



# Desarrollos recientes y perspectivas para la economía chilena

Rodrigo Vergara  
Consejero  
Banco Central de Chile



# Índice

---

- El contexto
  - Situación actual
  - Proyecciones
- Riesgos
  - Escenario internacional
  - Escenario interno
- Conclusión



# Introducción

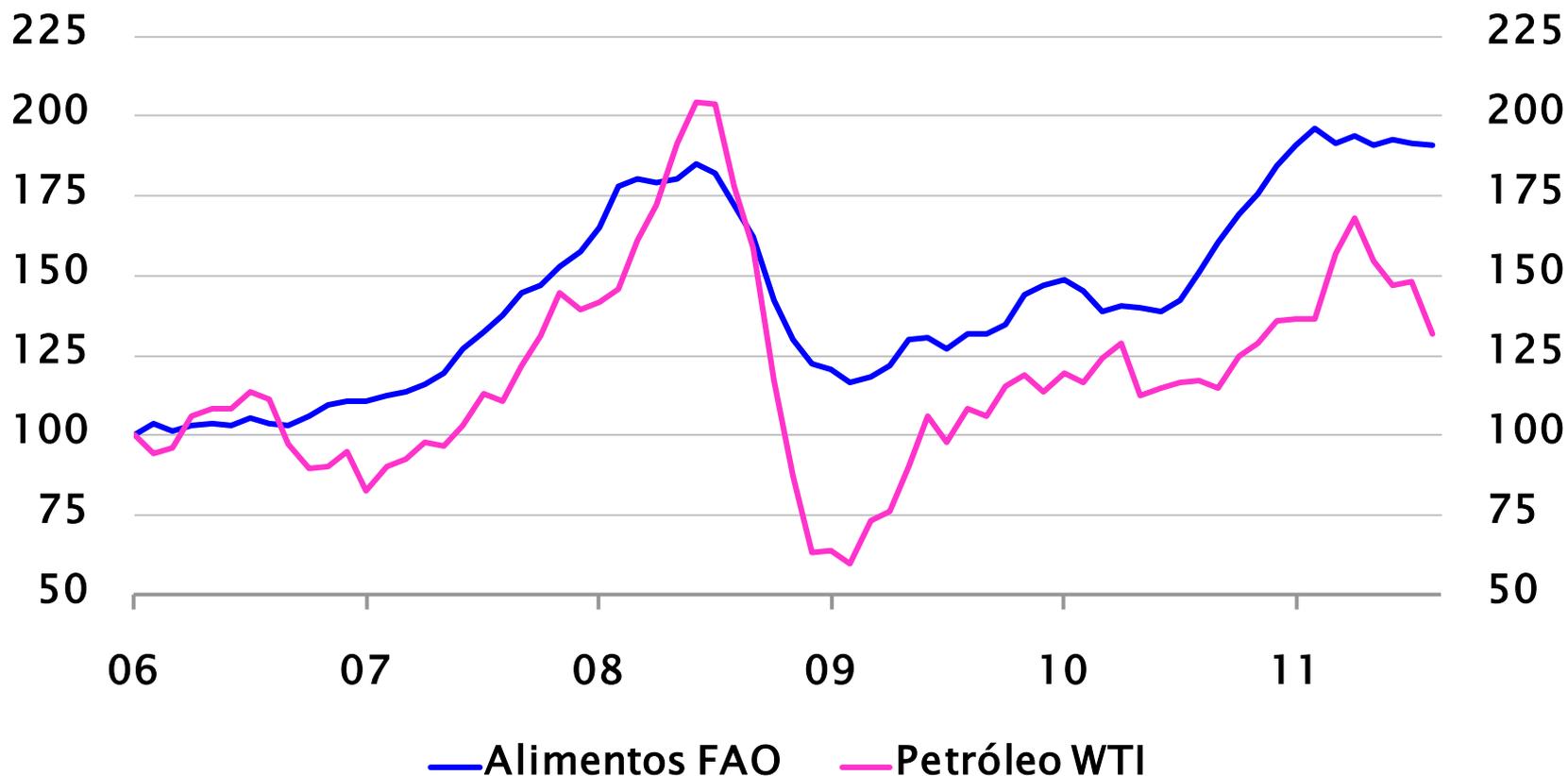
- Los últimos trimestres han mostrado importantes cambios en el escenario macroeconómico. A comienzos de año se apreció un aumento de los temores inflacionarios que obligó a que la política monetaria actuara preventivamente para evitar una propagación de los *shocks* externos mayor que la habitual.
- Las decisiones y los cambios en el escenario macro han hecho que el escenario interno apunte a uno en que la economía convergerá a tasas de crecimiento de tendencia con una inflación oscilando en torno a la meta.
- Los fundamentos de la economía chilena son sólidos. En el escenario base, los efectos de la situación externa sobre la economía local serán acotados.
- No obstante, existen riesgos significativos, los que provienen mayormente del entorno externo y, en especial, de la debilidad del mundo desarrollado.
- La política monetaria cuenta con las herramientas y flexibilidad necesarias para afrontar cambios bruscos en el escenario. La decisión es usar dicho instrumental en la medida que sea necesario.



El panorama inflacionario se estresó a fines del 2010 y comienzos del 2011 por el rápido incremento del precio de las materias primas, en especial de los alimentos y el petróleo.

### Precio de materias primas (\*)

(índice mensual, ene.06=100)



(\*) Datos hasta agosto del 2011.

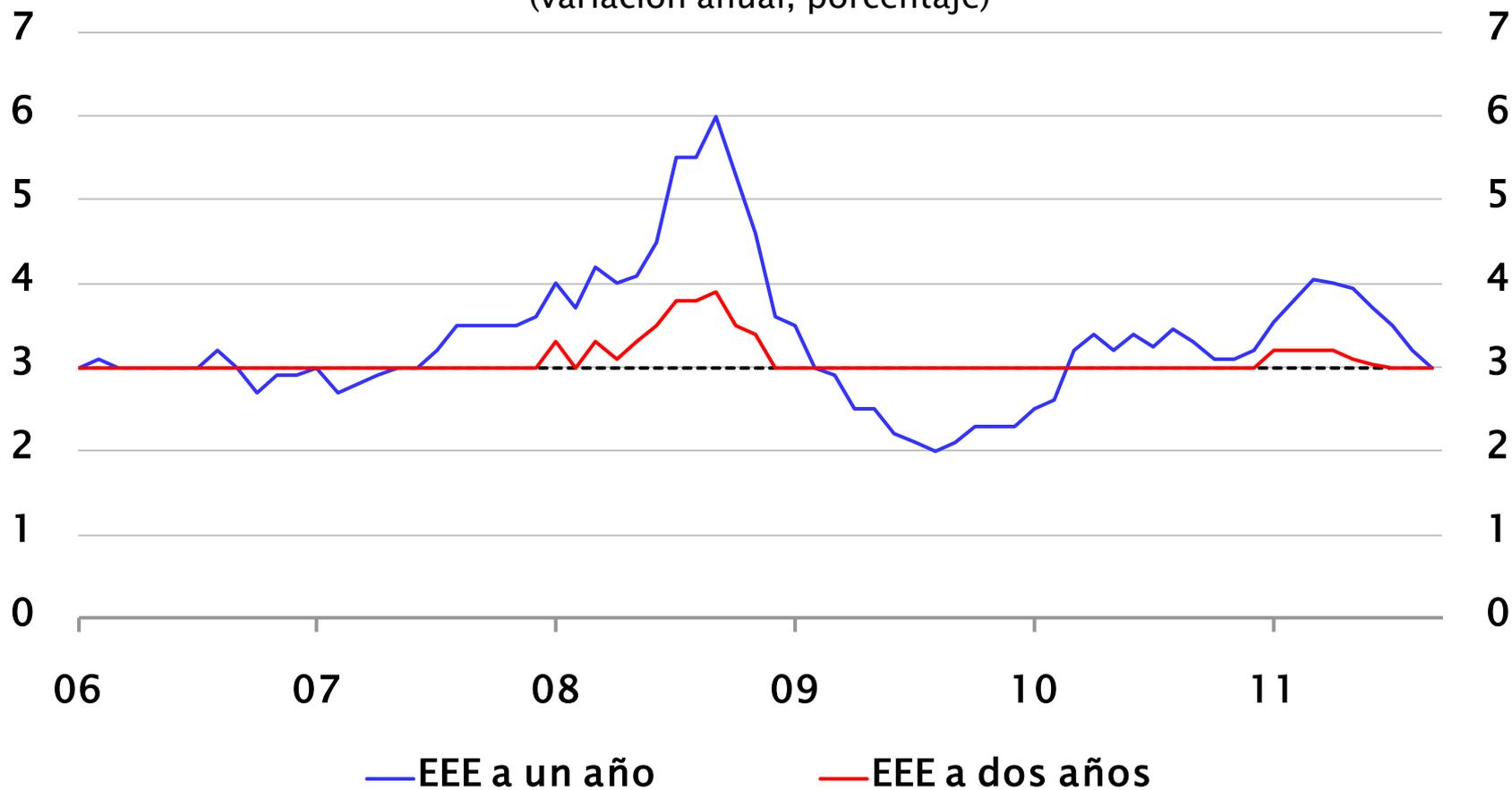
Fuente: Bloomberg.



A raíz de esto, las expectativas de inflación tuvieron un incremento tanto en el corto como en el mediano plazo.

### Chile: Expectativas de inflación (\*)

(variación anual, porcentaje)



(\*) Considera la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE).

Fuente: Banco Central de Chile.

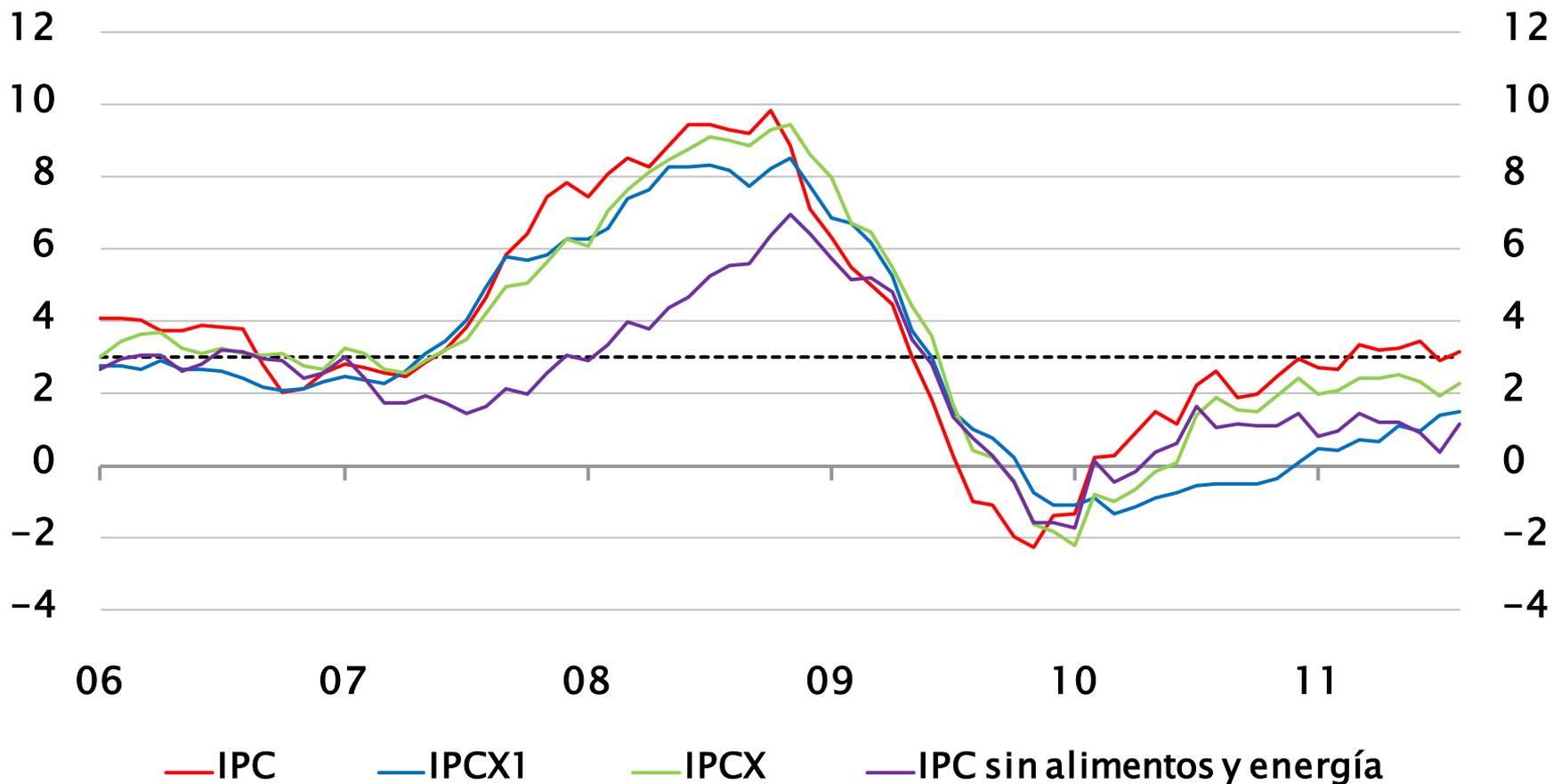




La inflación anual total ha oscilado en torno a 3%, mientras las medidas subyacentes siguen contenidas. La propagación de los *shocks* externos ha sido acorde con lo previsto.

### Indicadores de inflación

(variación anual, porcentaje)

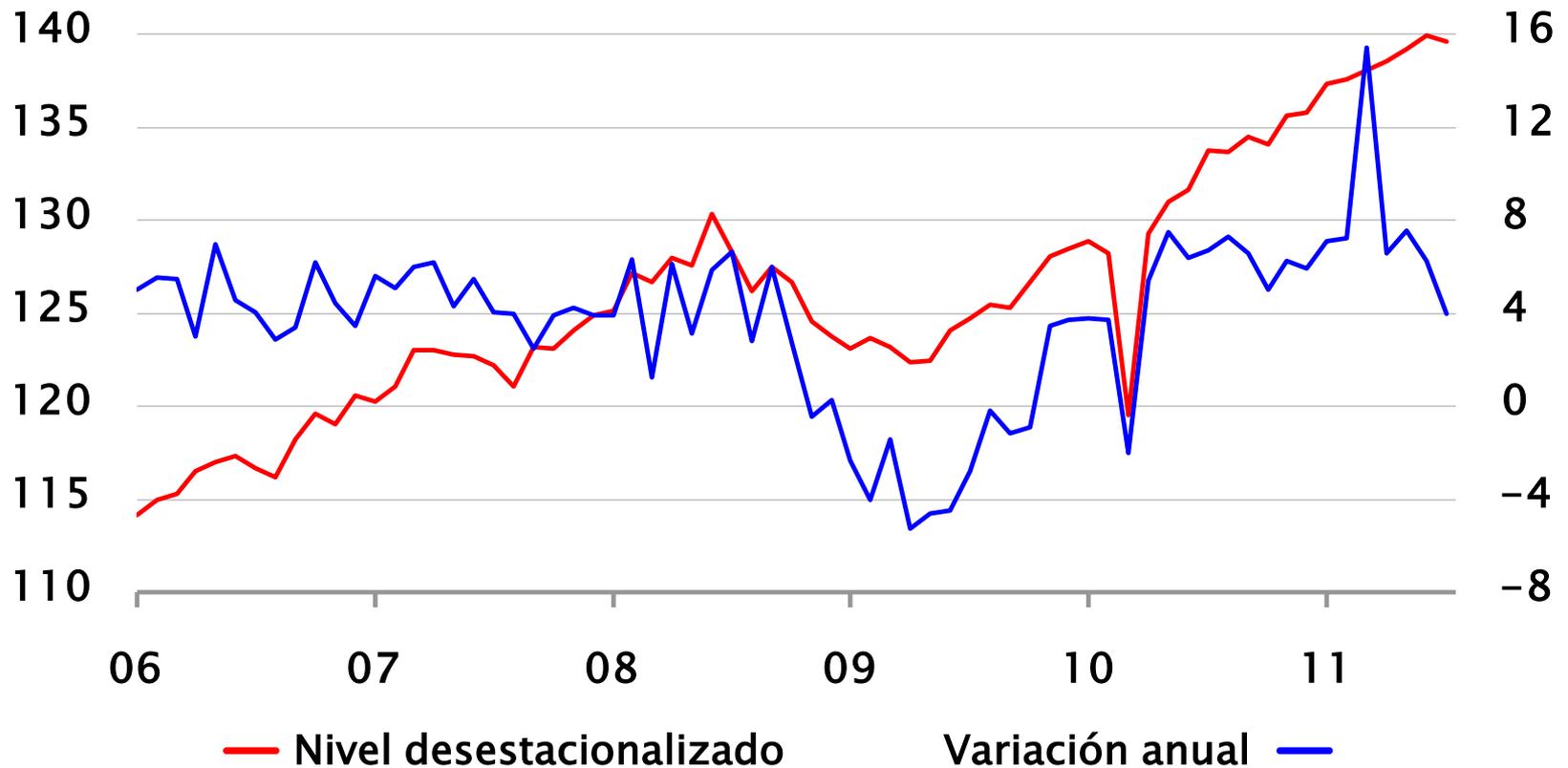




La economía sigue creciendo a tasas importantes, y ya muestra signos de convergencia hacia sus tasas de crecimiento de tendencia.

## Indicador mensual de actividad económica

(índice 2003=100; variación anual)

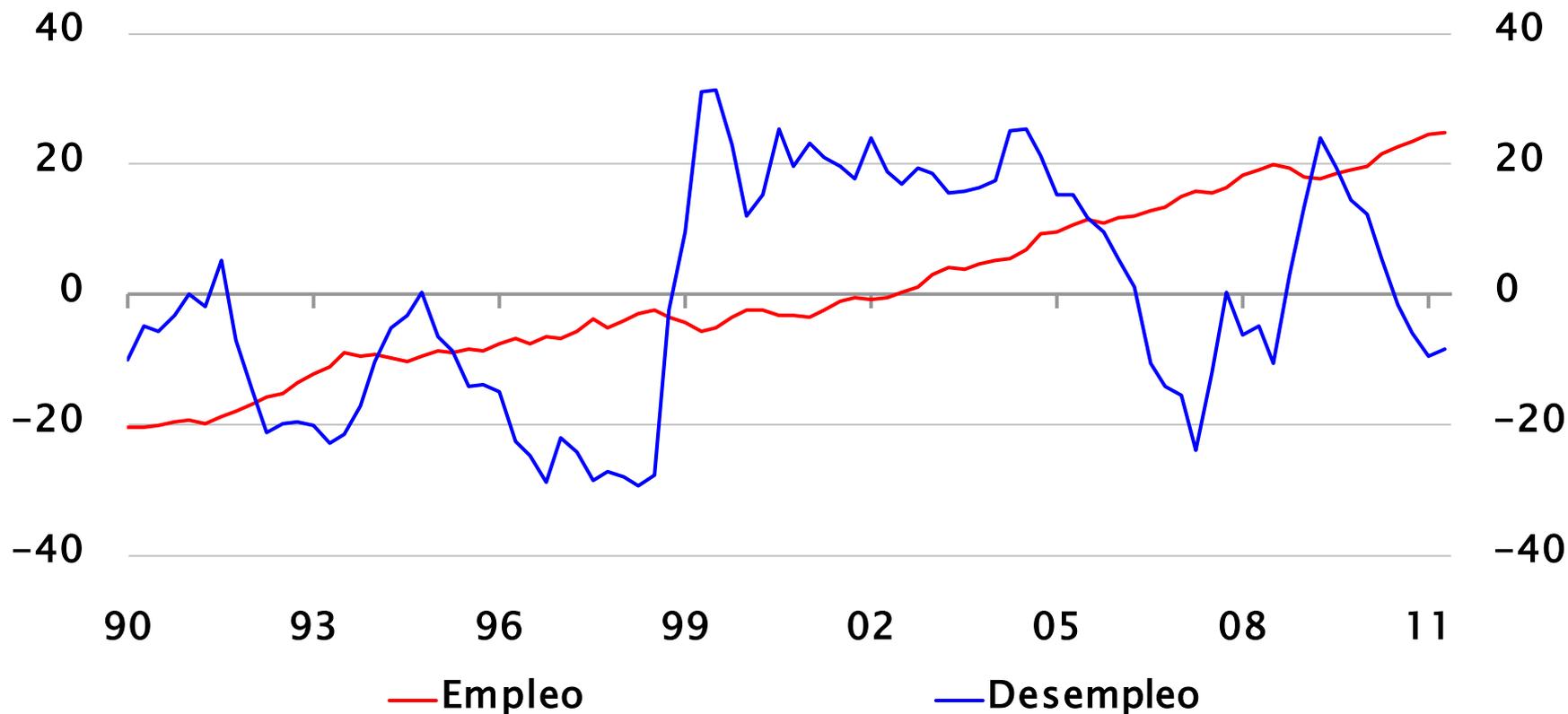




El mercado laboral se recuperó con rapidez de la recesión del 2009, con un empleo que crece a tasas importantes y un desempleo por debajo de su promedio histórico.

### Empleo y desempleo (\*)

(índice, centrado en la media del período 1990-2011)

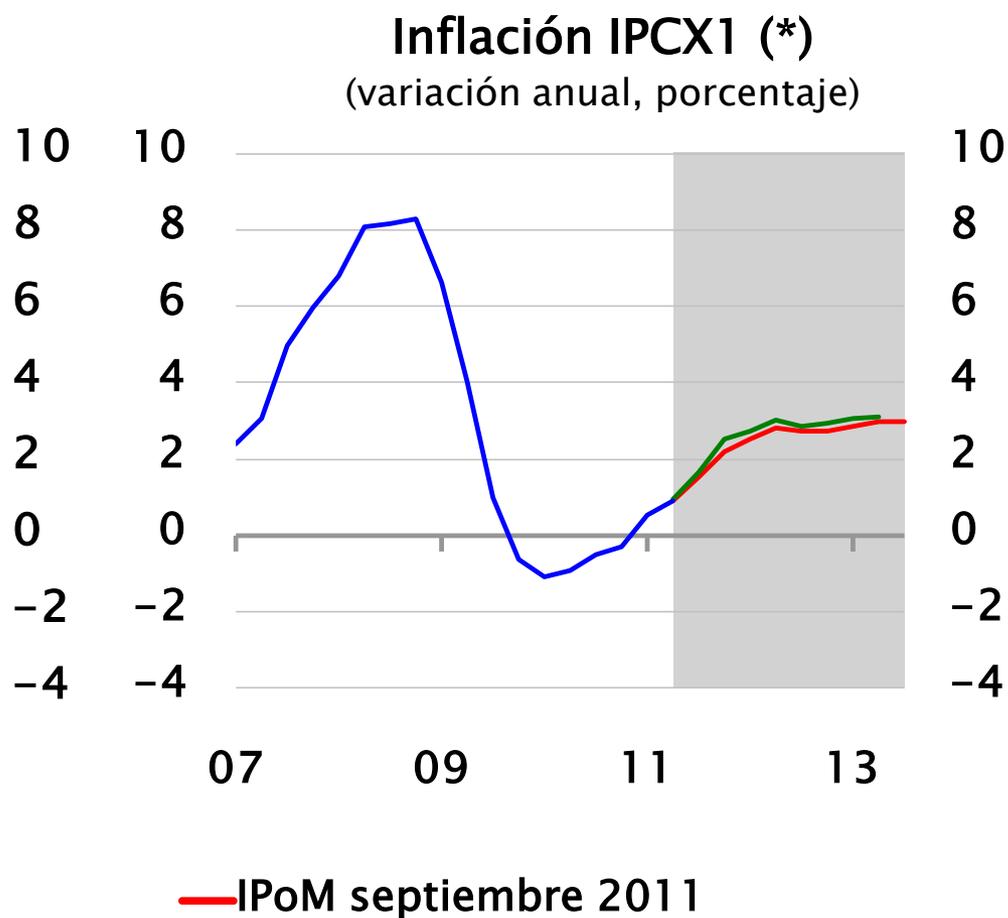
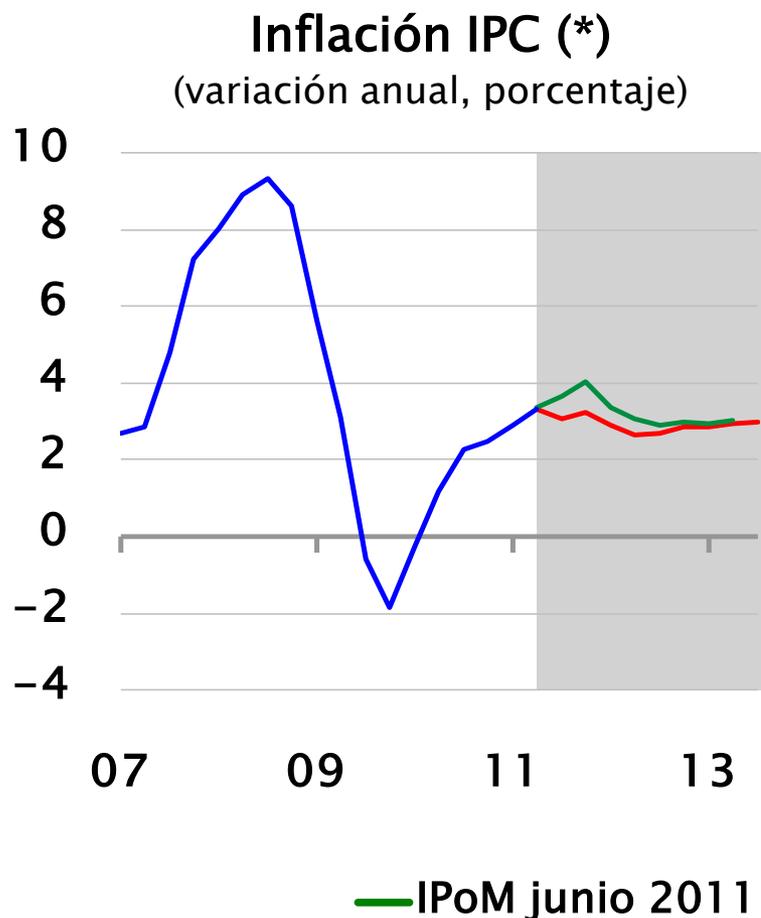


(\*) Series trimestrales desestacionalizadas.

Fuente: Ricaurte, M. 2011. "Indicadores de Mercado Laboral para la Comparación de las Crisis Asiática y Financiera Internacional". Documento preliminar. Banco Central de Chile. Junio.



Las proyecciones de nuestro IPoM de septiembre apuntan a una inflación que se mantendrá en torno a la meta por los próximos dos años.



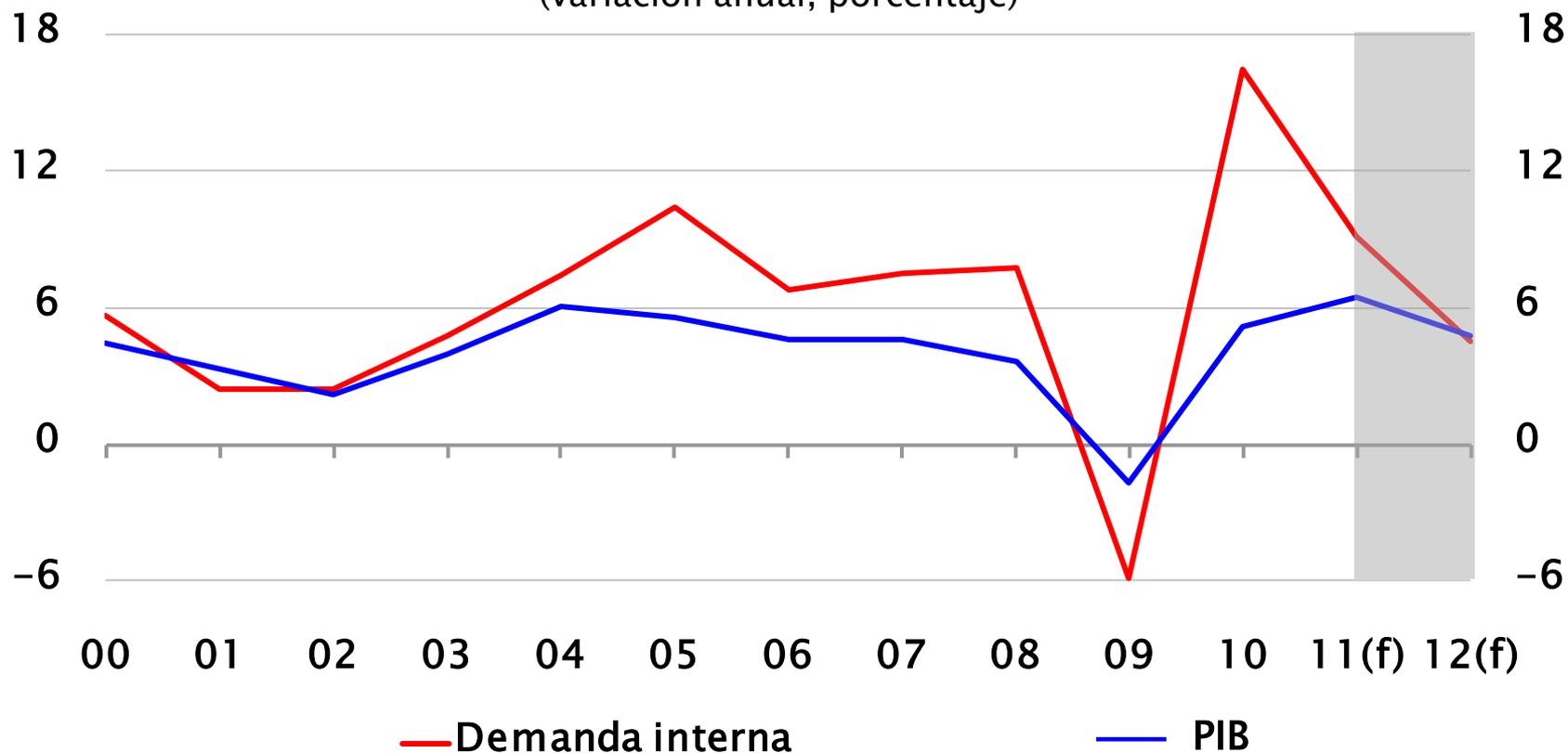
(\*) El área gris, a partir del tercer trimestre del 2011, corresponde a la proyección.  
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



La economía seguirá creciendo también en los siguientes dos años, con una tasa de expansión anual que convergerá a niveles coherentes con su crecimiento de tendencia en el 2012.

## Producto interno bruto y demanda interna

(variación anual, porcentaje)



(f) Proyección. Área gris, a partir del 2011, corresponde al punto medio de la proyección de crecimiento del escenario base del IPoM de septiembre 2011 para este año y el próximo.

Fuente: Banco Central de Chile.



## **Pero existen riesgos importantes que deben ser tomados en consideración y justifican actuar con prudencia.**

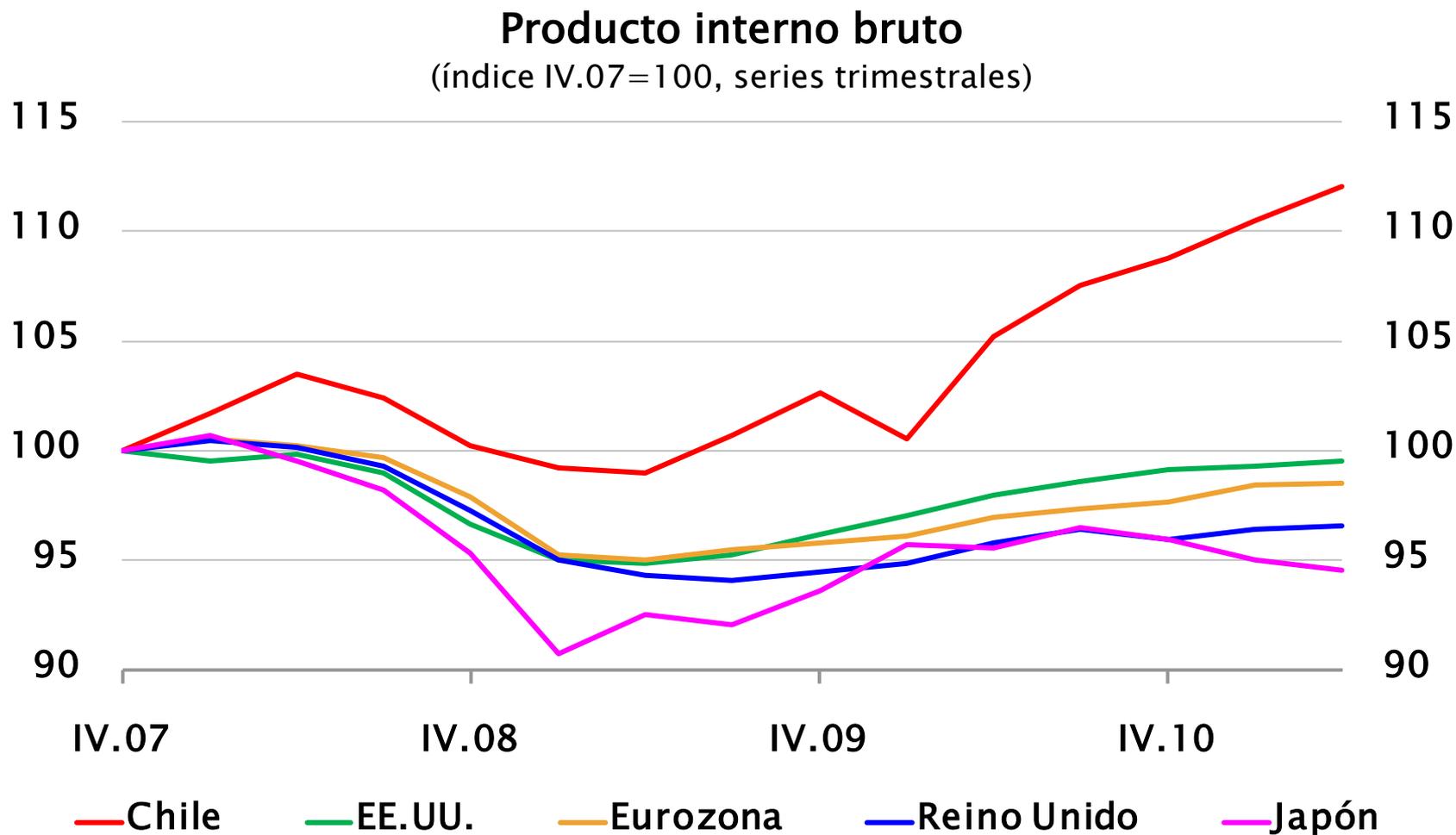
- Dado el escenario base y los riesgos presentes, en el IPoM evaluamos que el balance de riesgos para la actividad está sesgado a la baja, mientras que para la inflación está equilibrado.
- Los principales riesgos se relacionan con el complejo panorama económico internacional:
  - La repetición y/o intensificación de los episodios de estrés financiero.
  - Un crecimiento en el mundo desarrollado bastante lento no solo en el corto plazo, sino también más allá del horizonte de proyección.
  - El rebrote de flujos de capitales hacia las economías emergentes por la situación del mundo desarrollado.
- En lo interno, los riesgos se centran en el dinamismo de la actividad y la demanda. De sostenerse, podría generar presiones inflacionarias incoherentes con la meta de inflación.



# Riesgos del escenario internacional



La preocupación por la recuperación de las economías desarrolladas se ha ido acentuando. La actividad aún no alcanza los niveles pre-crisis y las perspectivas apuntan a que no habrá un dinamismo importante en los trimestres venideros.



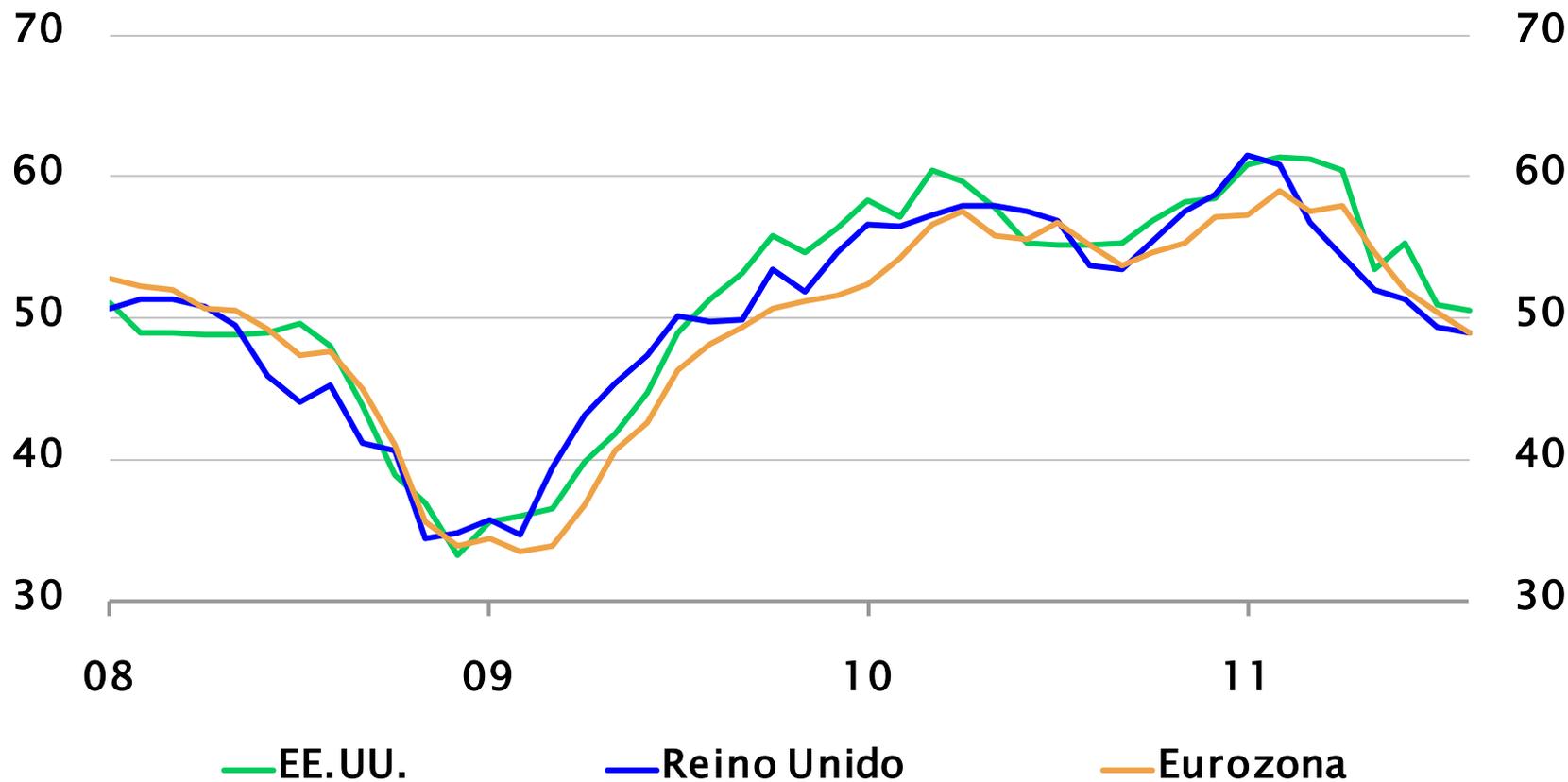
Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.



Los indicadores adelantados para el trimestre en curso siguen mostrando una debilidad significativa.

### PMI manufacturero

(índice de difusión, pivote = 50)

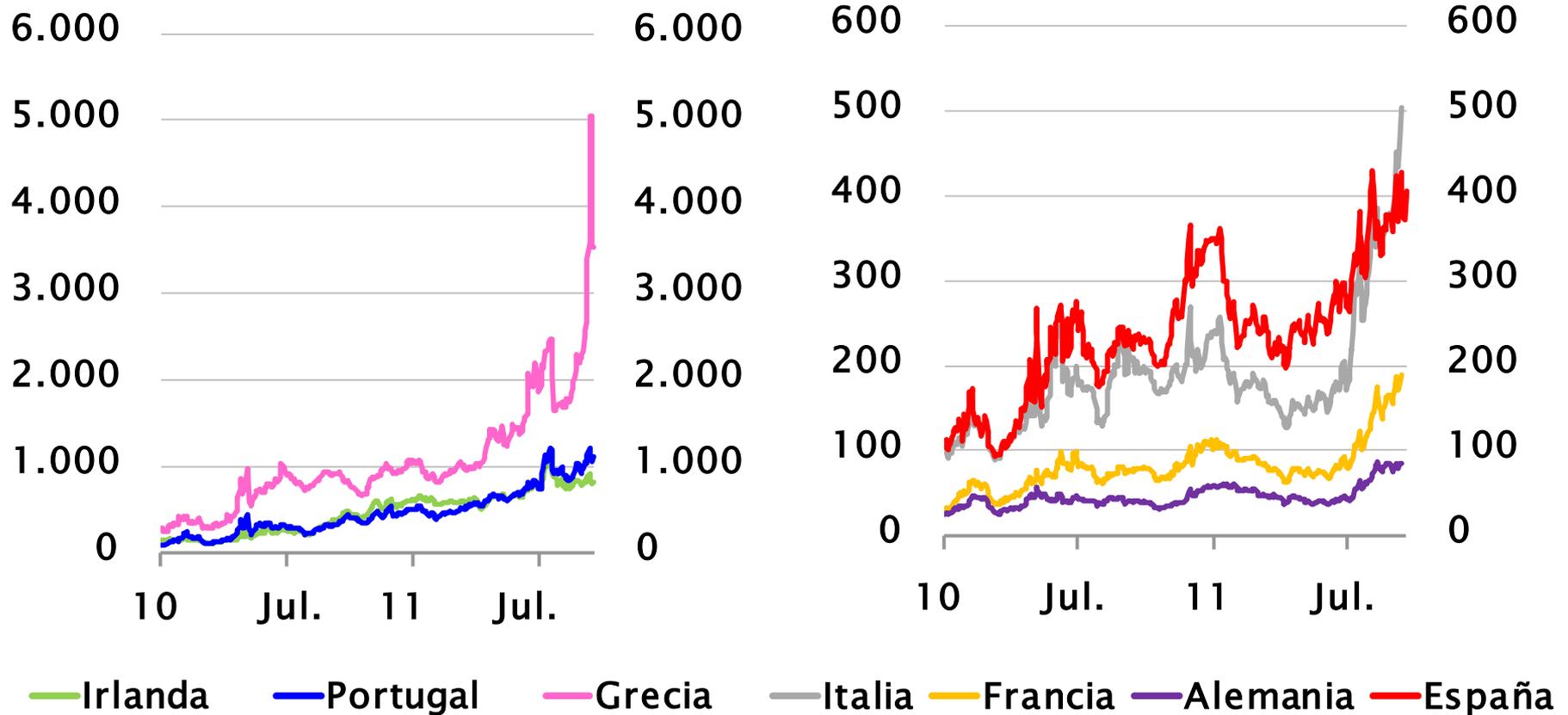




La preocupación por la situación de la deuda en Europa ha tensionado fuertemente los mercados, sin claridad respecto de la forma en que será resuelto. Las cifras para Grecia reflejan una alta probabilidad de *default*.

### Premios por riesgo soberano (\*)

(puntos base)



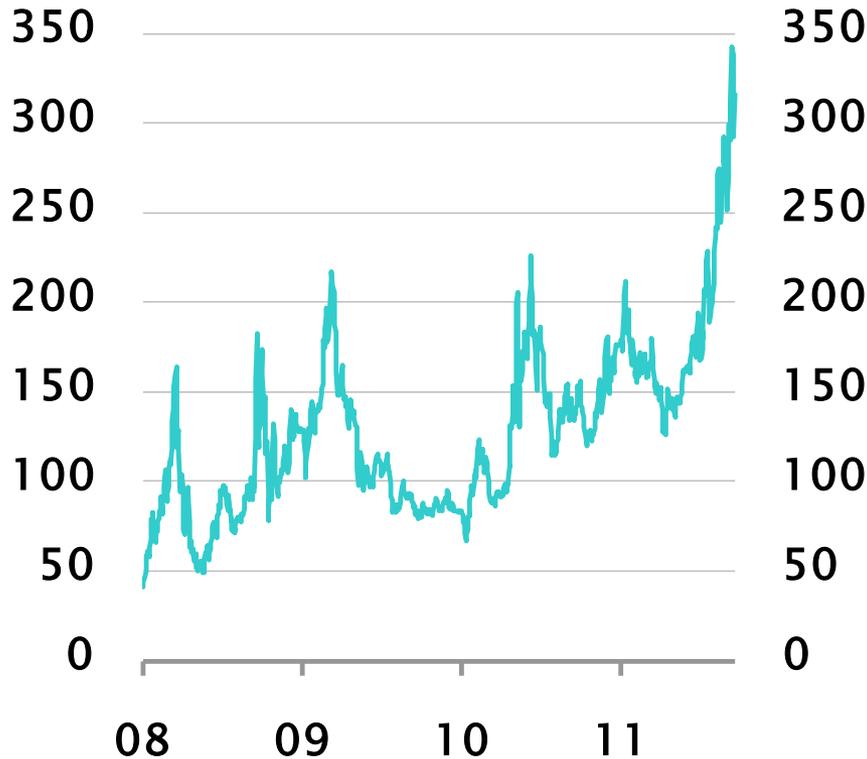
(\*) Medidos a través de los premios CDS a 5 años.

Fuente: Bloomberg.

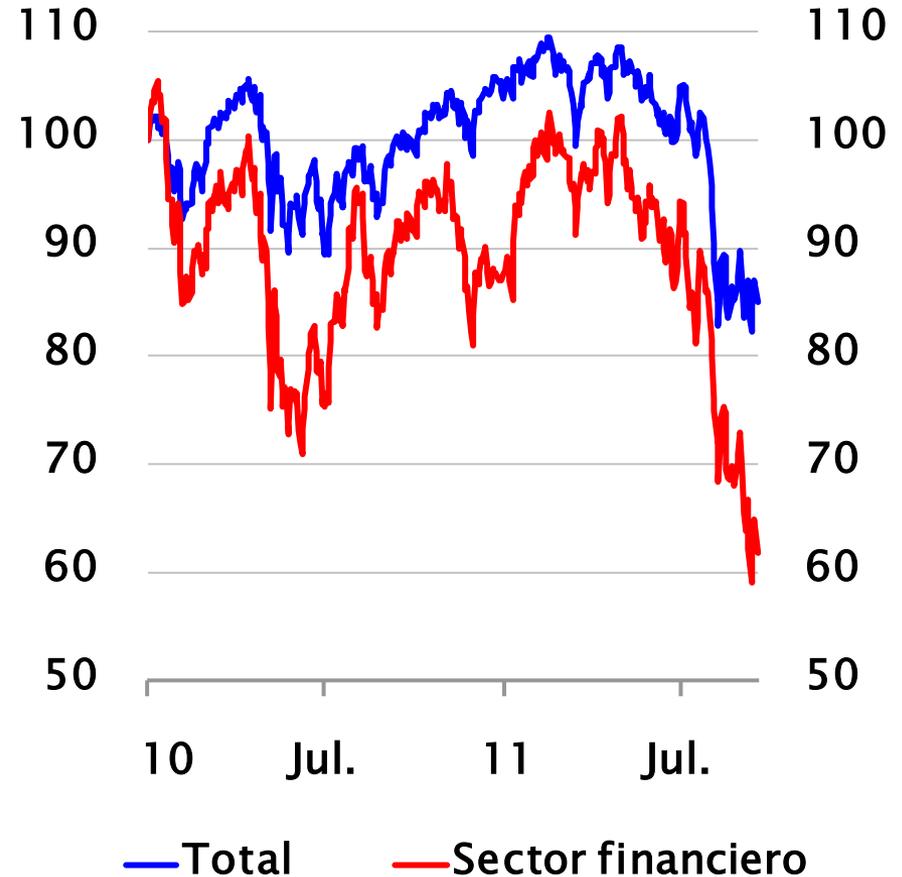


# Los *spreads* de los bancos también alcanzan niveles récords, por su exposición a la deuda de la periferia europea.

### Premio por riesgo de bancos europeos (1) (puntos base)



### Mercados bursátiles europeos (2) (índice 02/01/2010=100)

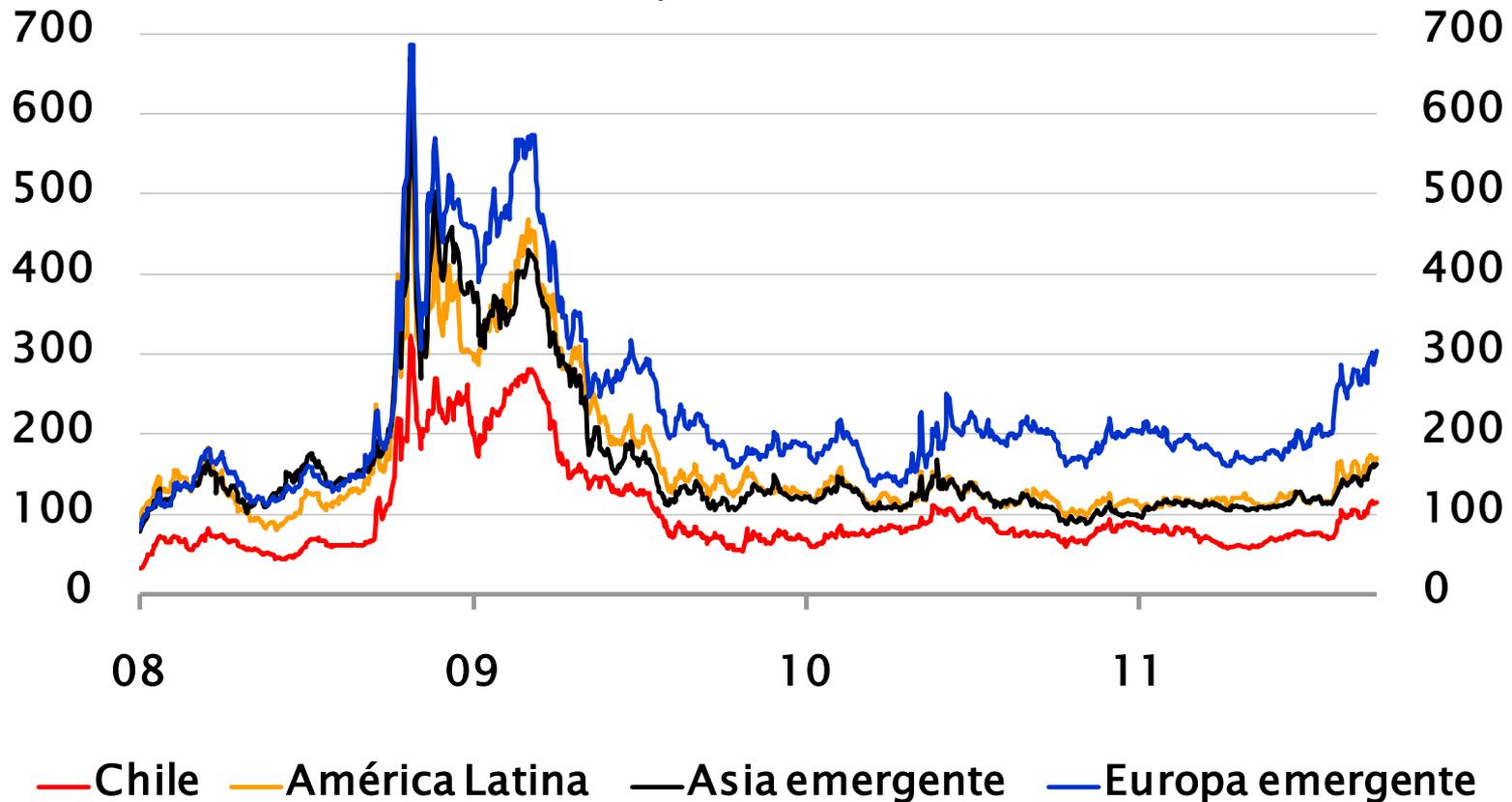


(1) Medidos a través de CDS *senior* a 5 años. Promedio simple de las primas de CDS a 5 años de los principales bancos europeos. Europa incluye Société Générale, Deutsche Bank, UBS AG, Santander, BBVA y UniCredit. (2) Corresponde a los respectivos índices MSCI medidos en dólares. Fuente: Bloomberg.



Las economías emergentes también han visto aumentos en su riesgo, pero en menor magnitud que en las desarrolladas y que en episodios anteriores de estrés financiero.

### Premios por riesgo soberano en economías emergentes (\*) (puntos base)



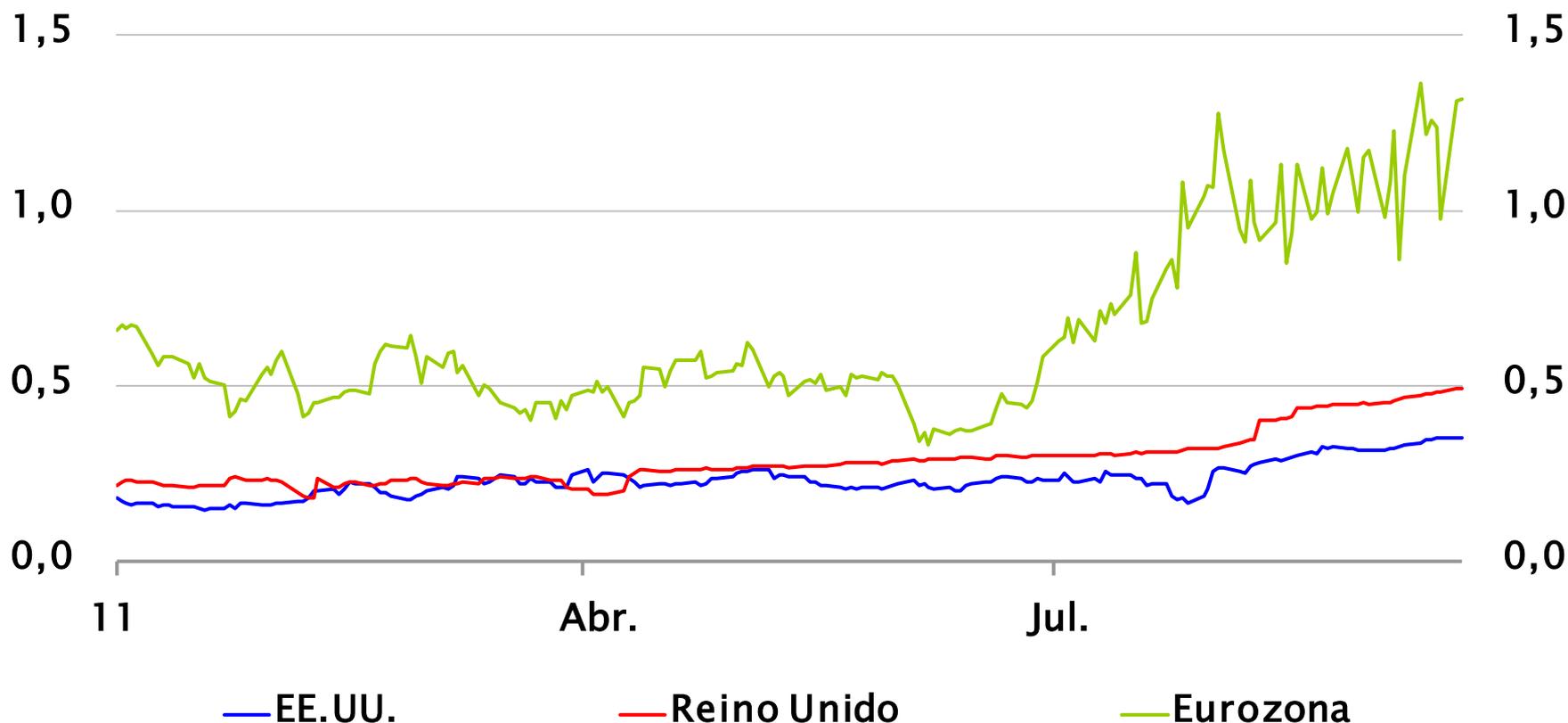
(\*) Considera el promedio simple de los *CDS* a 5 años. América Latina incluye: Brasil, Perú y México. Europa emergente incluye Turquía, Polonia, Hungría y Rusia. Asia emergente incluye: China, Tailandia e Indonesia. Fuente: Bloomberg.



Las condiciones de liquidez en los mercados monetarios, en particular en Europa, se han estrechado. Esto llevó a una acción conjunta de los bancos centrales.

## Condiciones de liquidez (\*)

(porcentaje)



(\*) Corresponde a la diferencia entre la tasa Libo a 3 meses y el bono del tesoro al mismo plazo. Para la Eurozona corresponde a la diferencia entre la tasa Euribo de 3 meses y el bono del tesoro de Alemania al mismo plazo.

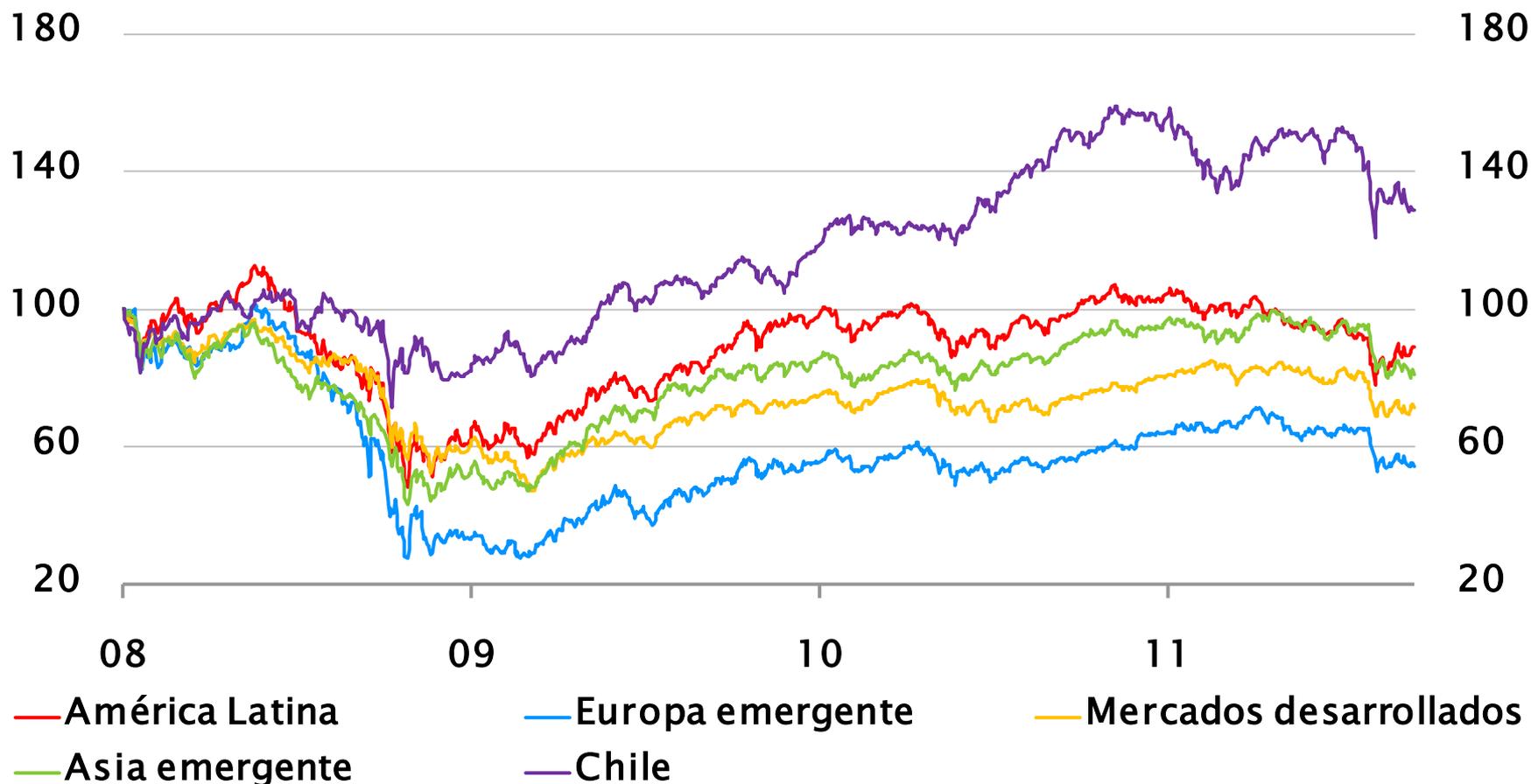
Fuente: Bloomberg.



El aumento de la incertidumbre financiera ha generado cambios relevantes de los precios de los activos, destacando la significativa caída de las bolsas y del precio de algunas materias primas.

### Bolsas mundiales (\*)

(índice 02/01/2008=100)

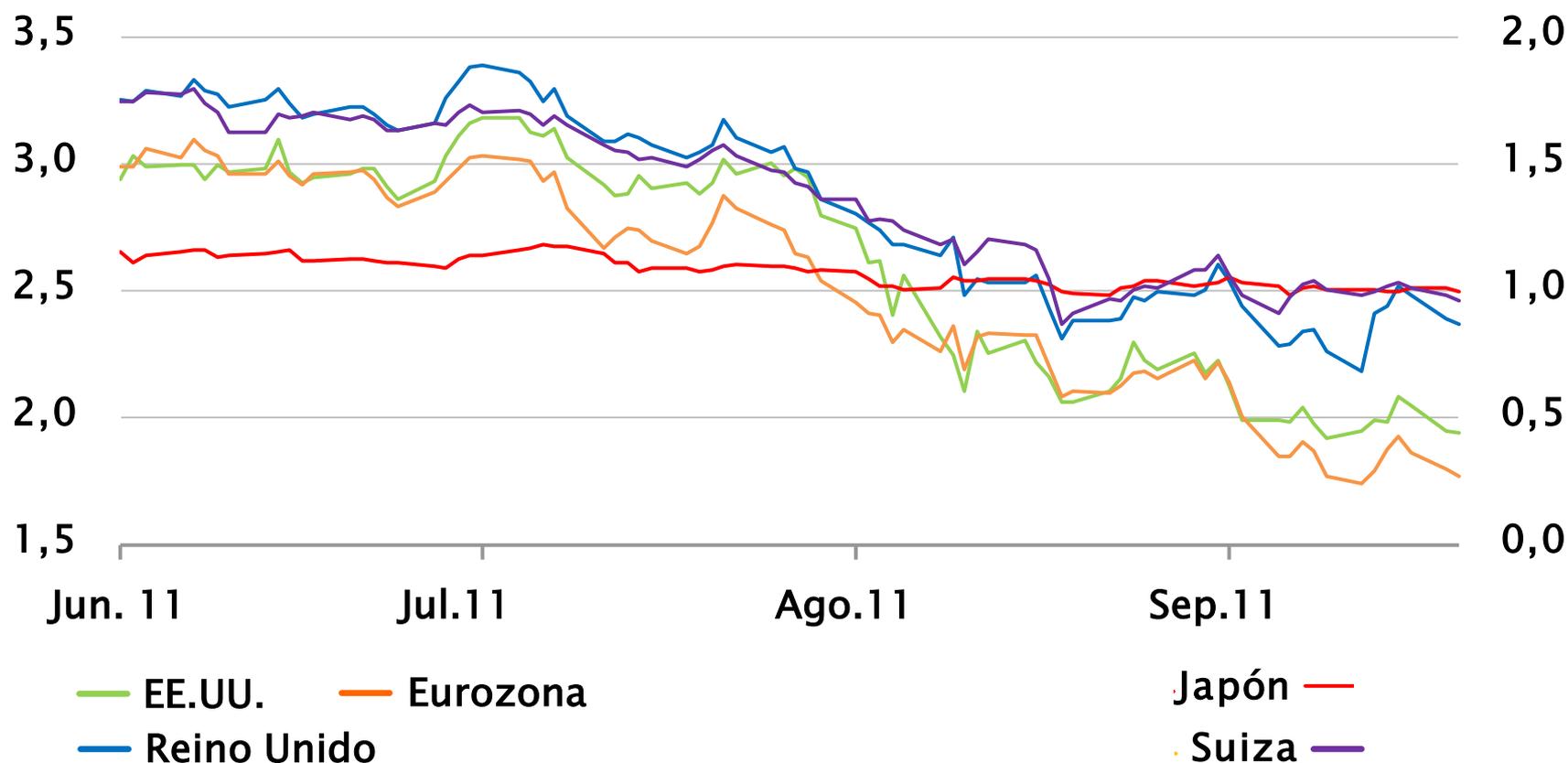


(\*) Corresponde a los índices MSCI en moneda local.  
Fuente: Bloomberg.



Asimismo, tanto la debilidad económica como las tensiones financieras han hecho que las tasas de interés de largo plazo caigan en varias economías desarrolladas que sirven como refugio de valor.

### Tasas de interés de largo plazo de economías desarrolladas (\*) (porcentaje)

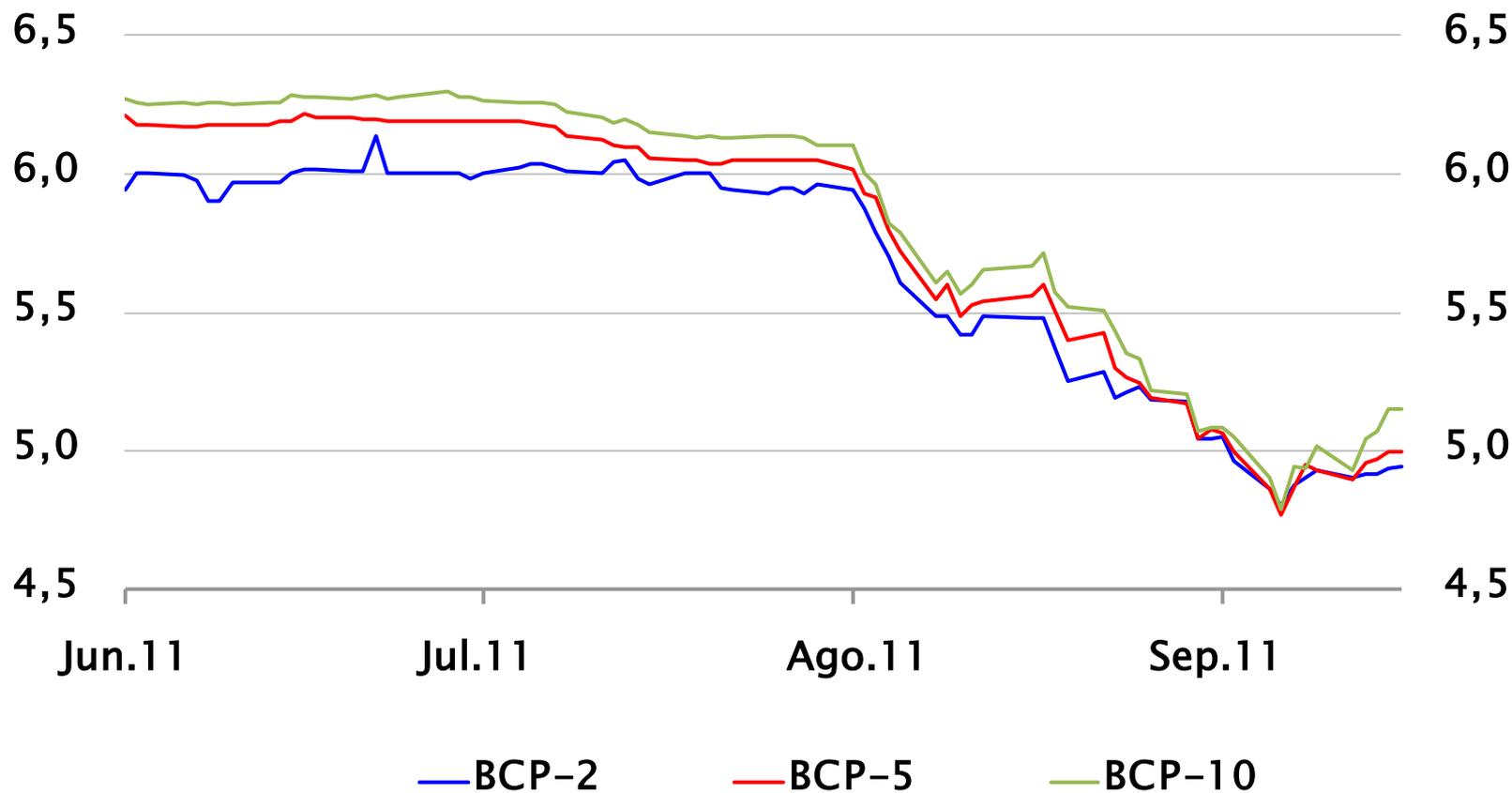


(\*) Corresponde a las tasas de interés de los bonos de gobierno a 10 años.  
Fuente: Bloomberg.



En Chile, este comportamiento también se ha replicado.

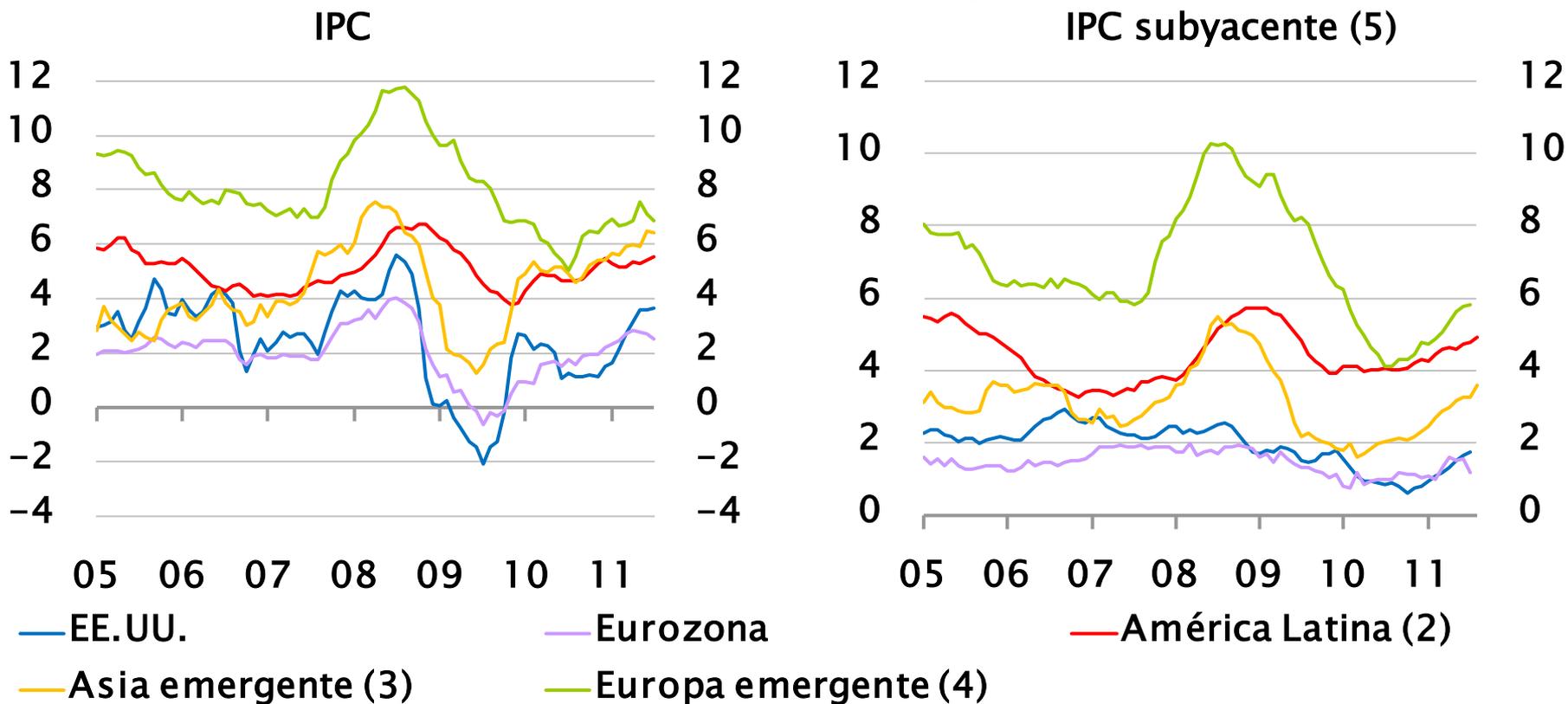
## Tasas de interés nominales de los documentos del Banco Central de Chile (porcentaje)





Las presiones inflacionarias han disminuido, ante la caída de los precios de las materias primas y el menor crecimiento esperado, en particular de las economías desarrolladas. El riesgo de un escenario inflacionario a nivel global ha disminuido.

### Inflación (1) (variación anual, porcentaje)



(1) Regiones ponderadas a PPC. (2) IPC incluye Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, mientras que IPC subyacente excluye Argentina. (3) IPC incluye China, India, Indonesia, Malasia, Rep. Corea, Tailandia y Taiwán, mientras que IPC subyacente excluye China e India. (4) IPC e IPC subyacente incluye Hungría, Polonia, Rusia, R. Checa y Turquía. (5) Corresponde a la definición de cada país. Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg y CEIC Data.



Ante este escenario, varias economías emergentes han interrumpido su ciclo de alza de tasa.

### Variación de TPM con respecto a su nivel actual (puntos base)

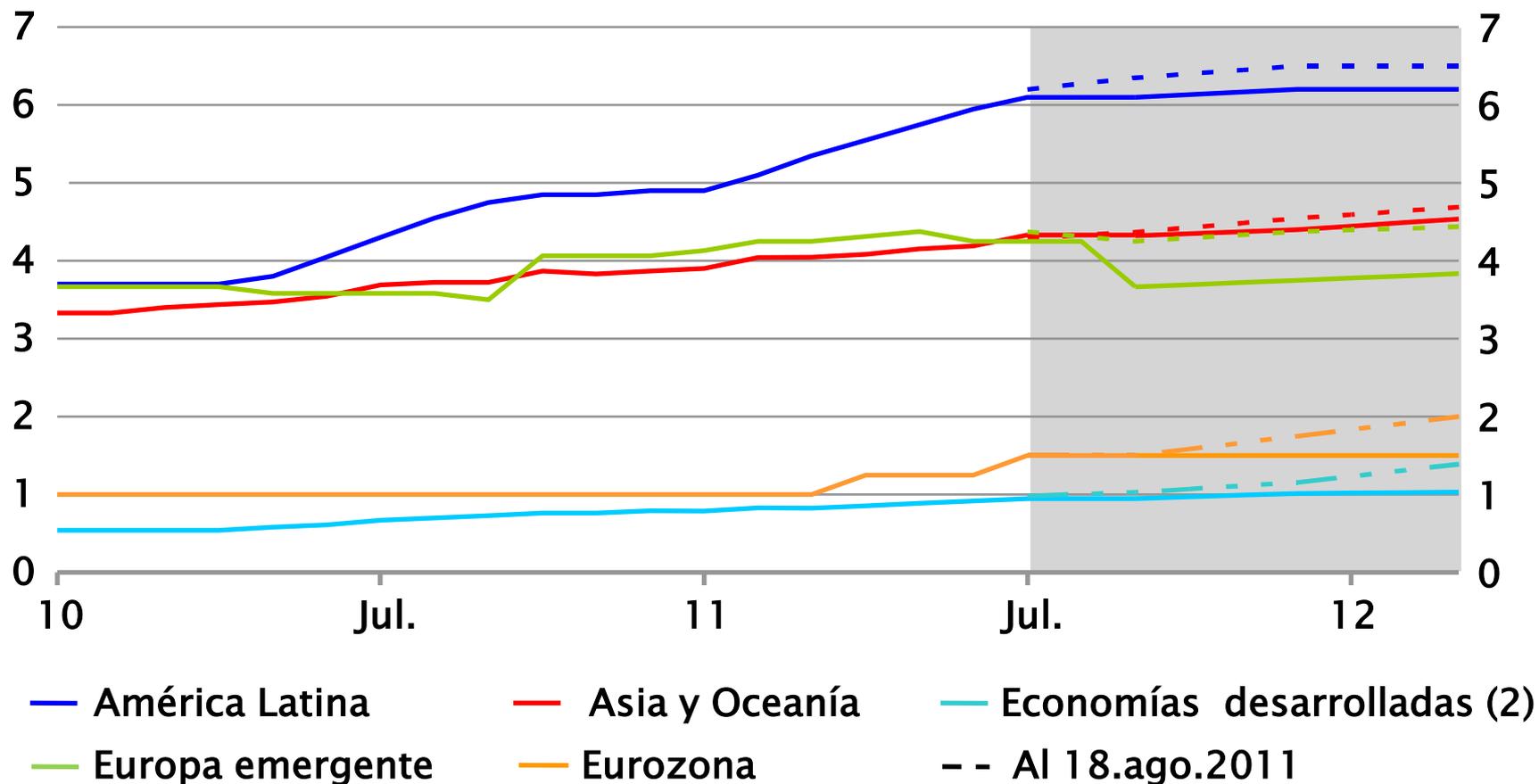
	Spot	RPM.Ago.11	RPM.Jul.11	Dic. 09	Promedio 07-08
EE.UU	0,25	0	0	0	3,57
Europa	1,50	0	0	50	3,86
Japón	0,10	0	0	0	0,46
Canadá	1,00	0	0	75	3,69
Reino Unido	0,50	0	0	0	0,57
Suecia	2,00	0	0	175	3,78
Noruega	2,25	0	0	50	4,84
Australia	4,75	0	0	100	6,53
Nueva Zelanda	2,50	0	0	0	7,78
China	6,56	0	0	125	6,94
India	8,25	25	75	350	7,84
Rep. de Corea	3,25	0	0	125	4,76
Indonesia	6,75	0	0	25	8,64
Malasia	3,00	0	0	100	3,49
Tailandia	3,50	25	25	225	3,37 (*)
Rusia	8,25	0	0	-50	10,57
Hungría	6,00	0	0	-25	8,24
Rep. Checa	0,75	0	0	-25	3,18
Israel	3,25	0	0	200	3,80
Brasil	12,00	-50	25	325	12,24
Chile	5,25	0	0	475	6,21
México	4,50	0	0	0	7,53
Colombia	4,50	0	25	100	9,27
Perú	4,25	0	0	300	5,22

(\*) Promedio 2008.  
Fuente: Bloomberg.



En las desarrolladas, lo más probable es que la PM mantenga su actual grado de expansividad por un período prolongado y no se descarta que incluso se acentúe. En las emergentes, las expectativas apuntan a que el proceso de aumentos de TPM habría concluido.

### Encuestas a analistas (1) (porcentaje)



(1) Área gris corresponde a proyección de TPM en base a la mediana de las respuestas de analistas encuestados por Bloomberg. (2) Incluye Zona Euro. Fuente: Bloomberg.



Pese a los riesgos del panorama externo, el escenario que hoy se considera más probable prevé que el mundo desarrollado crecerá en los próximos años. El emergente, en tanto, seguirá con un desempeño mejor al desarrollado.

## Escenario internacional (variación anual, porcentaje)

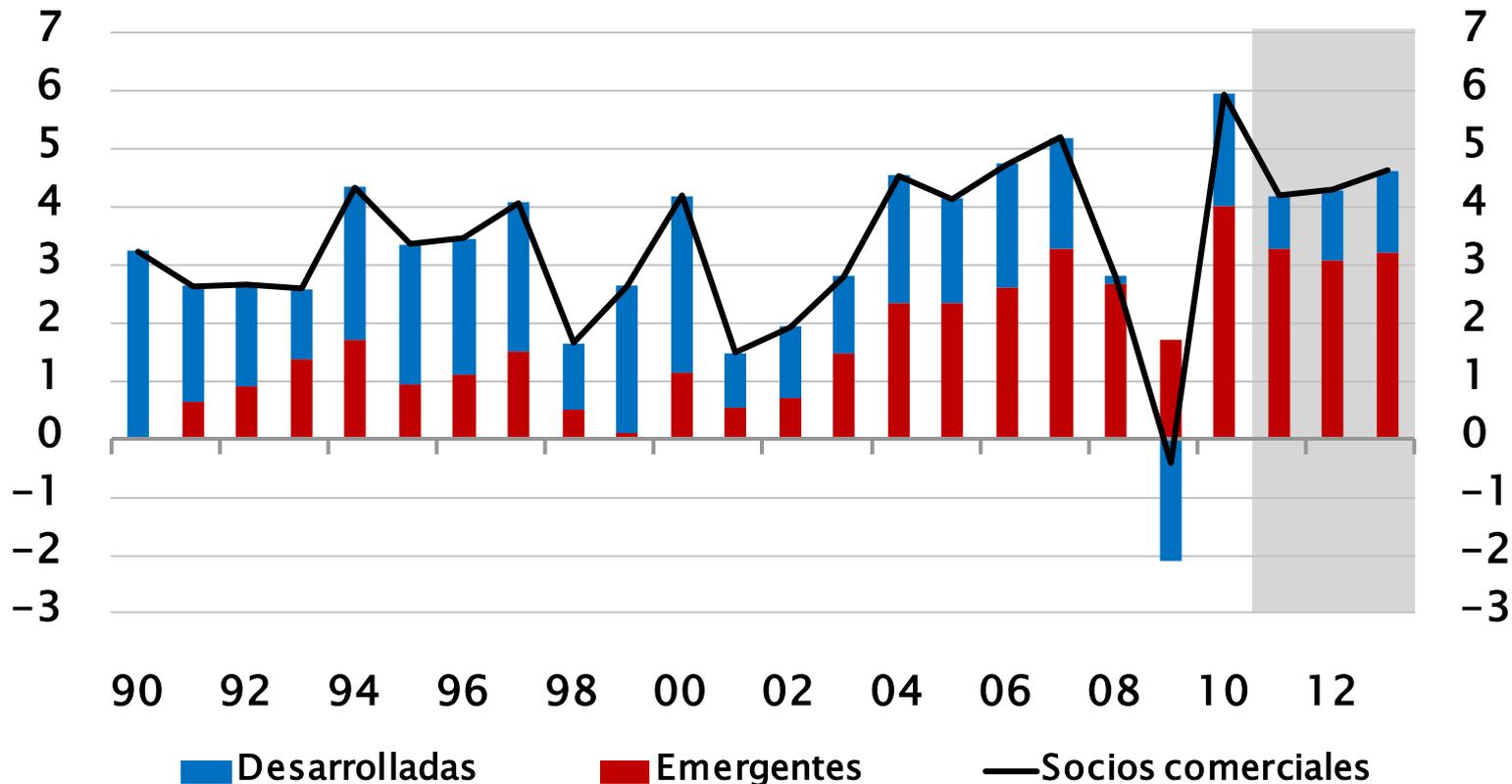
	Promedio 00-07	2009	2010 (e)	2011 (f)		2012 (f)		2013 (f) IPoM Sep. 11
				IPoM Jun. 11	IPoM Sep. 11	IPoM Jun. 11	IPoM Sep. 11	
Mundo a PPC	4,2	-0,6	5,0	4,1	3,9 ▼	4,5	4,0 ▼	4,5
Mundial a TC de mercado	3,2	-2,1	3,8	3,2	3,0 ▼	3,8	3,3 ▼	3,7
Estados Unidos	2,6	-3,5	3,0	2,7	1,6 ▼	3,2	2,0 ▼	2,8
Eurozona	2,2	-4,1	1,7	1,7	1,7 =	1,5	1,2 ▼	2,1
Japón	1,7	-6,3	4,0	-0,6	-0,5 ▲	3,1	2,8 ▼	1,8
China	10,5	9,2	10,3	8,9	9,0 ▲	8,6	8,3 ▼	8,7
Resto de Asia	5,1	0,1	7,8	4,8	4,9 ▲	4,9	4,5 ▼	5,0
América Latina (excl. Chile)	3,5	-2,0	6,3	4,2	4,2 =	4,3	3,9 ▼	4,2
Exp. de productos básicos	3,1	-1,2	2,9	2,7	2,2 ▼	3,0	2,5 ▼	3,2
Socios comerciales	3,6	-0,4	5,9	4,3	4,2 ▼	4,7	4,3 ▼	4,6
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)		234	342	415	415 ▼	400	370 ▼	350
Precios del petróleo WTI (US\$/barril)		62	79	99	93 ▼	103	89 ▼	91



De todos modos, Chile ha diversificado los mercados de destino de sus exportaciones, por lo que la importancia relativa de una menor demanda del mundo desarrollado es menor que en el pasado.

### Contribución al crecimiento de los socios comerciales (\*)

(puntos porcentuales)



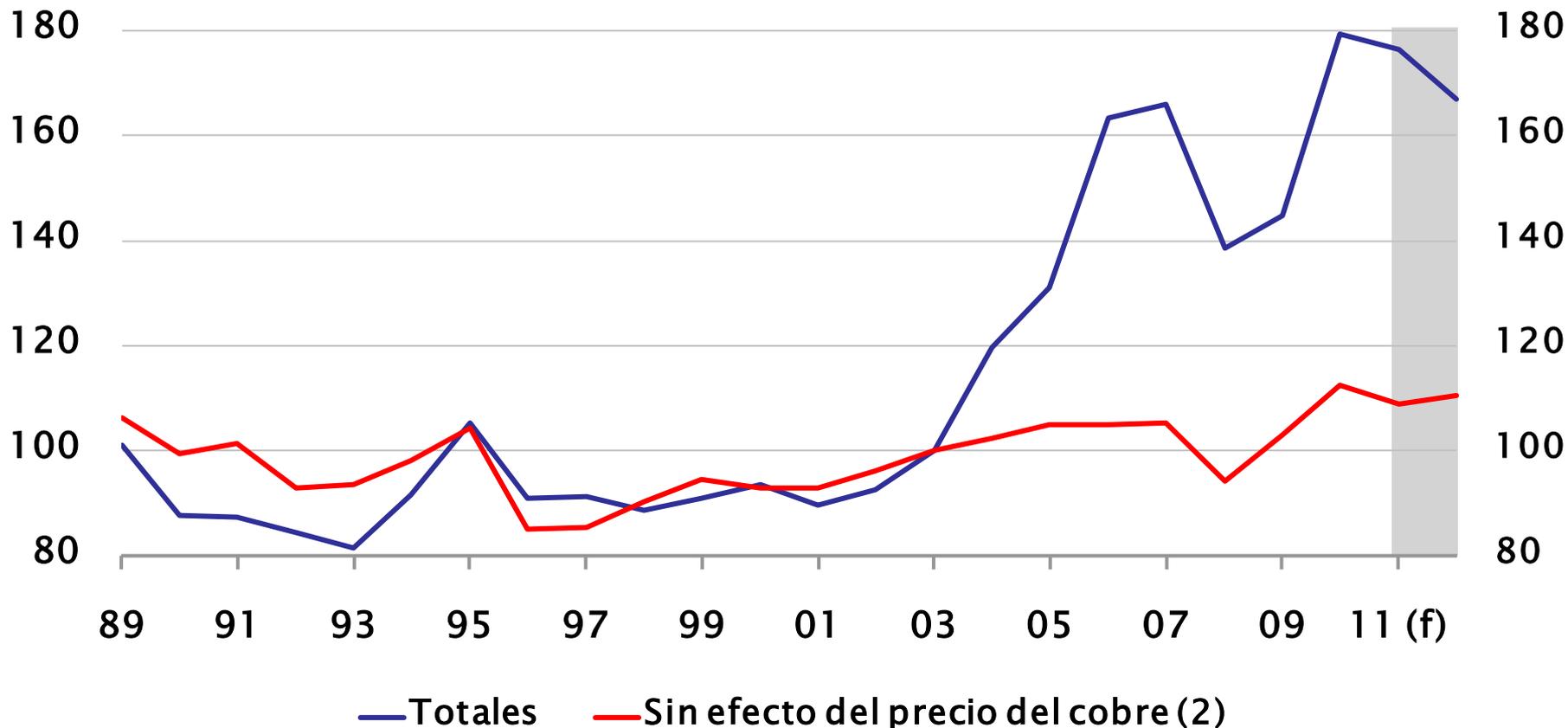
(\*) Área gris, a partir del 2011, corresponde a proyección.

Fuentes: Banco Central de Chile en base a una muestra de bancos de inversión, Consensus Forecasts, Fondo Monetario Internacional y oficinas de estadísticas de cada país.



Además, si bien se espera un descenso de los TDI en los próximos dos años, su nivel es alto en perspectiva histórica.

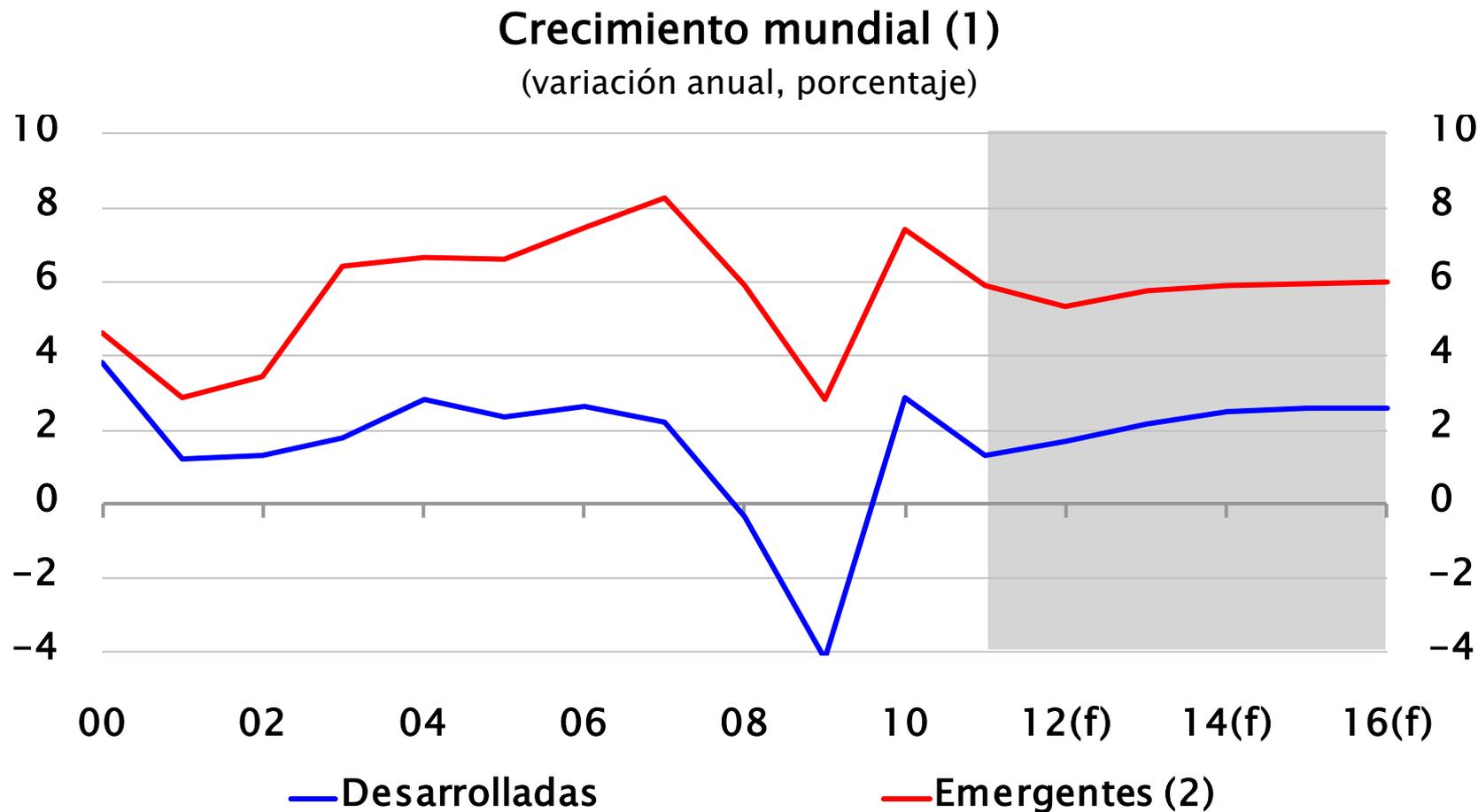
### Términos de intercambio (1) (índice 2003=100)



(f) Proyección. (1) Área gris, a partir del 2011, corresponde a proyección del IPoM de Septiembre 2011. (2) Se estiman utilizando como referencia el precio promedio de la Bolsa de Metales de Londres del 2003. No se consideran otros potenciales efectos en precio y cantidad. Fuente: Banco Central de Chile.



En todo caso, si la situación en el mundo desarrollado empeora es altamente probable que el mundo emergente se vea afectado. En la última década ha existido correlación de sus ciclos económicos.

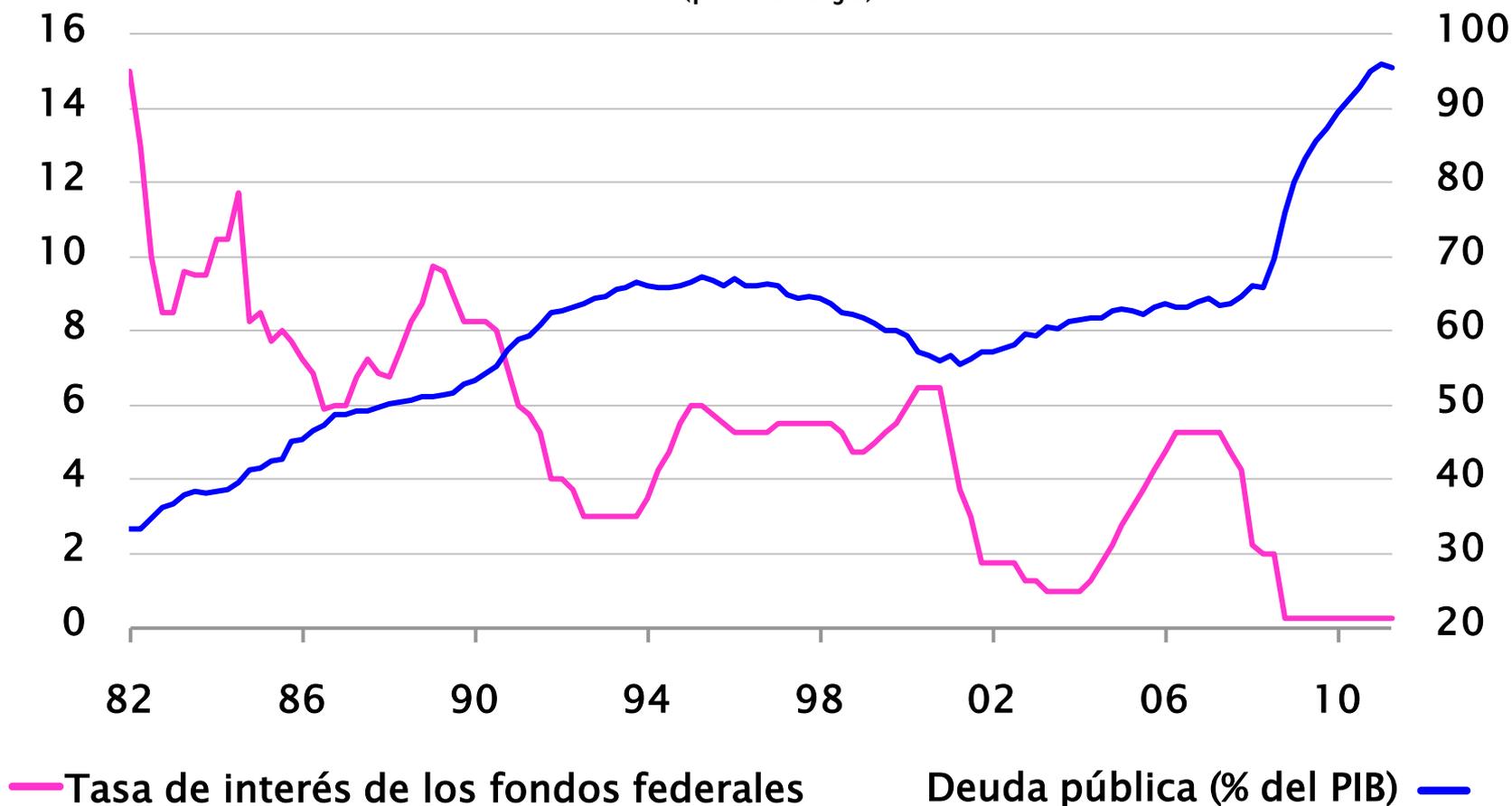


(f) Proyección. Área gris, a partir del 2011, corresponde a proyección del WEO Septiembre 2011. (1) PIB a precios constantes. (2) Corresponde a un promedio simple de un grupo de países de Asia emergente, América Latina y África y Medio Oriente. Para América Latina se incluye a Argentina, Brasil, Colombia, México, Paraguay y Perú. Fuente: Fondo Monetario Internacional.



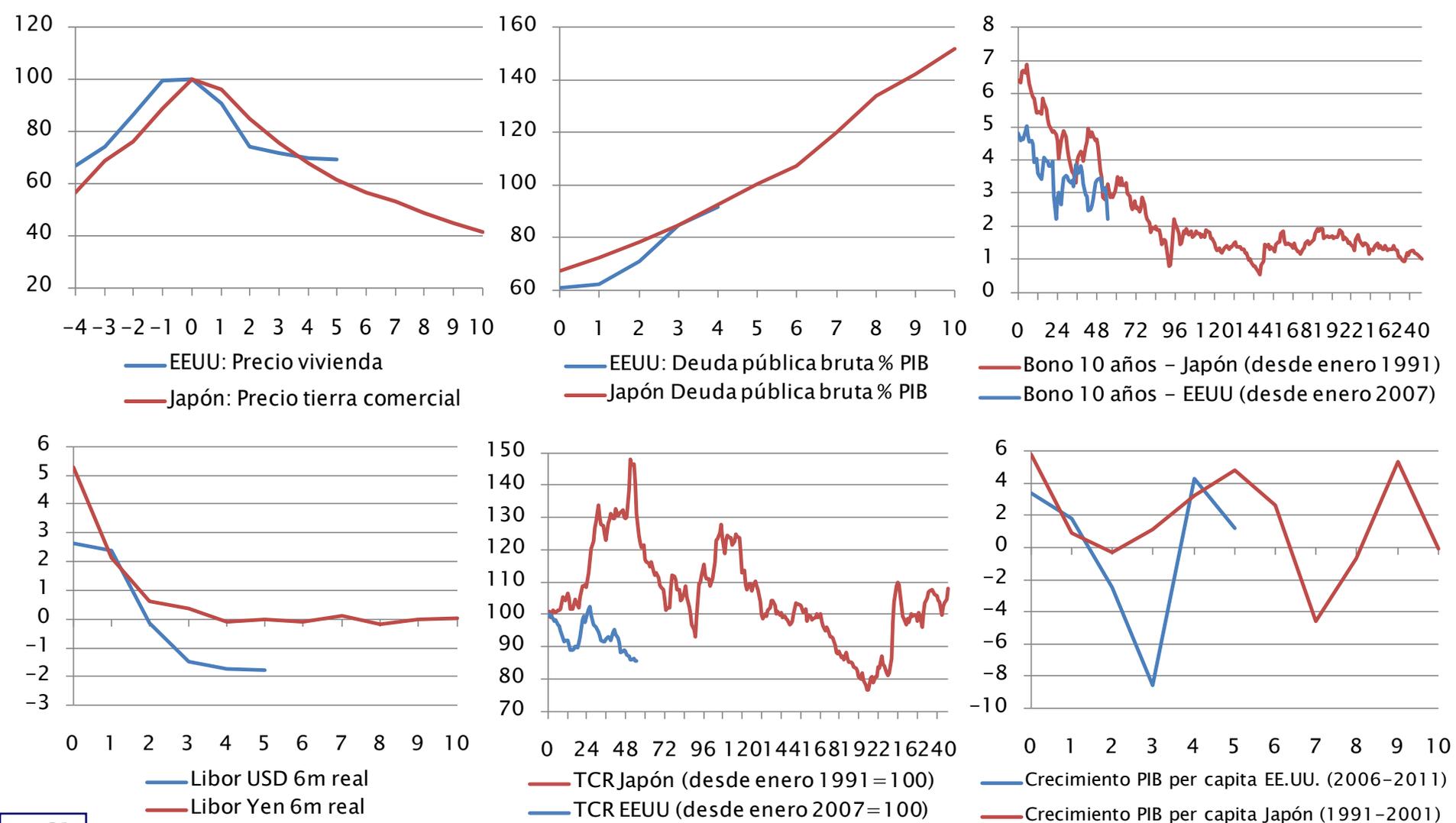
Otro componente que complica las perspectivas de crecimiento en el mundo desarrollado es que el espacio para implementar impulsos de política económica es bastante reducido.

EE.UU.: Tasa de interés de los fondos federales y deuda pública  
(porcentaje)





# Además, se ha comenzado a discutir la posibilidad de que el mundo desarrollado pase por un largo período de bajo crecimiento, como le sucedió a Japón luego de su crisis financiera de los noventa.

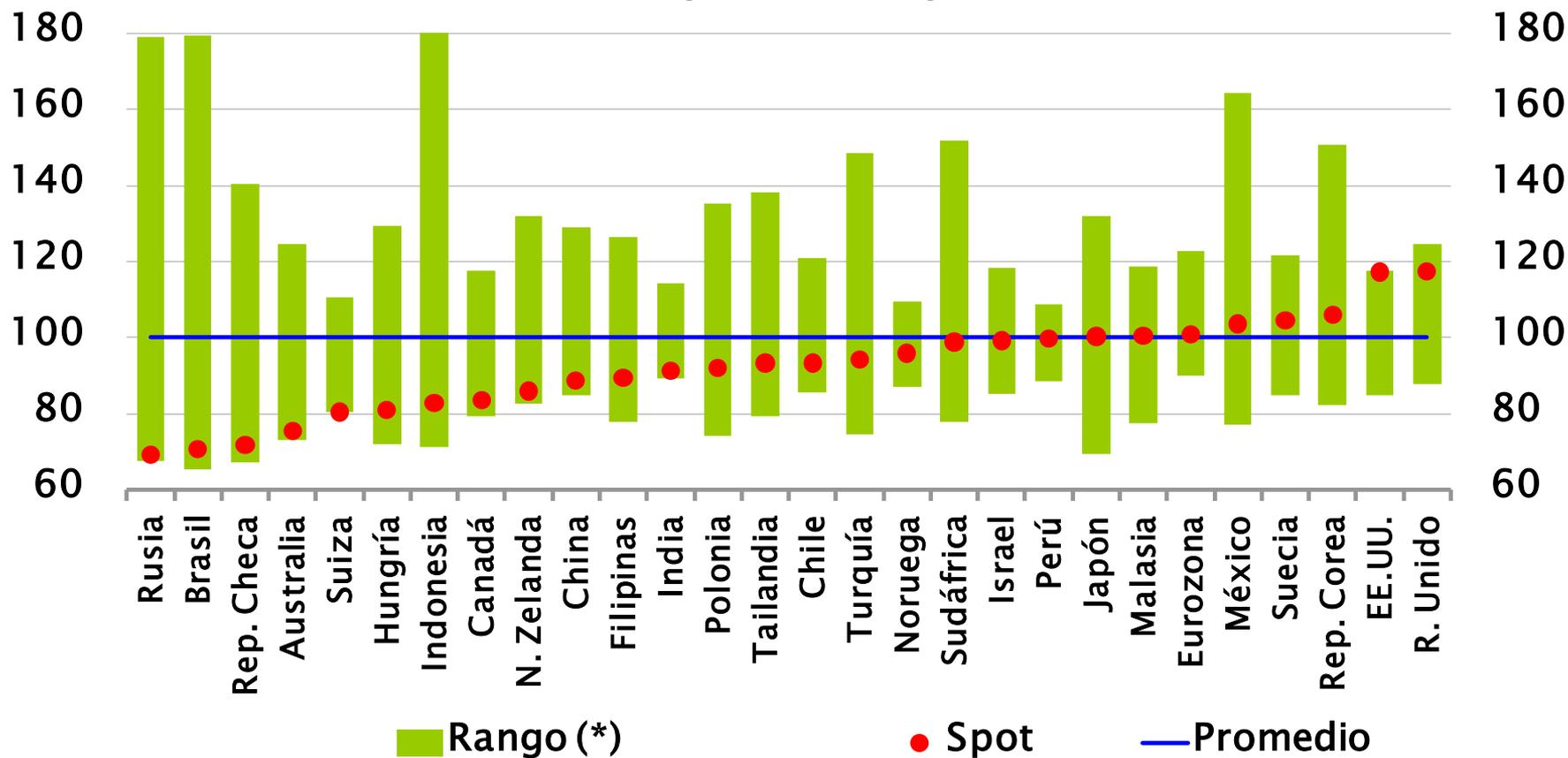




La debilidad en el mundo desarrollado también implica desafíos desde el punto de vista del manejo de las tensiones cambiarias. Por ahora, la debilidad del dólar ha llevado a que los TCR de distintas economías estén en sus mínimos en varios años.

## Tipo de cambio real en el mundo

(índice promedio agosto 1994 - agosto 2011 = 100)

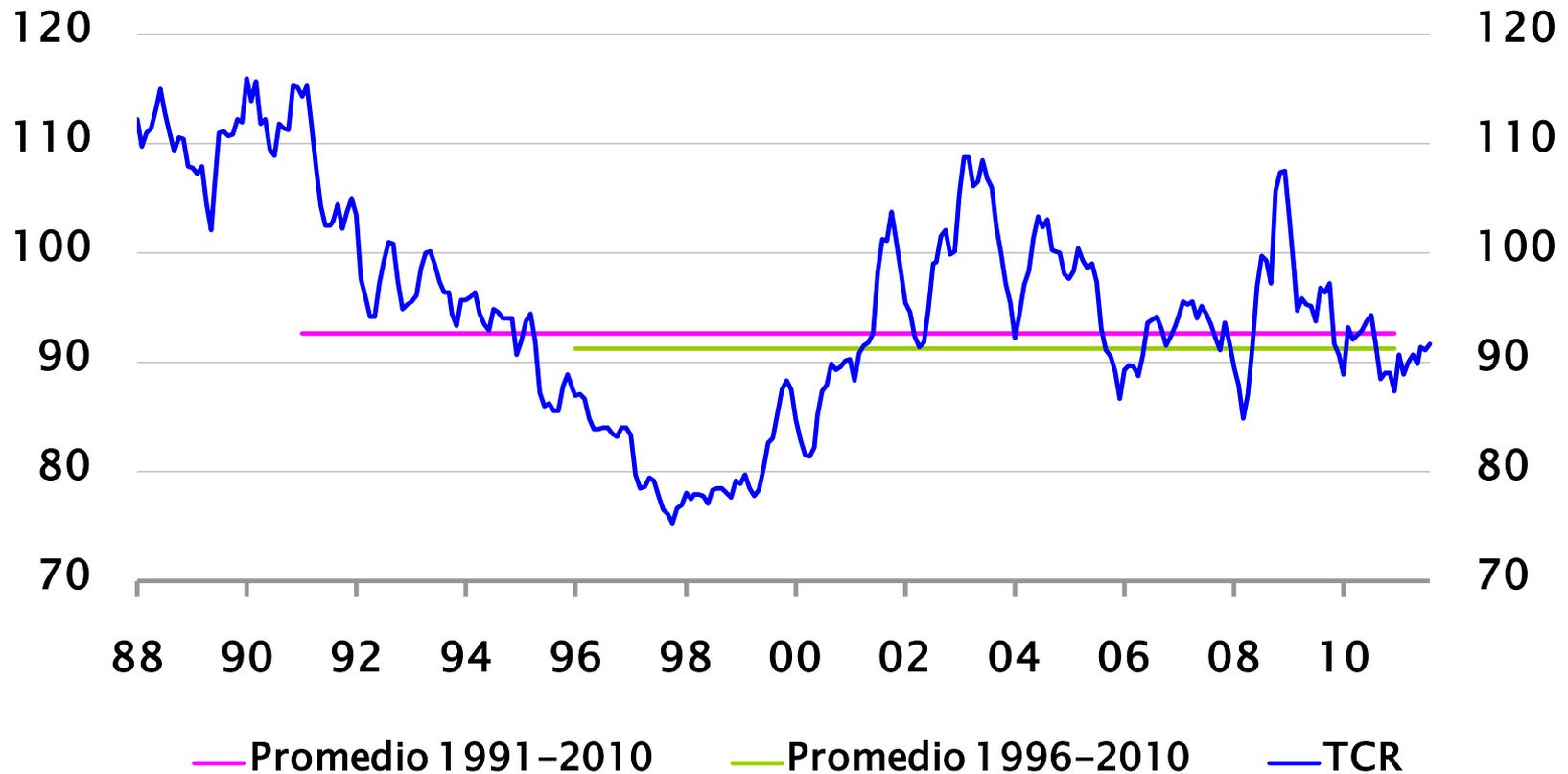


(\*) El rango indica los valores máximos y mínimos que mostró la moneda local durante el período señalado. La escala fue ajustada para Indonesia a 180. El valor máximo que alcanzó el índice para este país fue de 225. Fuentes: Banco Central de Chile y Banco de Pagos Internacionales (BIS).



El peso chileno no ha sido ajeno a este proceso. No obstante, el tipo de cambio real está en torno a su promedio de los últimos 15 a 20 años y su nivel ha aumentado tras el anuncio de comienzos de año.

Tipo de cambio real (\*)  
(índice 1986=100)



(\*) Preliminar para agosto del 2011.

Fuente: Banco Central de Chile.

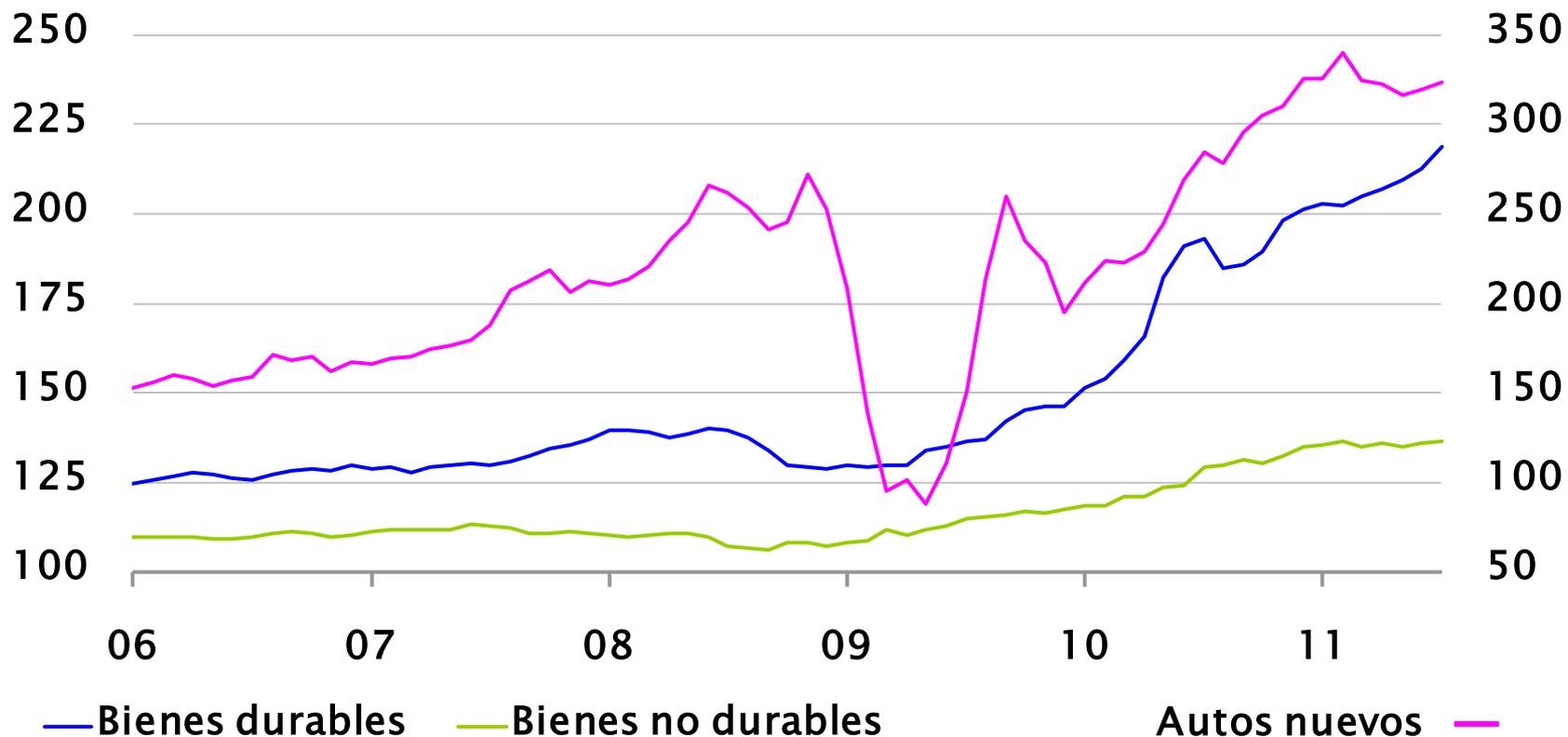


# Riesgos del escenario interno



En lo interno, los riesgos siguen ligados al estado de las brechas de capacidad. Los indicadores de consumo sugieren un menor ritmo de crecimiento en los últimos meses, pero es una tendencia que no se ha consolidado aún.

### Ventas del comercio minorista y de autos nuevos (\*) (índice 2003=100)



(\*) Ventadas en el trimestre móvil. Series desestacionalizadas.

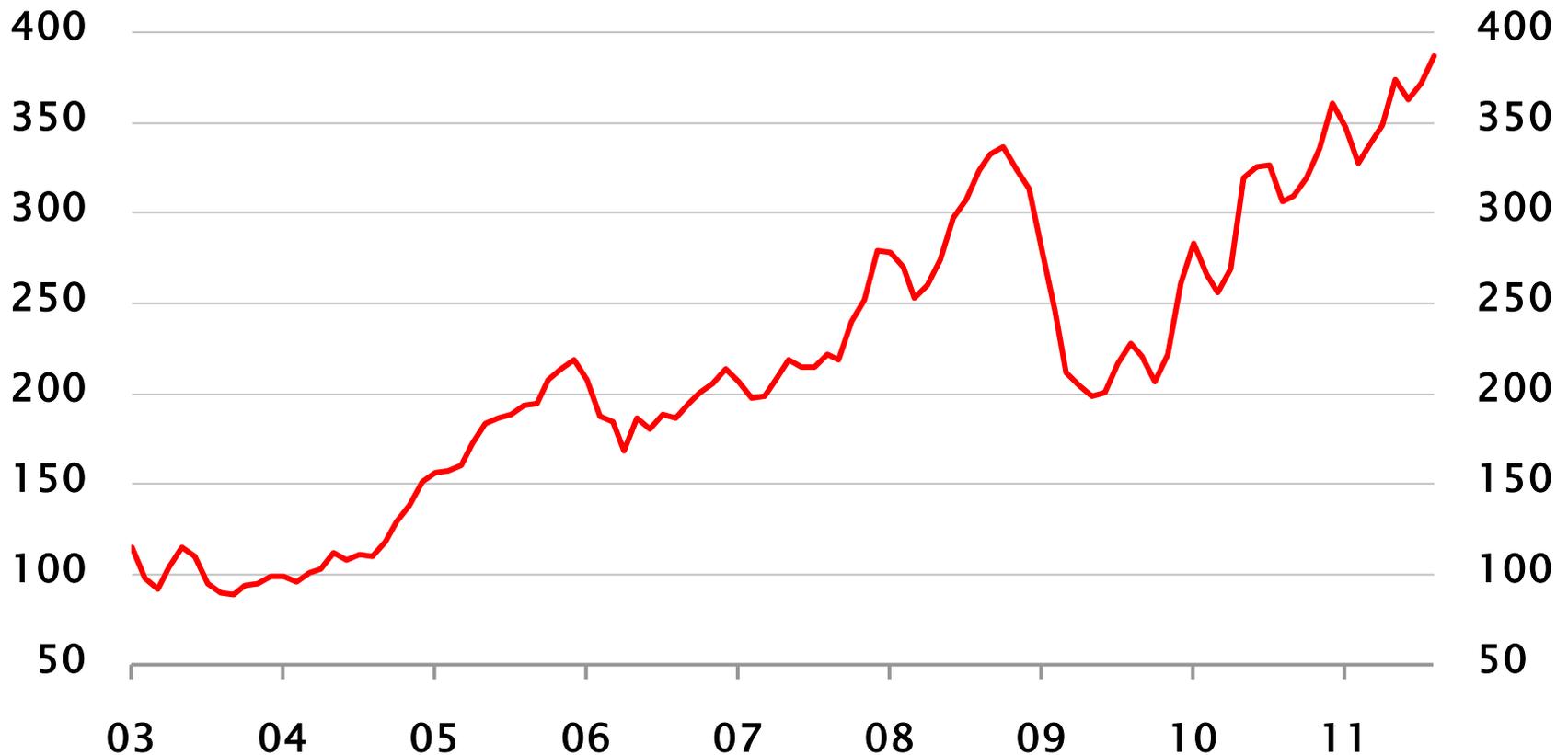
Fuentes: Asociación Nacional Automotriz de Chile, Banco Central de Chile y Cámara Nacional de Comercio.



La inversión sigue aumentando a tasas significativas, con importaciones de bienes de capital que anotan niveles nominales récord.

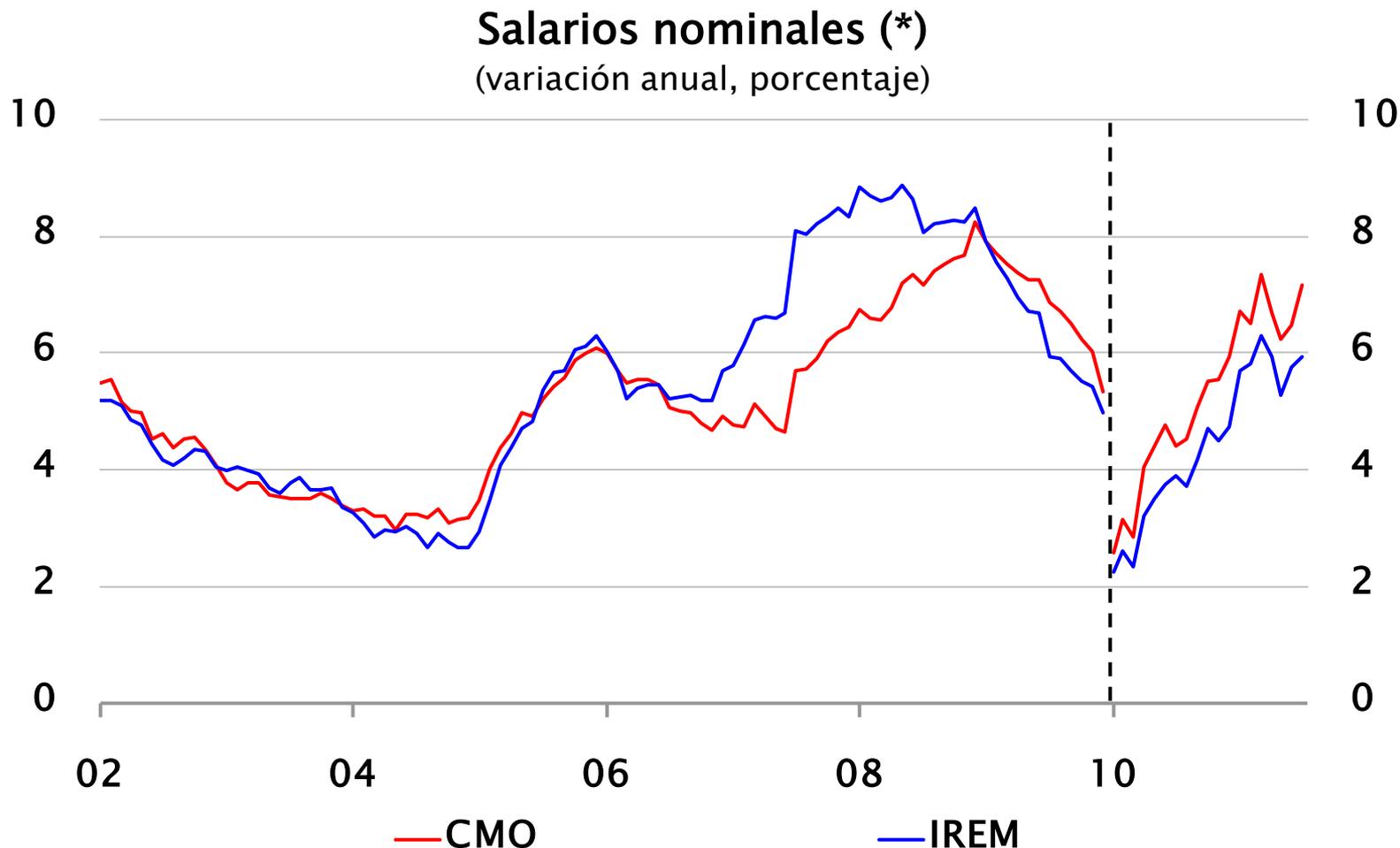
### Importaciones de bienes de capital nominales

(promedio móvil tres meses, índice 2003=100)





Se agrega la estrechez del mercado laboral, reflejada en un bajo desempleo y un incremento de los salarios.



(\*) A partir de enero del 2010 se utilizan los nuevos índices con base anual 2009=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

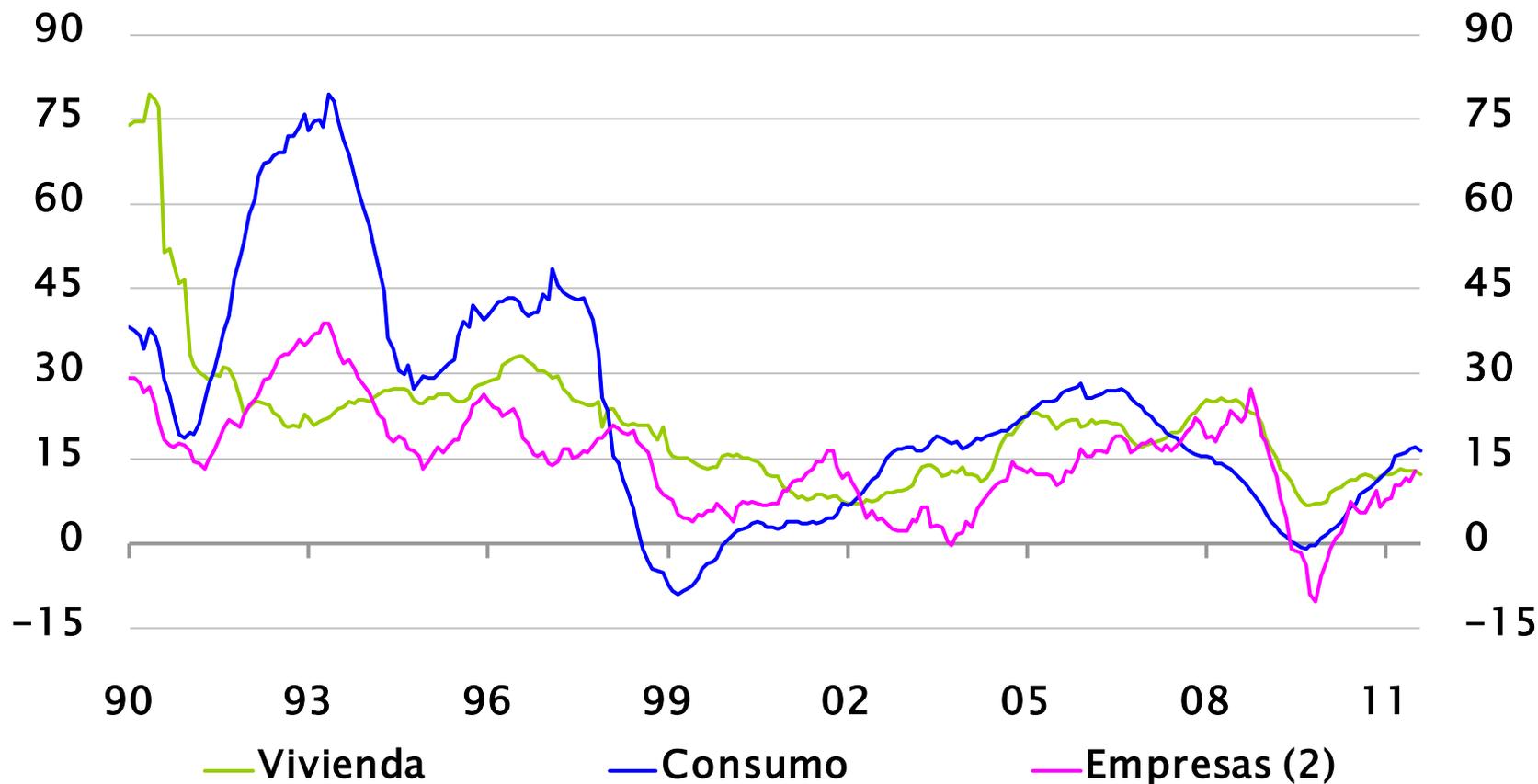
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



Las condiciones financieras siguen siendo favorables y la tasa de crecimiento anual del crédito ha ido aumentando. En todo caso, aún está lejos de lo que se observó en otros ciclos de expansión.

### Colocaciones nominales (1)

(variación anual, porcentaje)

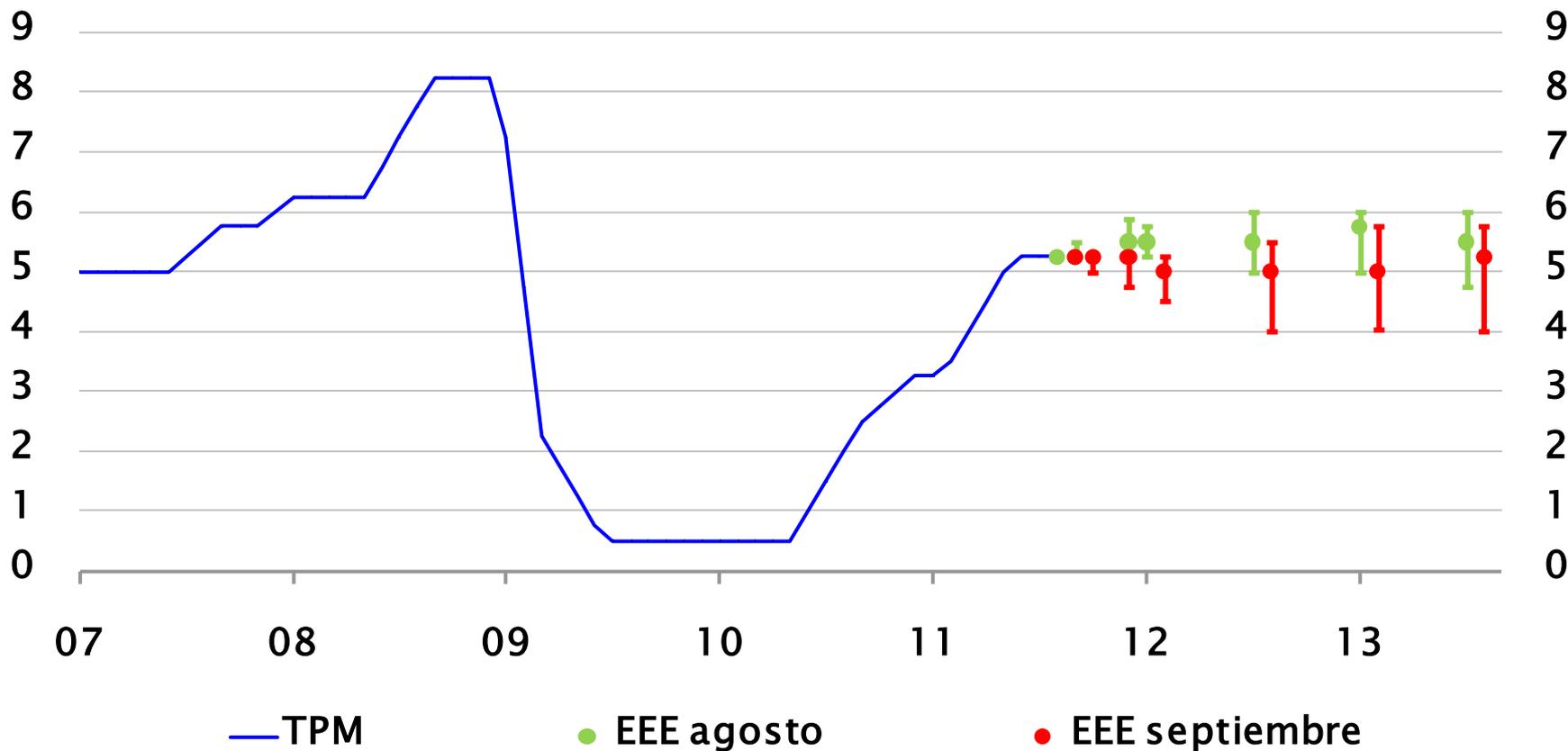


(1) Cifra preliminar para agosto del 2011. (2) Corresponden a la suma de los créditos comerciales y de comercio exterior. Fuentes: Banco Central de Chile y Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.



En medio de este escenario, las expectativas sobre lo que sucederá con la política monetaria han mostrado una mayor dispersión. El escenario base del IPoM utiliza como supuesto de trabajo que, en el corto plazo, la TPM será similar a su nivel actual.

TPM y expectativas (\*)  
(porcentaje)



(\*) Puntos indican la mediana de cada EEE. El límite inferior corresponde al decil 1 y el límite superior al decil 9 de la encuesta.

Fuente: Banco Central de Chile.



# Conclusión



## Las dudas respecto de cómo evolucionará el escenario externo y cuál será su impacto en la economía chilena justifican actuar con prudencia.

- Como se ha observado en el pasado, al ser Chile una economía integrada no puede ser inmune a los eventos externos.
- En el escenario actual, los efectos de la situación externa sobre la economía local debieran ser acotados.
- Pero hay riesgos. Sin lugar a duda, los que provienen del escenario internacional son hoy los más relevantes. Hay un monitoreo continuo de ellos.
- Los fundamentos de nuestra economía son sólidos. Tenemos la capacidad para resistir los embates de los fenómenos externos y mitigar sus efectos.
- En particular, la política monetaria cuenta con el espacio, las herramientas y la firme decisión del Banco Central de actuar como un mitigador de los impactos de escenarios más adversos que el previsto.



# Desarrollos recientes y perspectivas para la economía chilena

Rodrigo Vergara  
Consejero  
Banco Central de Chile