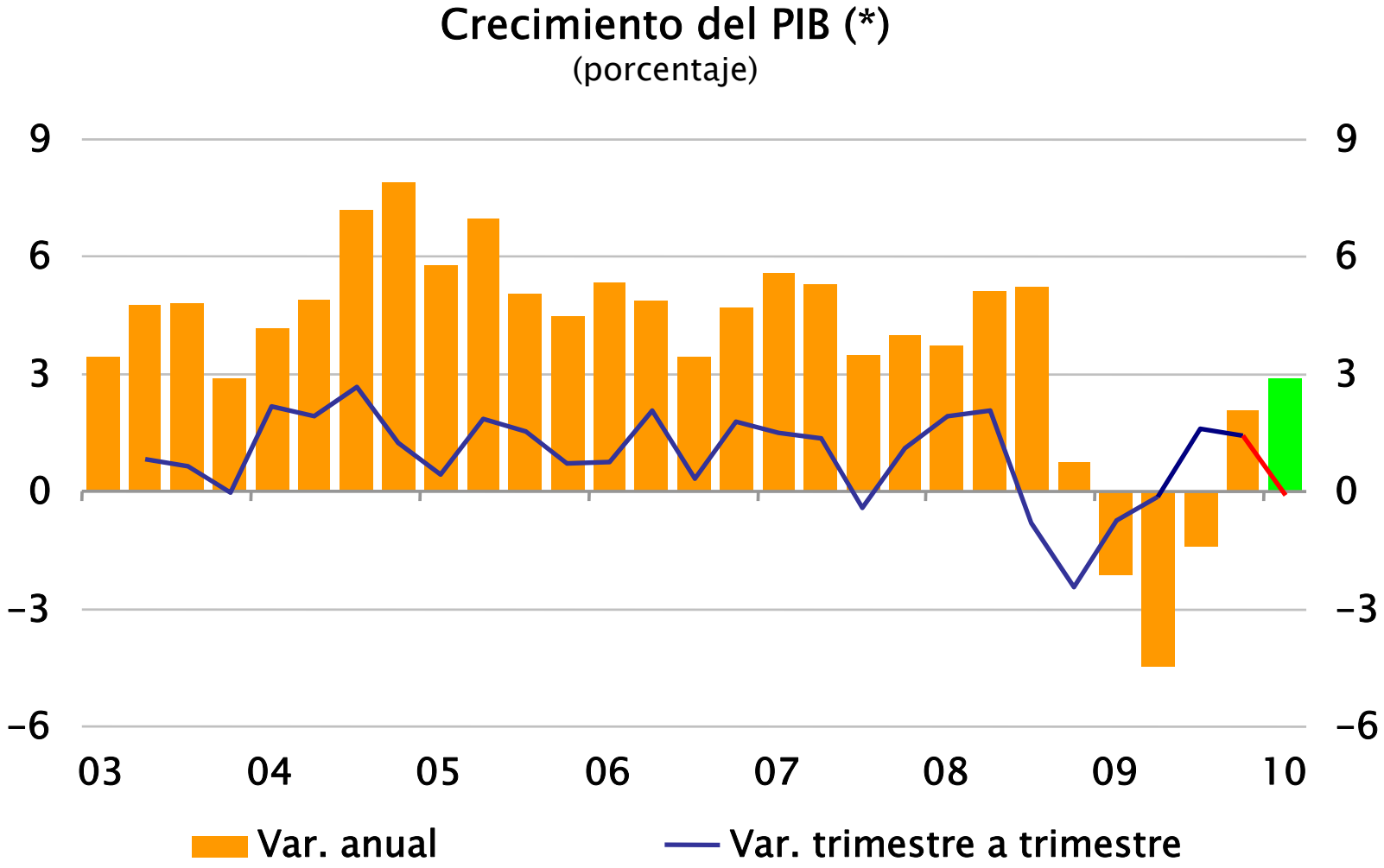


Expectativas de crecimiento 2011
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) del Banco Central de Chile.

Aunque las proyecciones de crecimiento para el primer trimestre se corrigieron a la baja, no se espera, por ahora, una caída en el nivel de actividad.



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

La incertidumbre en torno al escenario base es mayor que de costumbre, en especial en el muy corto plazo.

- Aún no disponemos de las estadísticas económicas habituales posteriores a la catástrofe. La información que ellas aporten deberá ser tratada con extremo cuidado, por las consideraciones técnicas en su levantamiento.
- La inflación de marzo, por ejemplo, resultó bastante menor que lo previsto por el mercado. Sin embargo, problemas de levantamiento, así como efectos puntuales, hacen difícil extraer conclusiones a partir de este dato. El Banco observa las tendencias de mediano plazo para que la inflación converja a 3% y procesará con cuidado la información al momento de tomar decisiones respecto de cambios en el impulso monetario.
- Pese a las lamentables pérdidas humanas y materiales, el terremoto y maremoto no comprometen las perspectivas de progreso y desarrollo de nuestro país.
- La política monetaria debe conducirse adecuadamente para permitir realizar ajustes en el estímulo monetario, manteniendo un vigor sostenible de la economía durante la reconstrucción.

Perspectivas

En el escenario base, el rango de crecimiento para el 2010 será algo menor que el estimado en diciembre y la inflación convergerá a 3% más rápido.

Crecimiento económico e inflación

(variación anual, porcentaje)

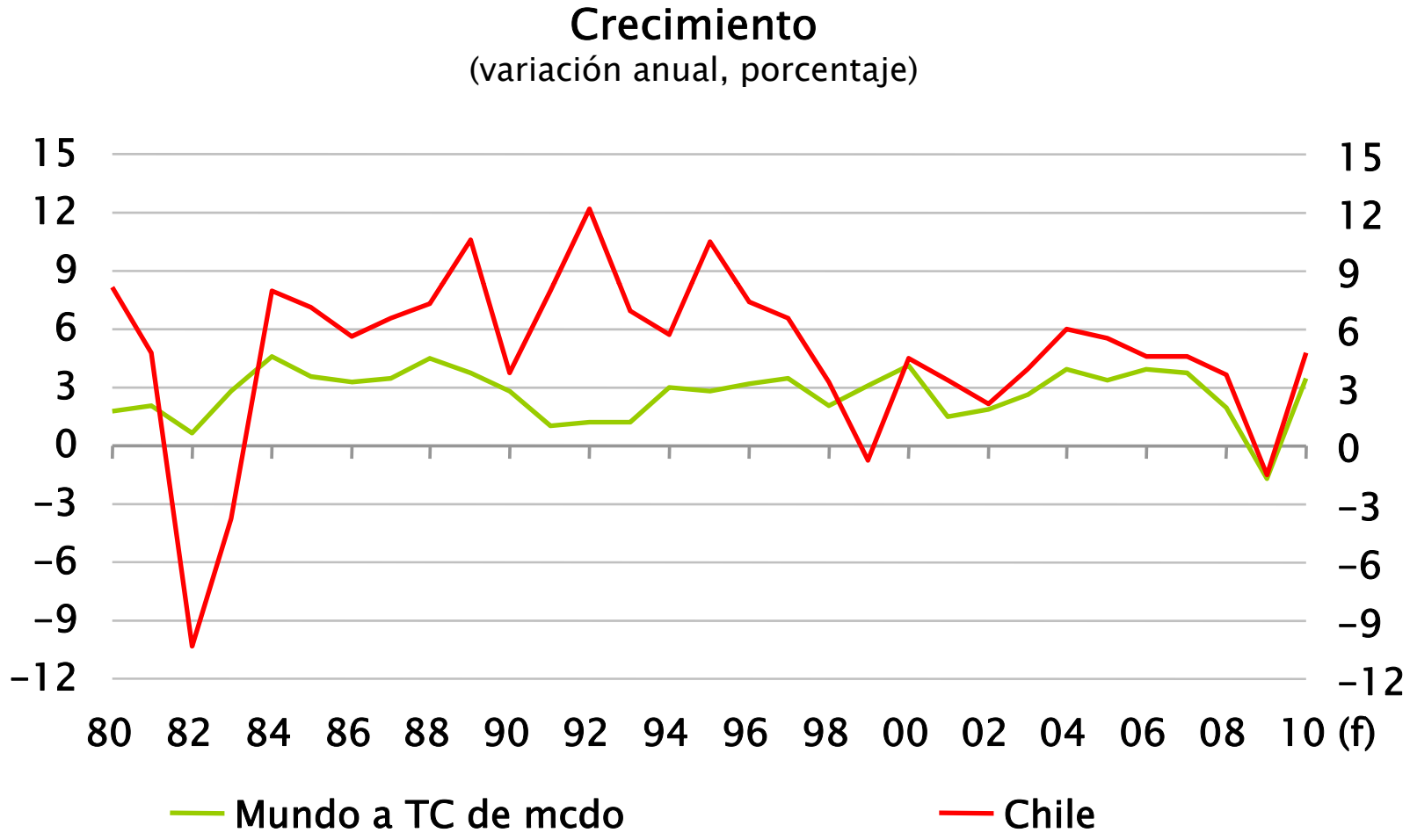
	2008	2009	2010 (f)	2011 (f)	2012 (f)
PIB	3,7	-1,5	4,25 -5,25		
Demanda interna	7,6	-5,9	12,4		
Demanda interna (sin var. existencias)	7,5	-2,8	7,8		
Formación bruta de capital fijo	18,6	-15,3	14,8		
Consumo total	4,0	1,8	5,7		
Exportaciones de bienes y servicios	3,1	-5,6	3,6		
Importaciones de bienes y servicios	12,2	-14,3	22,1		
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,5	2,6	-1,1		
IPC	8,7	1,6	2,4	3,0	
IPC diciembre	7,1	-1,4	3,7	2,9	
IPC en torno a dos años (*)					3,0
IPCX	8,4	2,8	1,2	3,0	
IPCX diciembre	8,6	-1,8	3,0	3,2	
IPCX en torno a dos años (*)					3,2
IPCX1	7,8	2,8	0,8	2,9	
IPCX1 diciembre	7,7	-1,1	2,5	3,1	
IPCX1 en torno a dos años (*)					3,1

(f) Proyección.

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

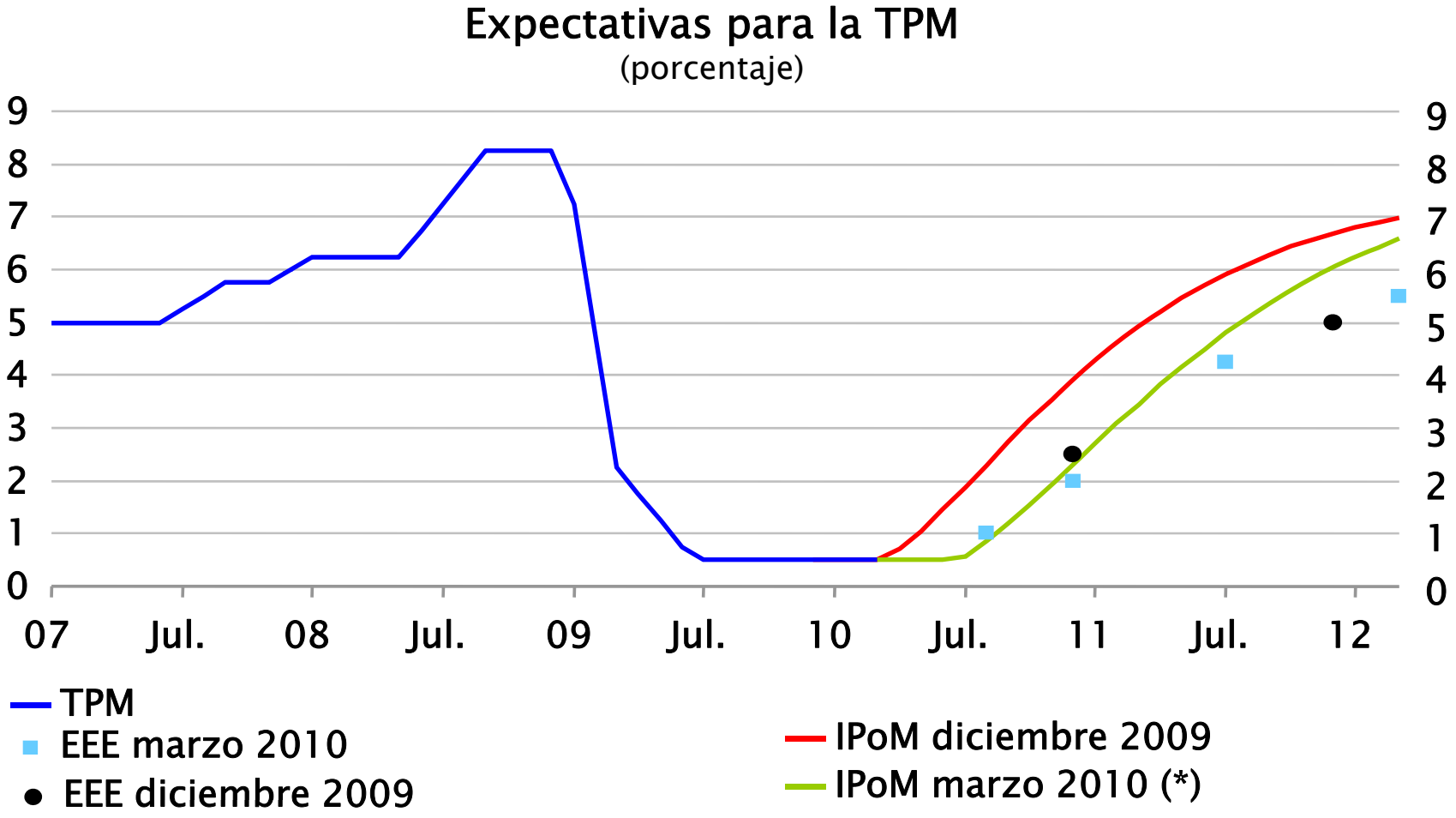
Fuente: Banco Central de Chile.

El proceso de recuperación y las perspectivas de desarrollo de la economía chilena no se han visto mermadas por el terremoto y maremoto.



(f) Proyección. Corresponde al punto medio del rango de proyecciones entregado en el IPoM.
Fuentes: Banco Central de Chile, Banco Mundial y Fondo Monetario Internacional.

La política monetaria continuará siendo muy estimulativa en los próximos trimestres. Hacia fines del horizonte de proyección, la TPM convergerá a un nivel similar al que arroja la EEE de marzo. No obstante, su ritmo de normalización será algo superior al considerado en esa encuesta.



(*) Calculada utilizando los precios de los activos financieros promedio de las últimas 2 semanas al 29 de marzo de 2010.
Fuente: Banco Central de Chile.

En el mediano plazo, el balance de riesgos para la inflación y el crecimiento está equilibrado. En el muy corto plazo, el balance de riesgos para la actividad está sesgado a la baja.

- En lo interno, existen riesgos en:
  - El reestablecimiento de las actividades productivas y la concreción del gasto de los agentes y su incidencia en la evaluación sobre el efecto inmediato de la catástrofe en el primer y segundo trimestre.
  - El impacto de mediano plazo del impulso de demanda agregada que provoquen los esfuerzos de reconstrucción que se implementen.

- En lo externo, los riesgos están en:
  - La situación fiscal en las economías desarrolladas, en especial en algunos países de Europa.
  - El manejo de los estímulos monetarios, tanto por un pronto como por un tardío retiro.
  - La persistencia de los desbalances globales y su efecto sobre los movimientos de flujos de capital hacia economías emergentes y la evolución de las paridades de monedas.

La política monetaria ha demostrado una alta capacidad para adaptarse a los cambios abruptos del panorama macroeconómico y esta ocasión no será la excepción.

- El actual esquema de política monetaria nos permite acomodar *shocks* sin que ello resulte en un compromiso sobre el objetivo de inflación.
- La historia nos ha enseñado la importancia de la estabilidad de precios, pues quienes más sufren los efectos de la inflación son los más pobres. Por ello, es esencial que el estímulo monetario cumpla su rol de apoyar la recuperación en un contexto de estabilidad de precios.
- Nada se obtiene con impulsar una reconstrucción que finalmente solo conduzca a aumentos de la inflación sin ganancias por el lado de la actividad. Ello solo sería el preludio de ajustes futuros más costosos.
- El Consejo reitera que continuará utilizando sus políticas con flexibilidad para que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA
Marzo 2010

Enrique Marshall R.
Consejero
Banco Central de Chile

BANCO CENTRAL DE CHILE 9 DE ABRIL DE 2010