



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Septiembre 2011

José De Gregorio
Presidente
Banco Central de Chile



La actividad interna continuó moderándose en el segundo trimestre, aunque menos que lo previsto anteriormente. La inflación ha completado un proceso de convergencia a la meta del 3%.

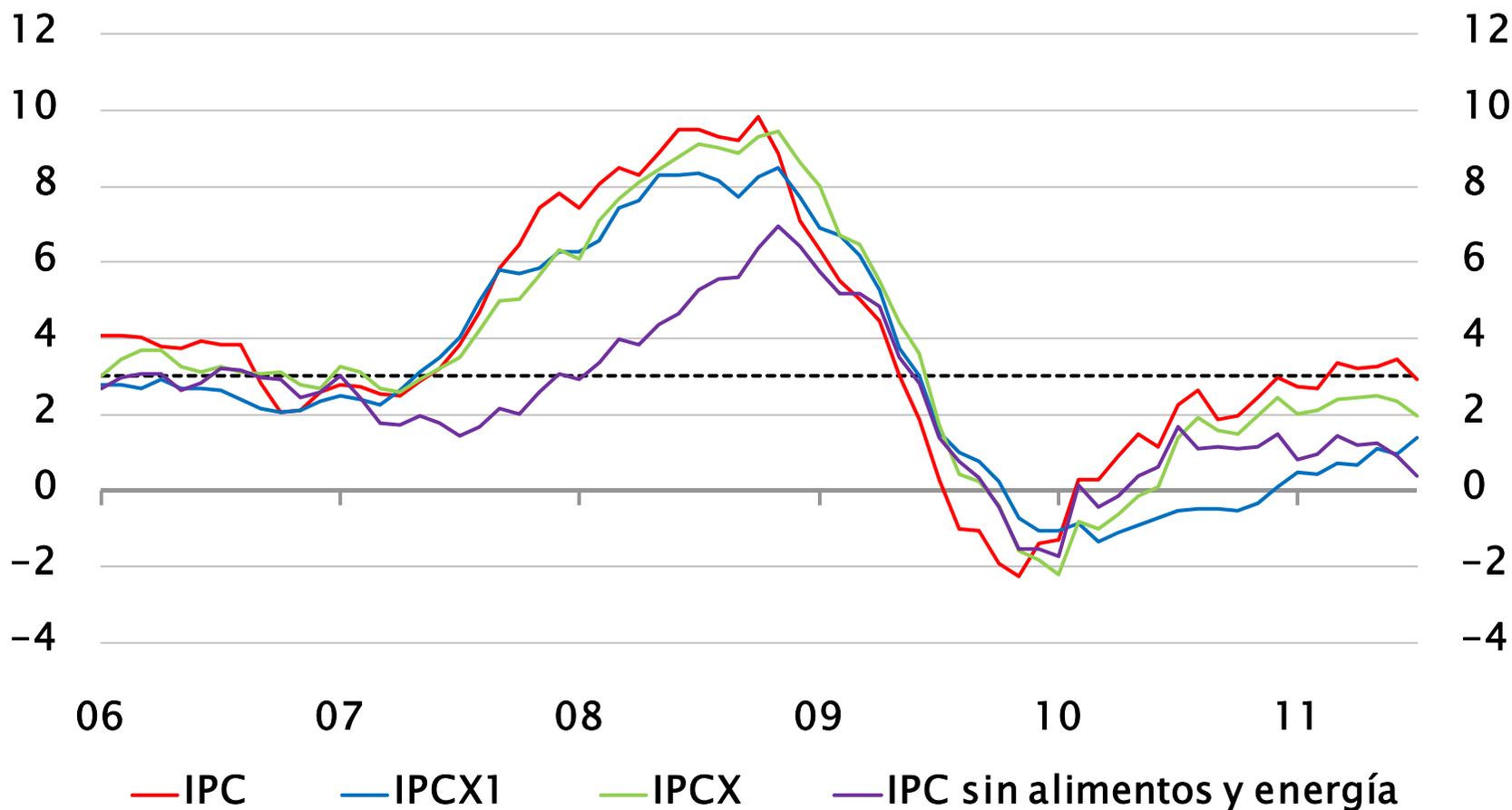
- La principal novedad viene del escenario externo, al concretarse algunos de los riesgos contemplados en junio. El aumento de las dudas acerca de la situación financiera pública y privada en la Eurozona y Estados Unidos y las menores perspectivas de crecimiento en las economías desarrolladas llevaron a un nuevo episodio de estrés financiero a comienzos de agosto.
- En Chile, la turbulencia externa se ha reflejado en algunas variables de los mercados financieros, en particular en el accionario y de renta fija. Los mercados monetarios e interbancarios han operado con normalidad y las condiciones de liquidez en dólares y pesos no han sido afectadas.
- En este contexto, el Consejo mantuvo la TPM en 5,25% en las reuniones de julio y agosto y eliminó el sesgo restrictivo.



La inflación anual total ha oscilado en torno a 3%, mientras las medidas subyacentes siguen contenidas. Los temores que surgieron a inicios de año fueron aplacados por las decisiones de política monetaria y los cambios en el escenario macroeconómico.

Indicadores de inflación

(variación anual, porcentaje)

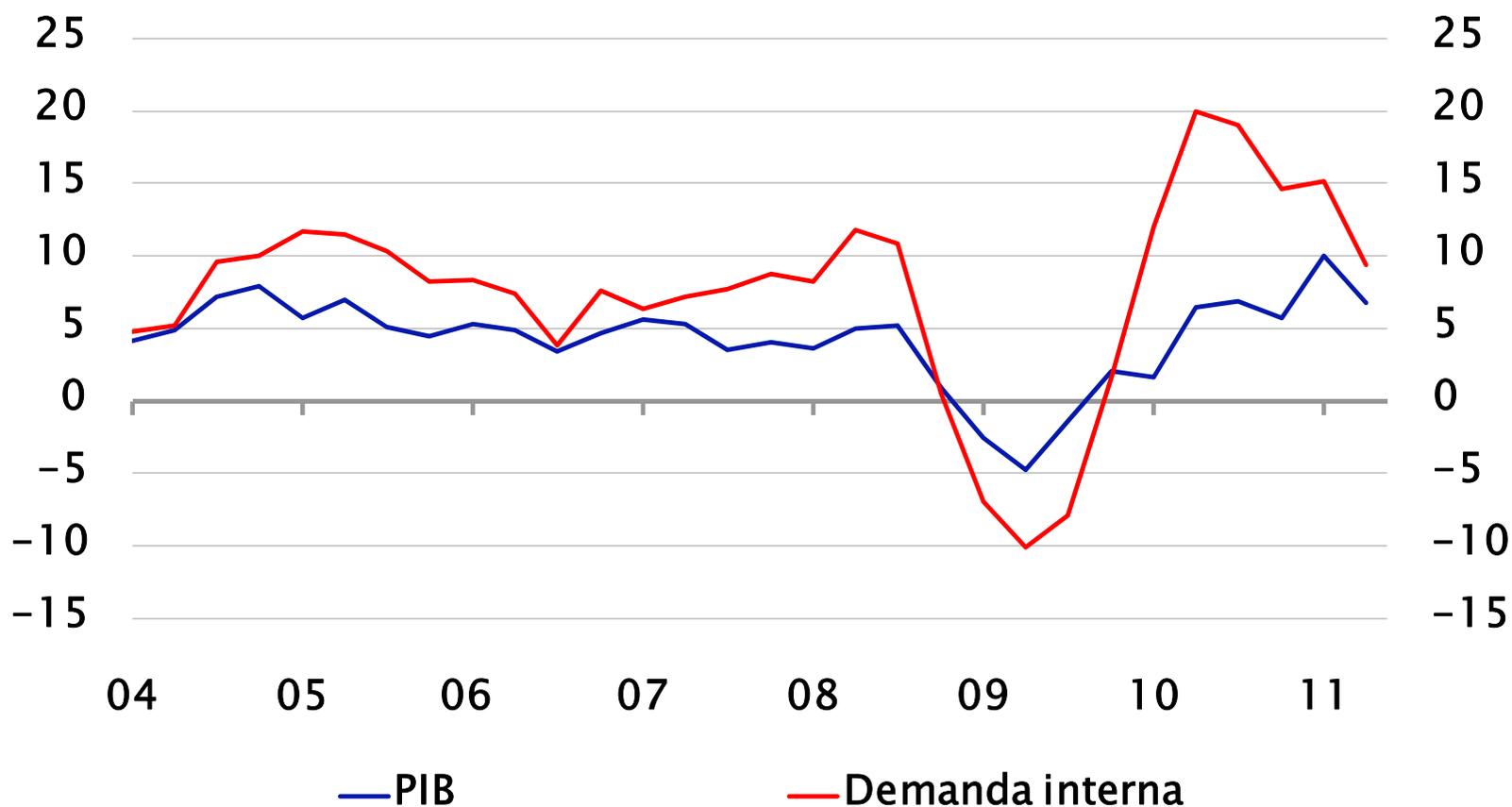




En Chile, aunque la actividad y la demanda se moderaron en el segundo trimestre, la economía siguió creciendo a tasas trimestrales algo por sobre su tendencia.

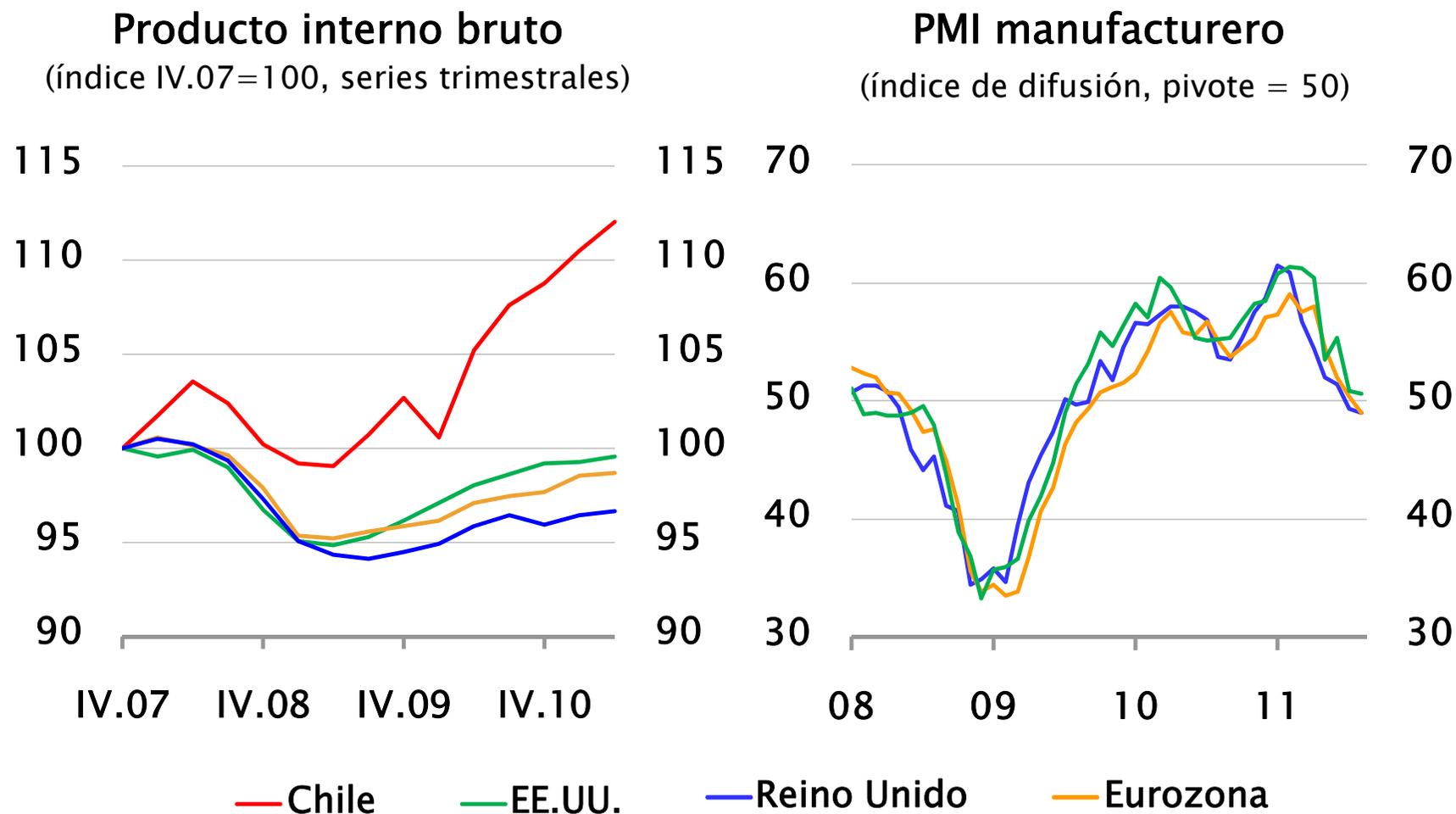
Producto interno bruto y demanda interna

(variación anual, porcentaje)





La preocupación por la recuperación de las economías desarrolladas se ha ido acentuando, ante la debilidad de las cifras de actividad del primer semestre y los indicadores para el trimestre en curso.

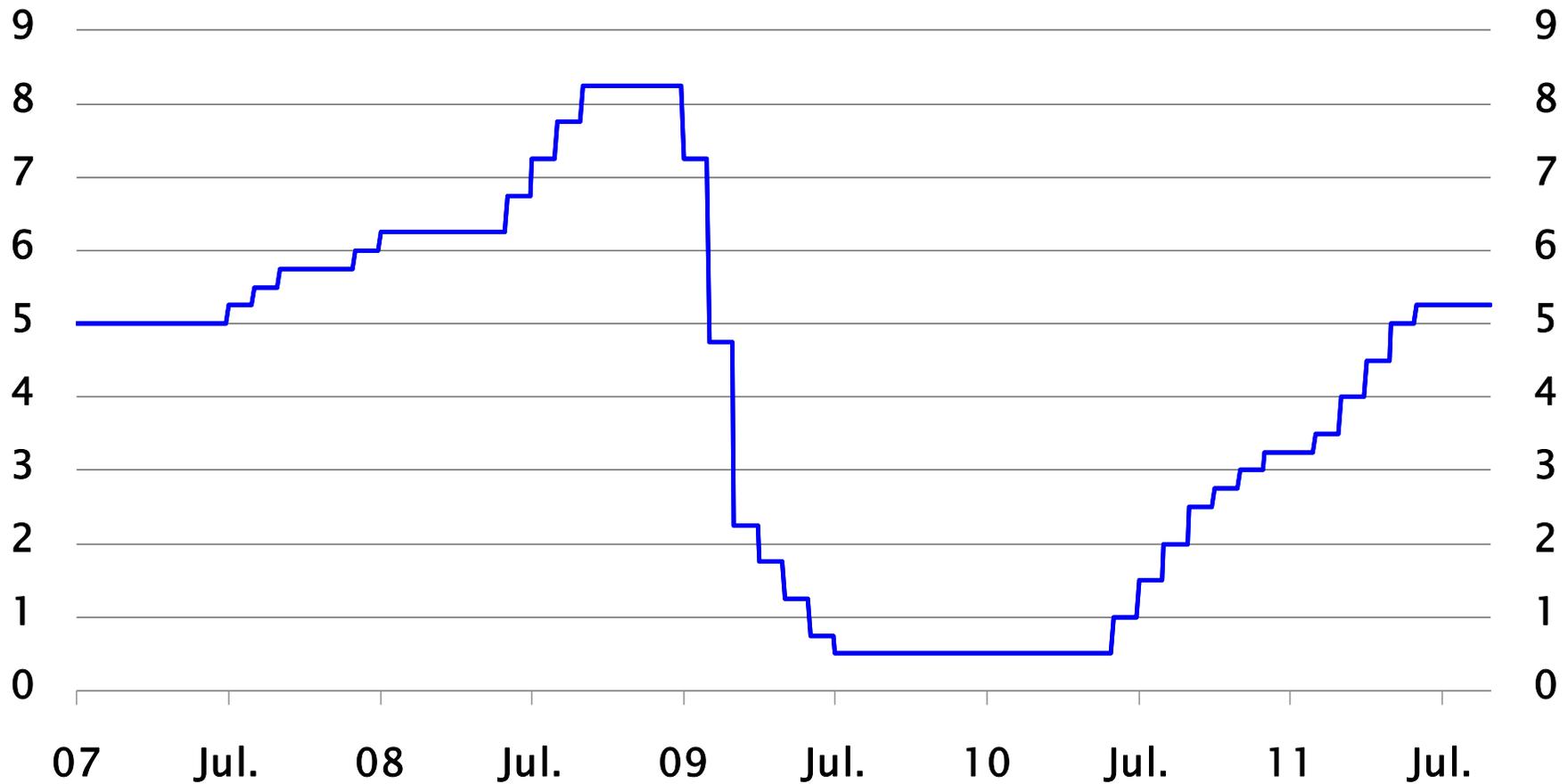


Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.



La TPM ha alcanzado rangos considerados normales. En la reunión de agosto se retiró el sesgo restrictivo que se había señalado en las reuniones anteriores.

Tasa de Política Monetaria
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.



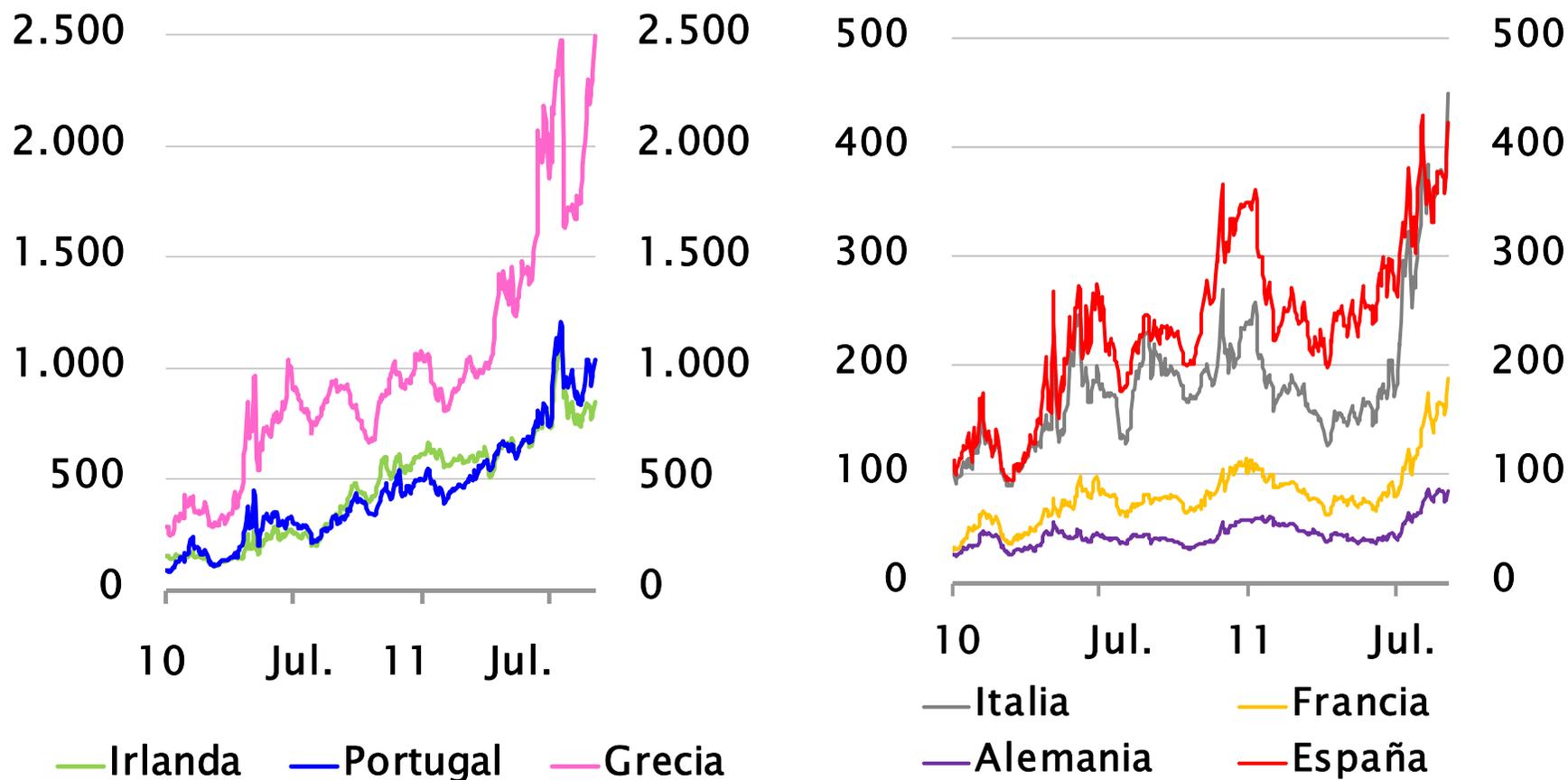
Escenario macroeconómico



La preocupación por el contagio de los problemas de deuda hacia economías del centro de Europa se ha reflejado en importantes alzas de premios soberanos y de algunos bancos.

Premios por riesgo soberano (*)

(puntos base)



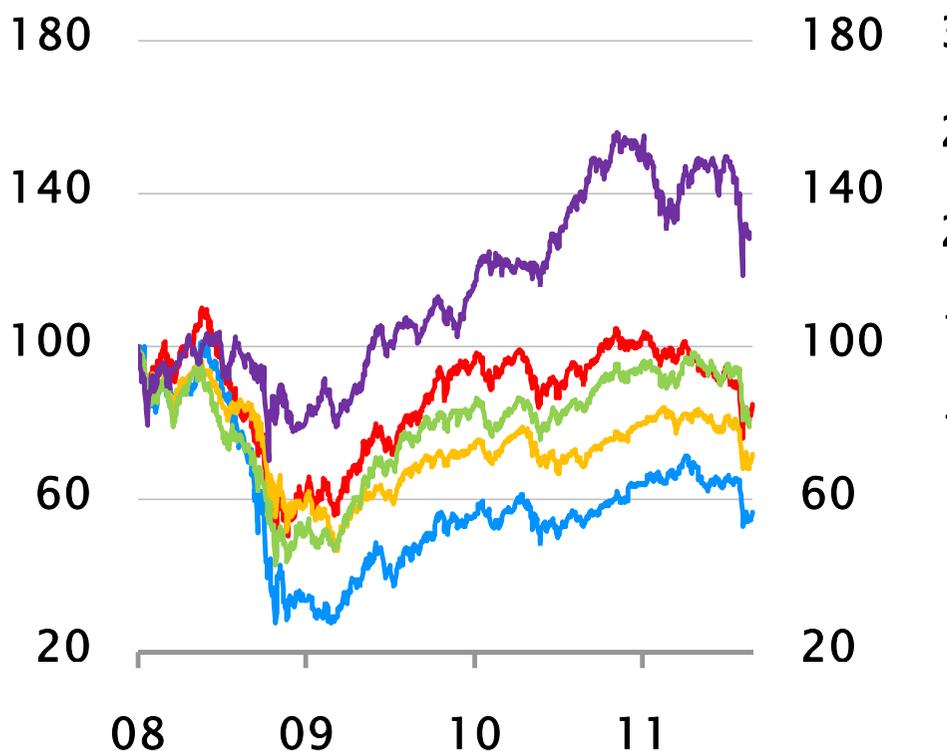
(*) Medidos a través de los premios *CDS* a 5 años.
Fuente: Bloomberg.



El aumento de la incertidumbre financiera ha generado cambios relevantes de los precios de activos, destacando la significativa caída de las bolsas y del precio del cobre y del petróleo. En cambio, activos de refugio de valor, como el oro, muestran alzas importantes.

Bolsas mundiales (*)

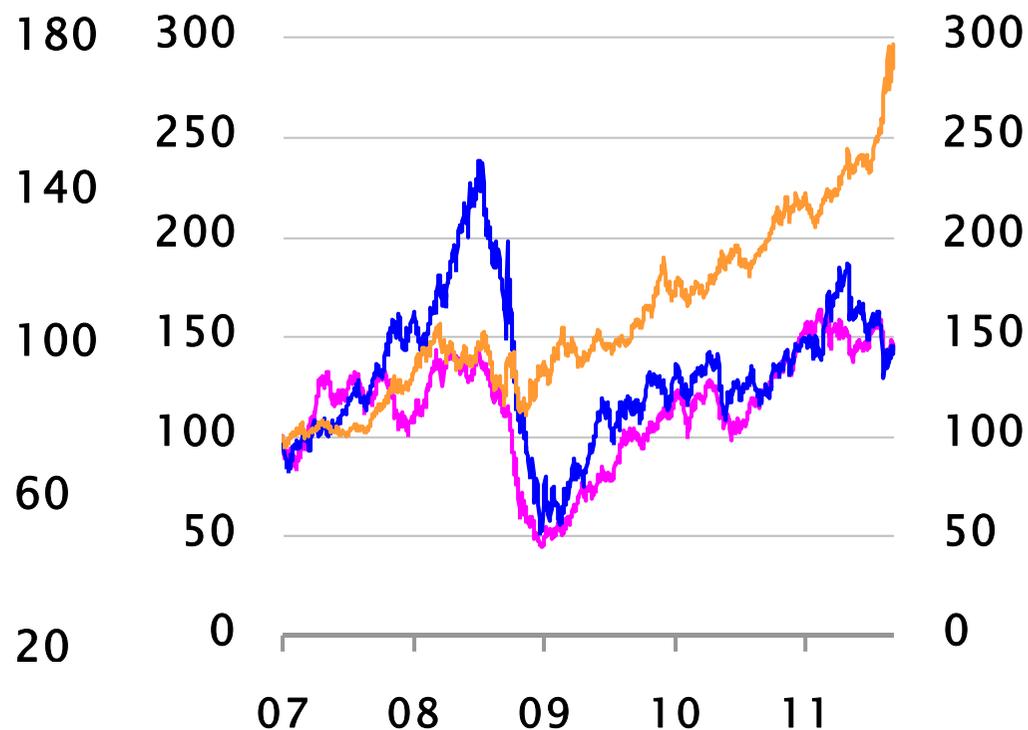
(índice 02/01/2008=100)



- América Latina
- Europa emergente
- Mercados desarrollados
- Asia emergente
- Chile

Precios de materias primas

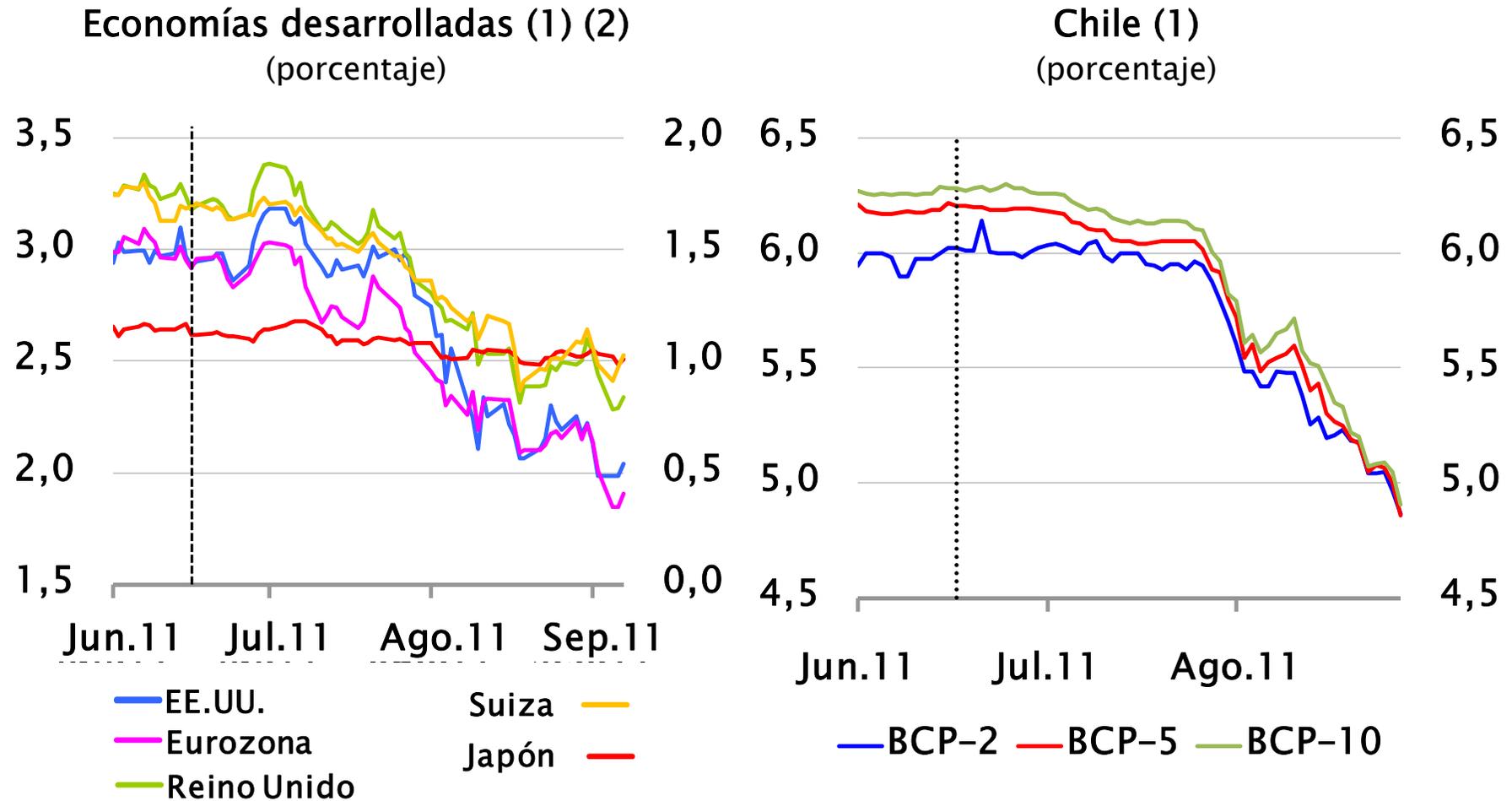
(índice 02/01/2007=100)



- Cobre
- Petróleo WTI
- Oro



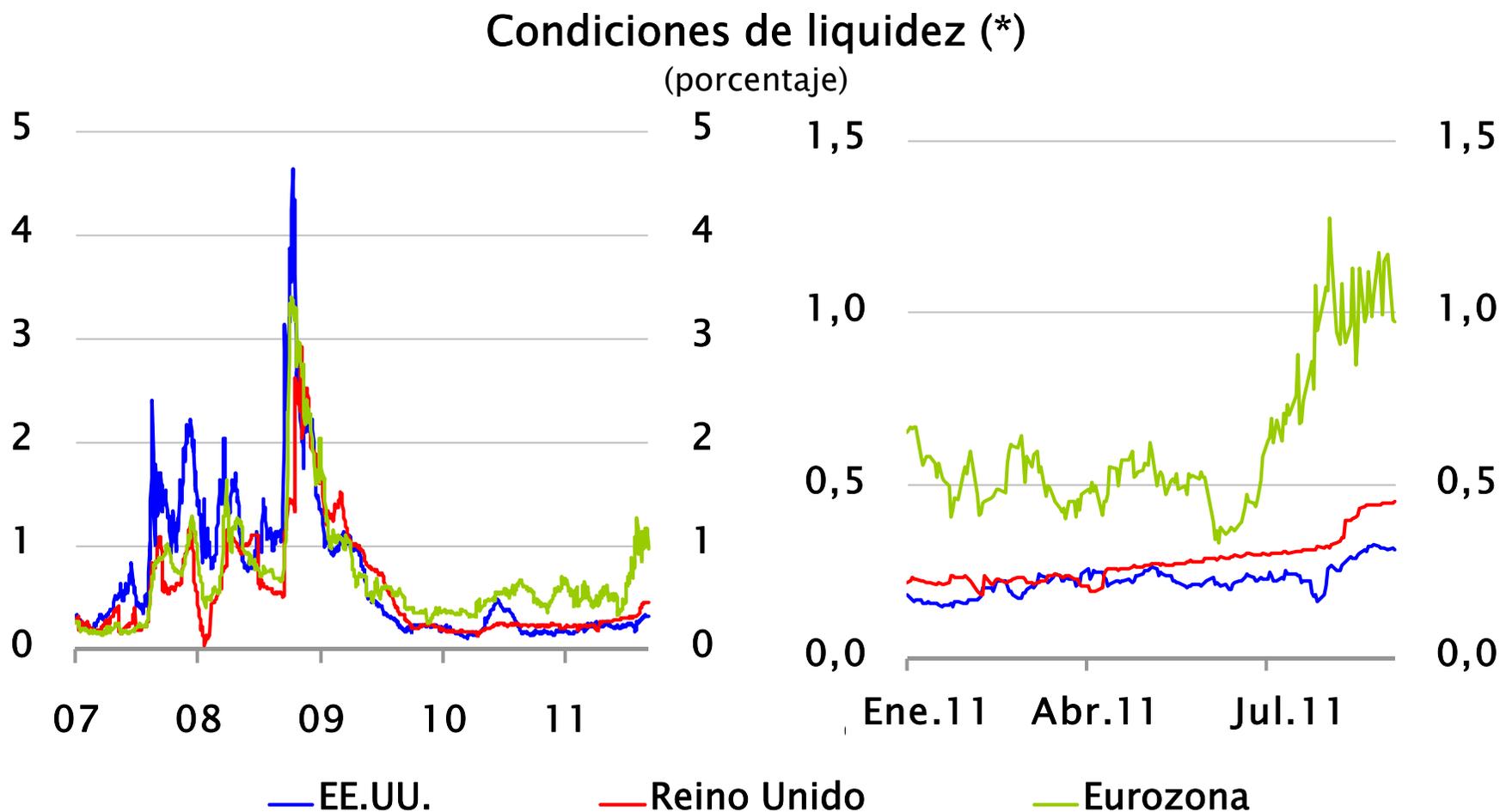
Asimismo, las tasas de interés de largo plazo han caído en varias economías desarrolladas que sirven como refugio de valor, comportamiento que también han seguido en Chile.



(1) Línea vertical punteada corresponde a la fecha de publicación del IPoM junio 2011.(2) Corresponde a las tasas de interés de los bonos de gobierno a 10 años.
Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.



Las condiciones de liquidez en los mercados monetarios, en particular en Europa, se han estrechado.



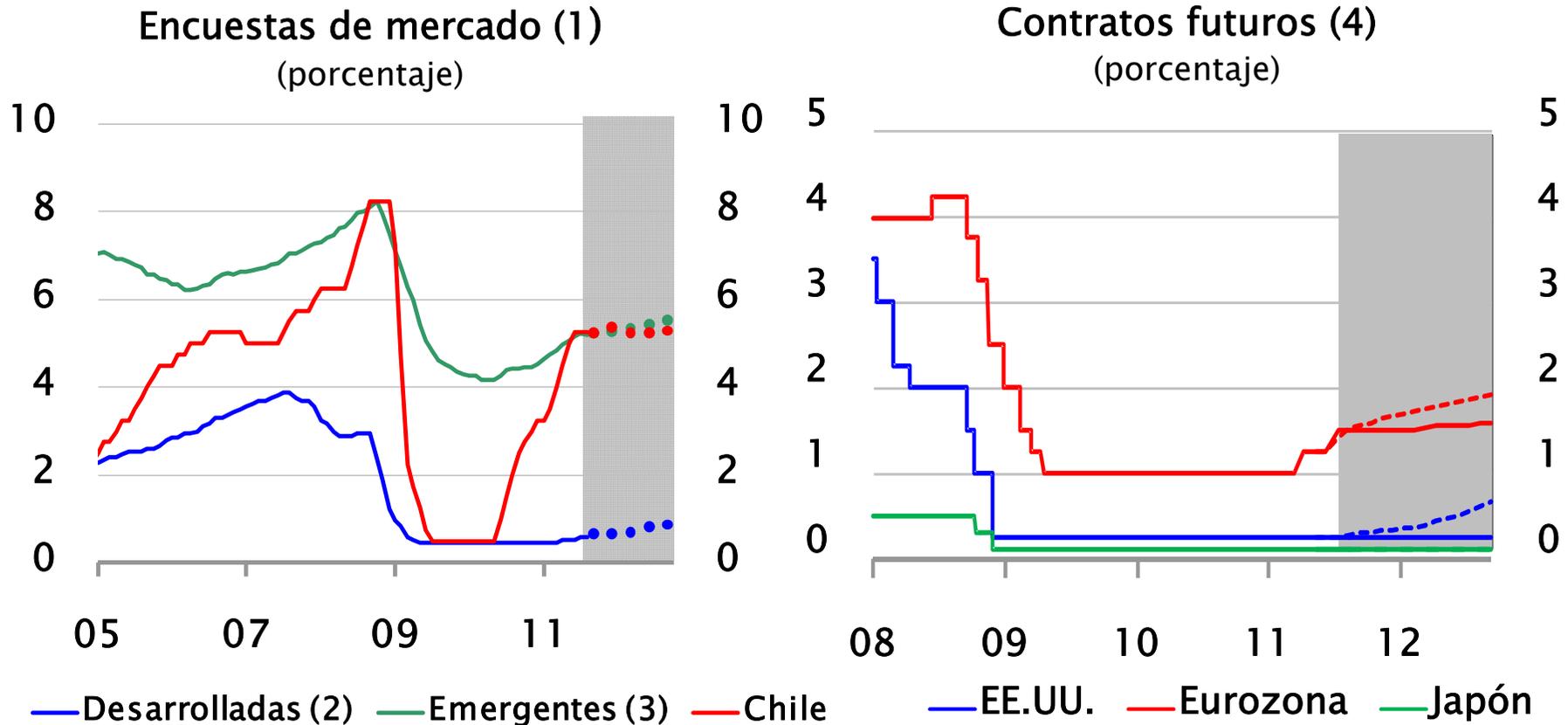
(*) Corresponde a la diferencia entre la tasa Libo a 3 meses y el bono del tesoro al mismo plazo. Para la Eurozona corresponde a la diferencia entre la tasa Euribo de 3 meses y el bono del tesoro de Alemania al mismo plazo.

Fuente: Bloomberg.



Ante este escenario de mayor debilidad global, varias economías emergentes han interrumpido su ciclo de alza y 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.

Expectativas de TPM

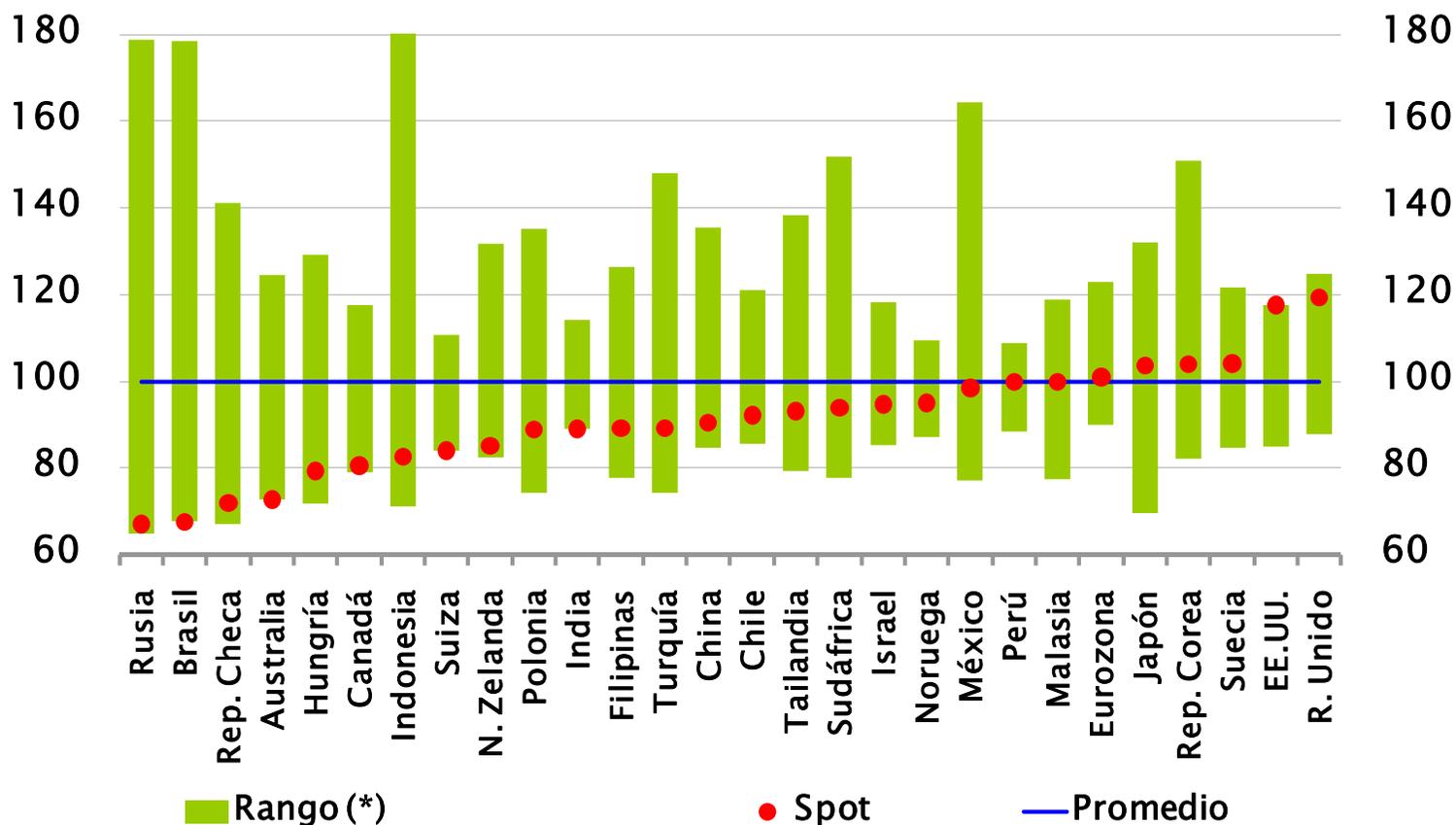


(1) Promedio simple de las tasas de política monetaria de cada grupo de países. Área gris, a partir de septiembre 2011, corresponde a expectativas de mercado de la encuesta Bloomberg. Para Chile, se considera el promedio de la interpolación lineal entre la EEE de agosto y la EOF de la segunda quincena de agosto. (2) Incluye Estados Unidos, Eurozona, Japón y Reino Unido. (3) Incluye Brasil, China, Colombia, Hungría, México, Perú, Polonia, Rep. Checa, Rep. Corea y Sudáfrica. (4) Área gris indica la trayectoria implícita en los contratos futuros. Línea punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio del 2011. Fuentes: Banco Central de Chile, bancos centrales de los respectivos países y Bloomberg.



Siguen las presiones sobre los tipos de cambio y las cuentas externas de las economías emergentes, por el necesario ajuste que deben realizar las desarrolladas. En el último año, las paridades respecto del dólar han alcanzado la mayor apreciación de la última década.

Tipo de cambio real en el mundo
(índice promedio julio 1994 – julio 2011=100)

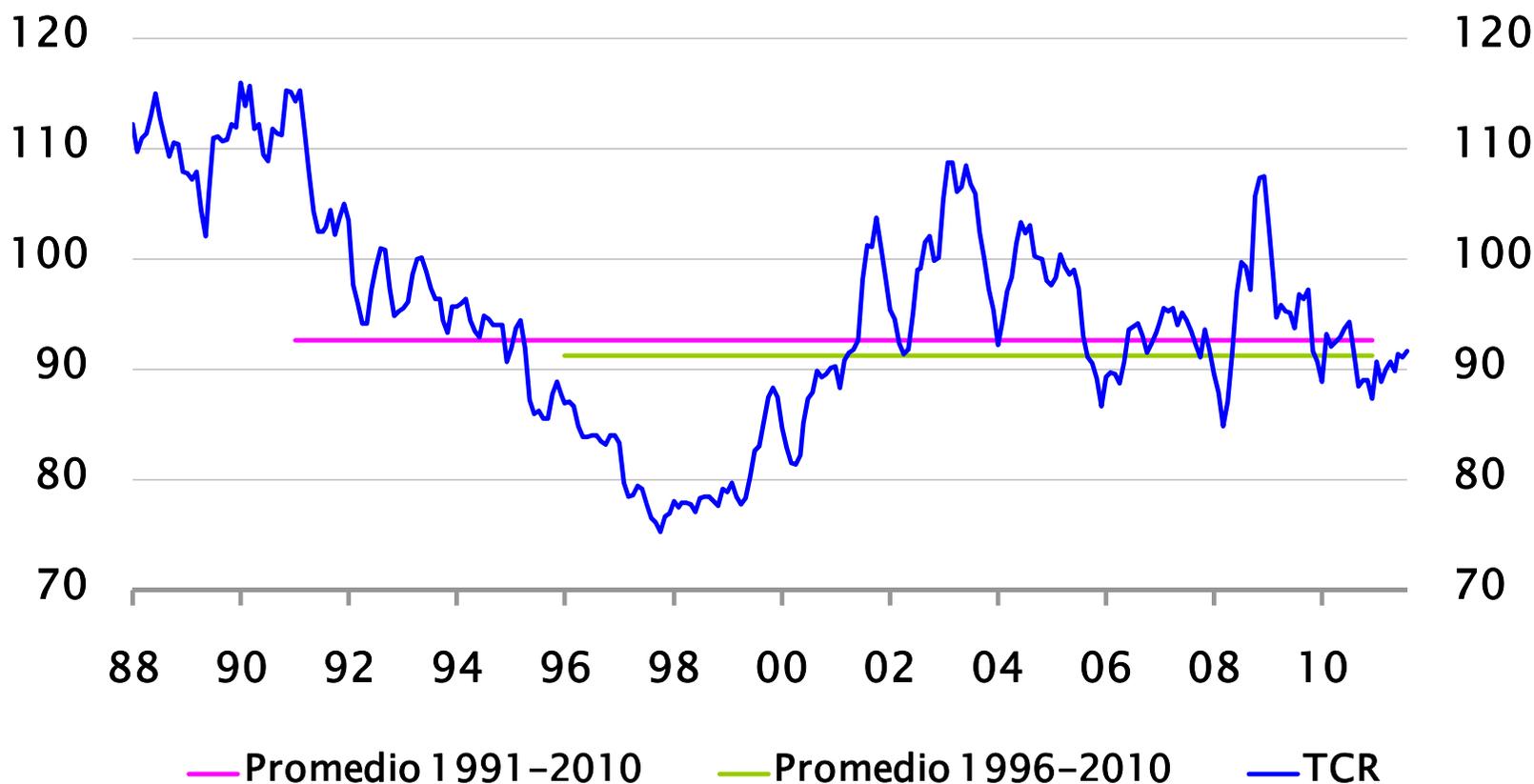


(*) El rango indica los valores máximos y mínimos que mostró la moneda local durante el período señalado. La escala fue ajustada para Indonesia a 180. El valor máximo que alcanzó el índice para este país fue de 225. Fuentes: Banco Central de Chile y Banco de Pagos Internacionales (BIS).



El tipo de cambio real está en torno a su promedio de los últimos 15 a 20 años. Su nivel ha aumentado tras el anuncio de intervención de comienzos de año.

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

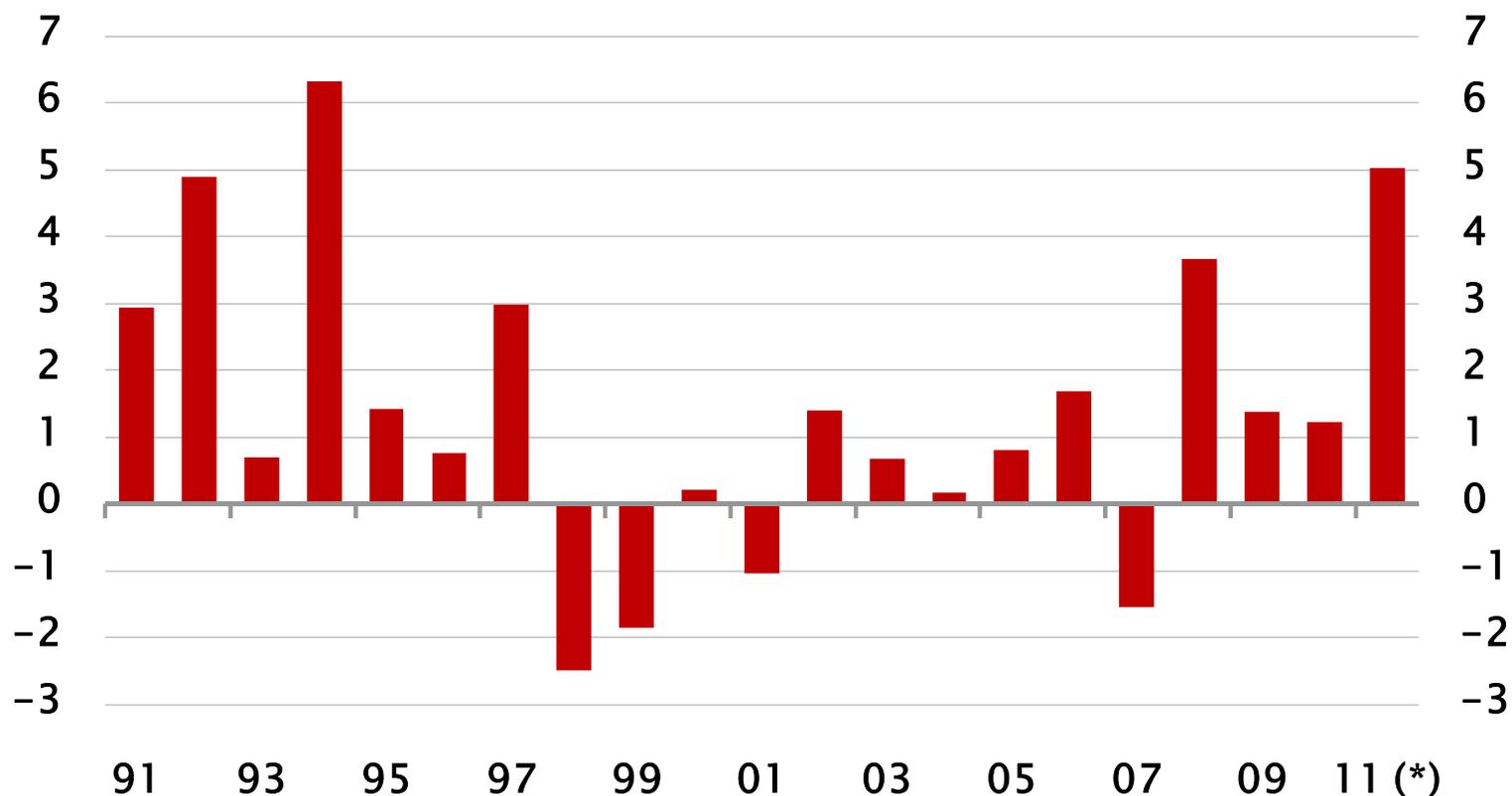


(*) Preliminar para agosto del 2011.
Fuente: Banco Central de Chile.



El programa de acumulación de reservas, por 12 mil millones de dólares, será completado durante este año. Esto equivale a una acumulación de reservas del orden de 5 puntos del PIB, la mayor desde la primera mitad de los noventa.

Cambio de las reservas internacionales del Banco Central de Chile (porcentaje del PIB)

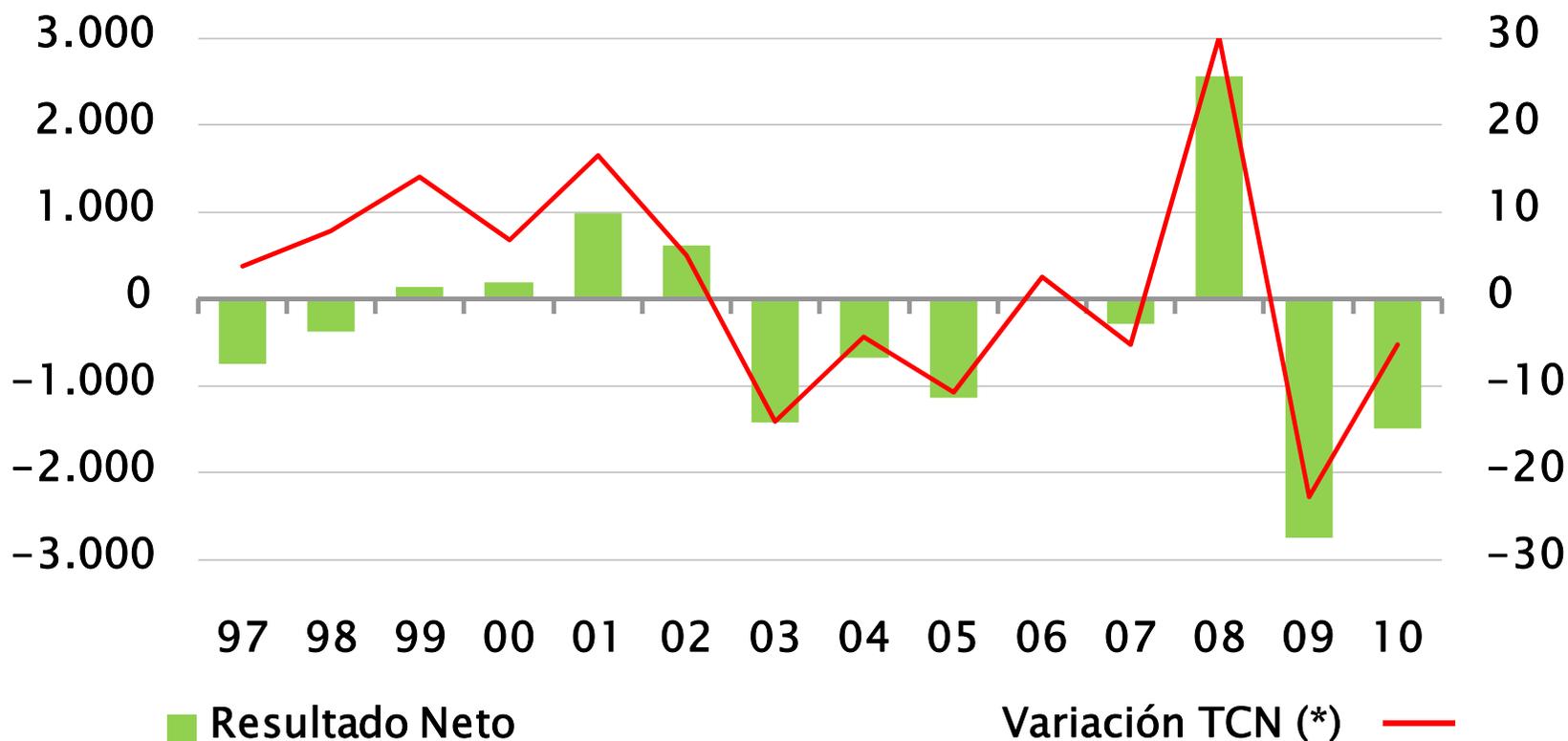


(*) Las reservas consideran la compra de los US\$12.000 millones que se anunció en enero de este año. Para el PIB se utilizan las proyecciones de crecimiento y de inflación estimadas en el IPoM de septiembre. Fuente: Banco Central de Chile.



Los movimientos del peso generan una volatilidad significativa de nuestros resultados contables. En años de bonanza, el peso tiende a apreciarse, lo que genera pérdidas contables por efectos de revalorización de las reservas. Pero en episodios de desaceleración global y mayor estrés financiero, con una depreciación del peso, se generan ganancias en el patrimonio contable.

Balance del Banco Central
(miles de millones de pesos; porcentaje)



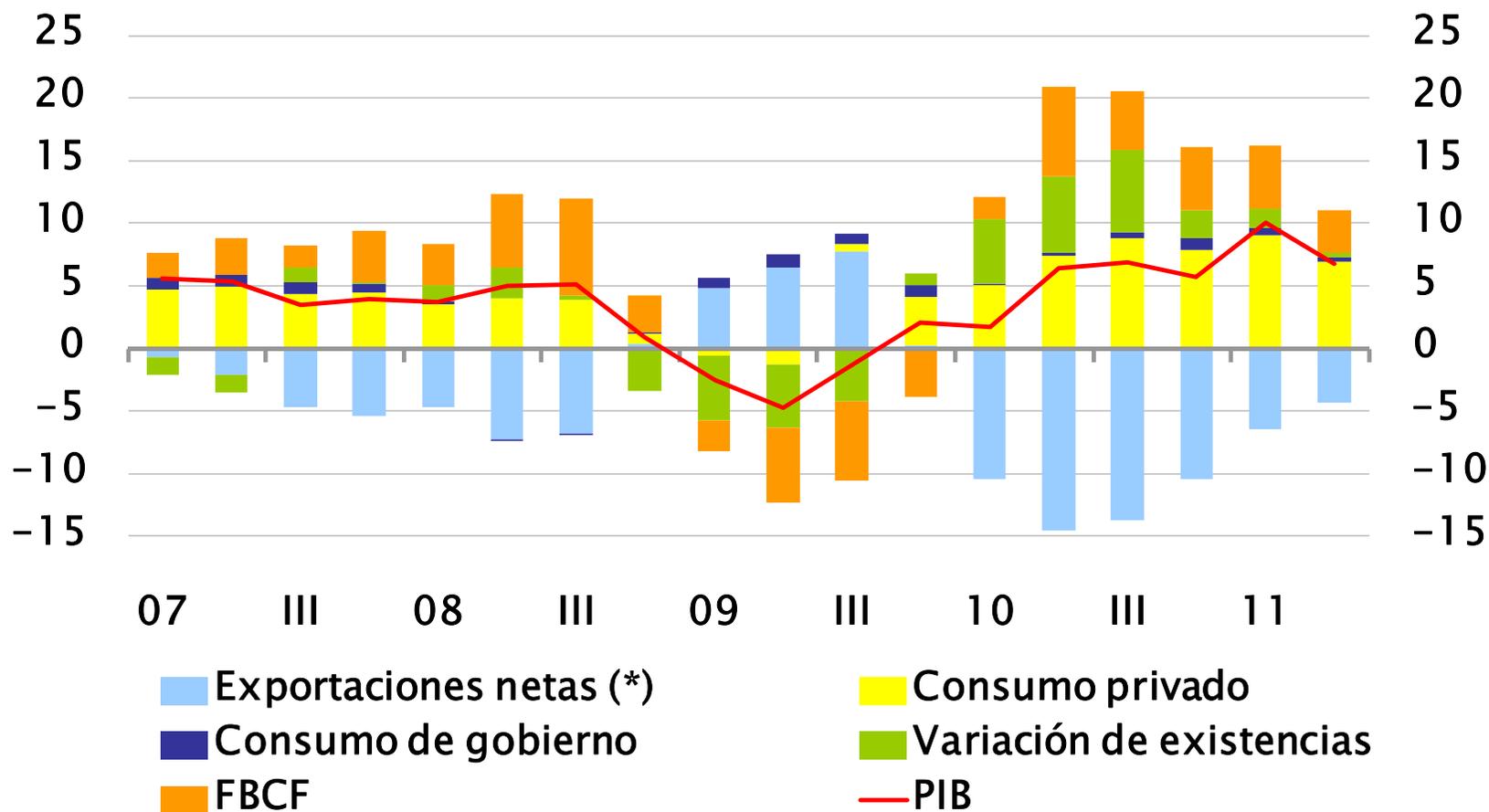
(*) Corresponde a la variación anual del tipo de cambio a diciembre de cada año.
Fuente: Banco Central de Chile.



El dinamismo de la actividad y la demanda interna continuó moderándose en el segundo trimestre del 2011, aunque algo menos que lo previsto en junio.

Contribución al crecimiento anual del PIB

(variación real anual, puntos porcentuales)



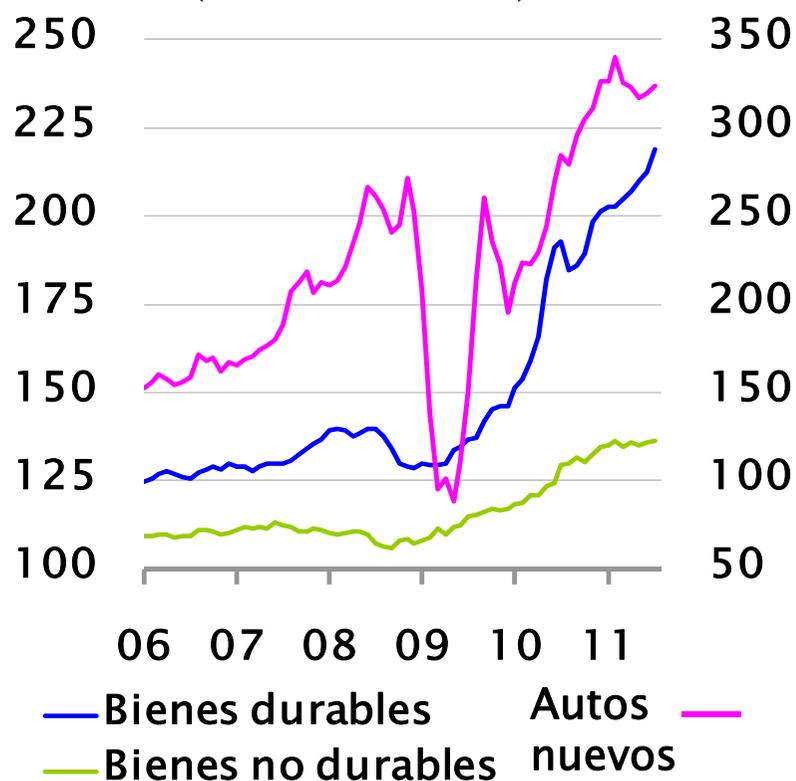
(*) Exportaciones de bienes y servicios menos importaciones de bienes y servicios.
Fuente: Banco Central de Chile.



Indicadores parciales del tercer cuarto sugieren que esta moderación ha continuado. Si bien las ventas de bienes durables siguen aumentando, la evolución de indicadores parciales de sus importaciones sugiere que las ventas podrían desacelerarse en adelante.

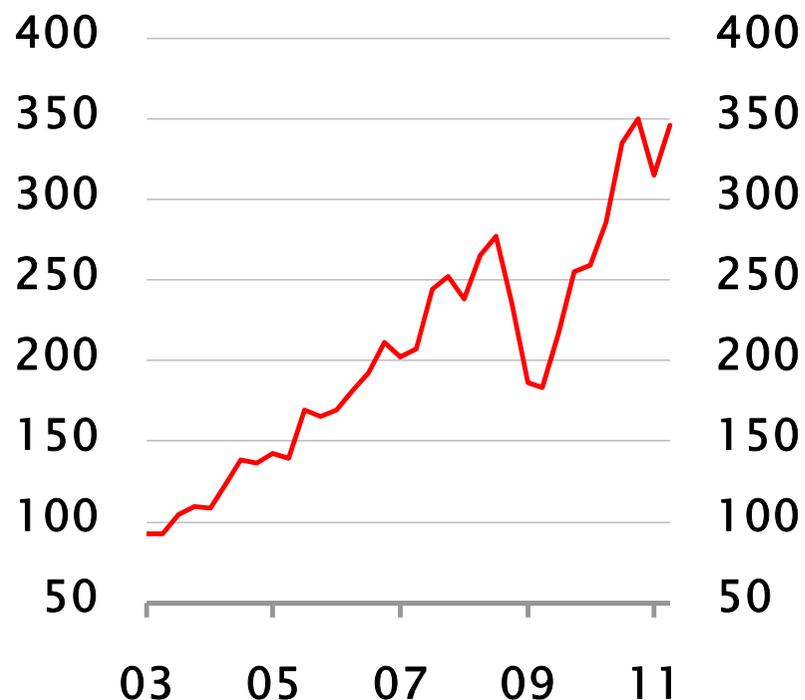
Ventas del comercio minorista y de autos nuevos (*)

(índice 2003=100)



Importaciones de bienes de consumo

(índice de cantidad, 2003=100)



(*) Ventidas en el trimestre móvil. Series desestacionalizadas.

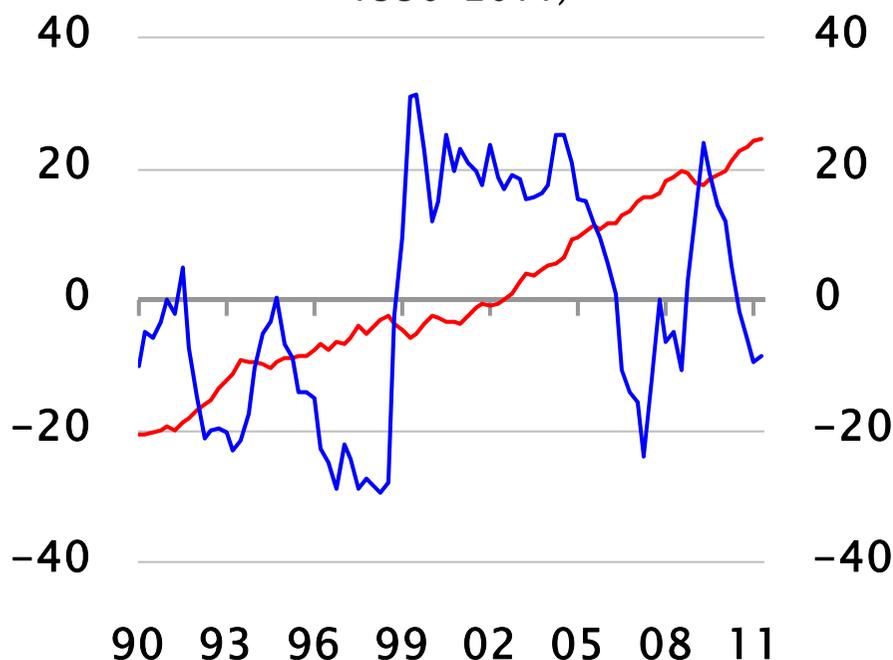
Fuentes: Asociación Nacional Automotriz de Chile, Banco Central de Chile y Cámara Nacional de Comercio.



Ello, apoyado por un mercado laboral que siguió dando muestras de estrechez y condiciones financieras que se mantuvieron favorables, con un crédito cuya tasa de expansión anual iba en aumento.

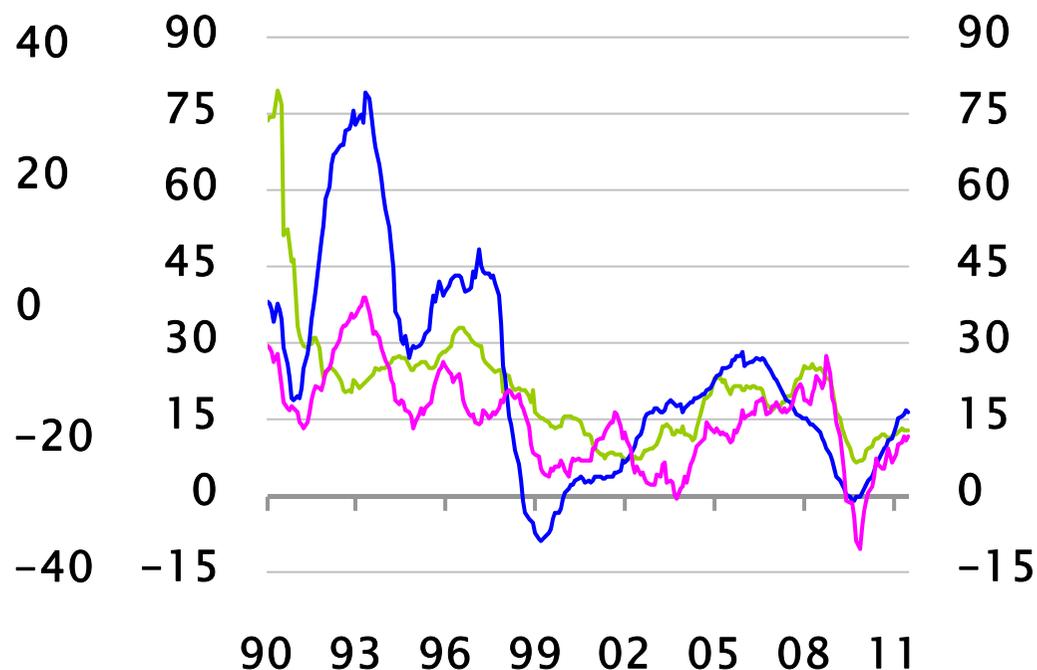
Empleo y desempleo (1)

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



Colocaciones nominales (2)

(variación anual, porcentaje)



— Empleo

— Desempleo

— Vivienda

— Consumo

— Empresas (3)

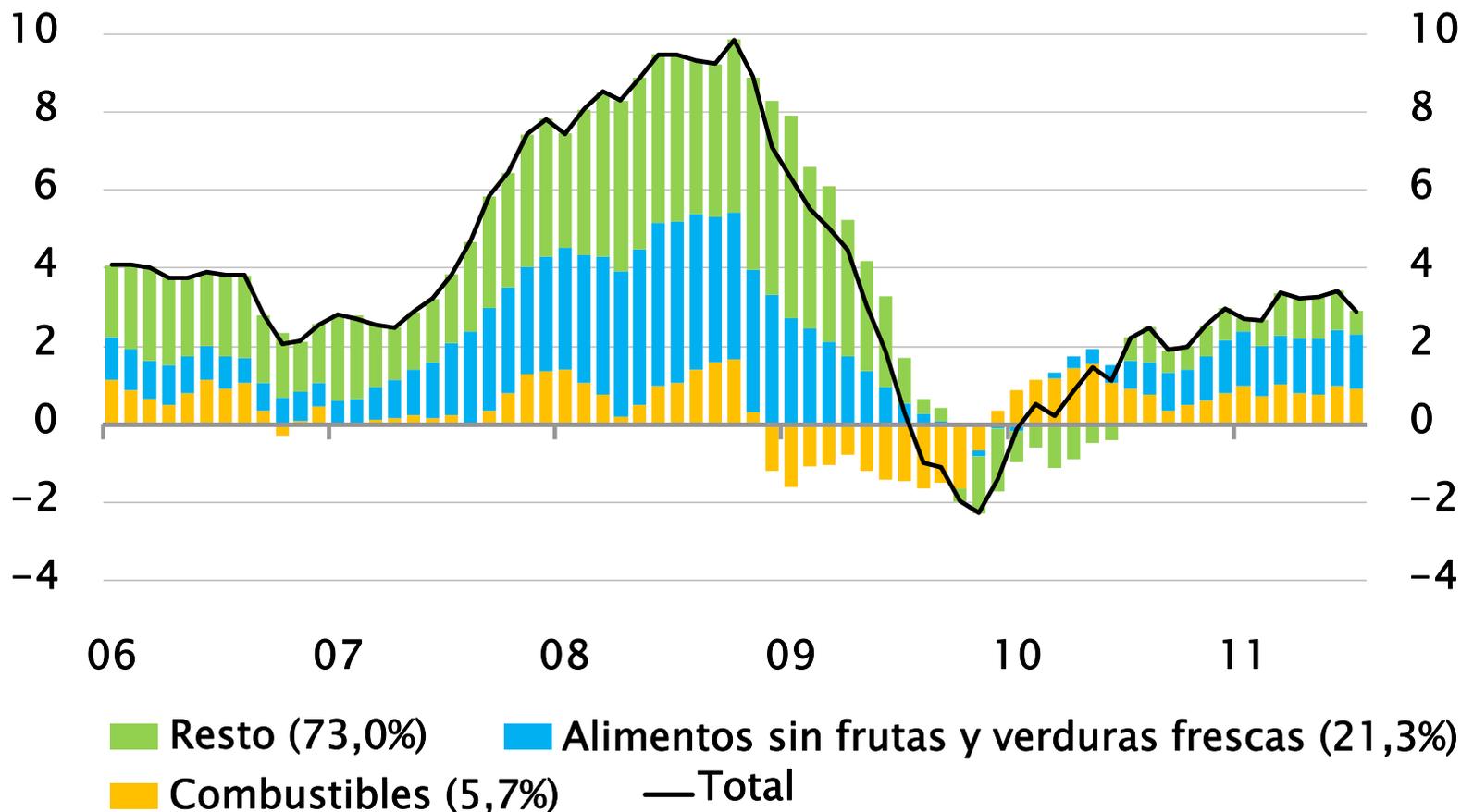
(1) Series desestacionalizadas. (2) Cifra preliminar a julio del 2011. (3) Corresponden a la suma de los créditos comerciales y de comercio exterior. Fuentes: Banco Central de Chile, Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras y Ricaurte, M. 2011. "Indicadores de Mercado Laboral para la Comparación de las Crisis Asiática y Financiera Internacional". Documento preliminar. Banco Central de Chile. Junio.



El panorama inflacionario se ha seguido caracterizando por un acotado traspaso de los precios de los alimentos al mercado local. Asimismo, la propagación de estos aumentos y de los combustibles ha ido acorde con lo previsto.

Incidencias en la inflación anual IPC (*)

(puntos porcentuales)



(*) Entre paréntesis participaciones en la canasta del IPC.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



Perspectivas



La proyección de crecimiento mundial en el escenario base se corrige a la baja. Esta proyección es inferior a la de consenso, que probablemente no refleja completamente el impacto de las turbulencias financieras actuales. El mayor cambio corresponde a Estados Unidos.

Escenario internacional

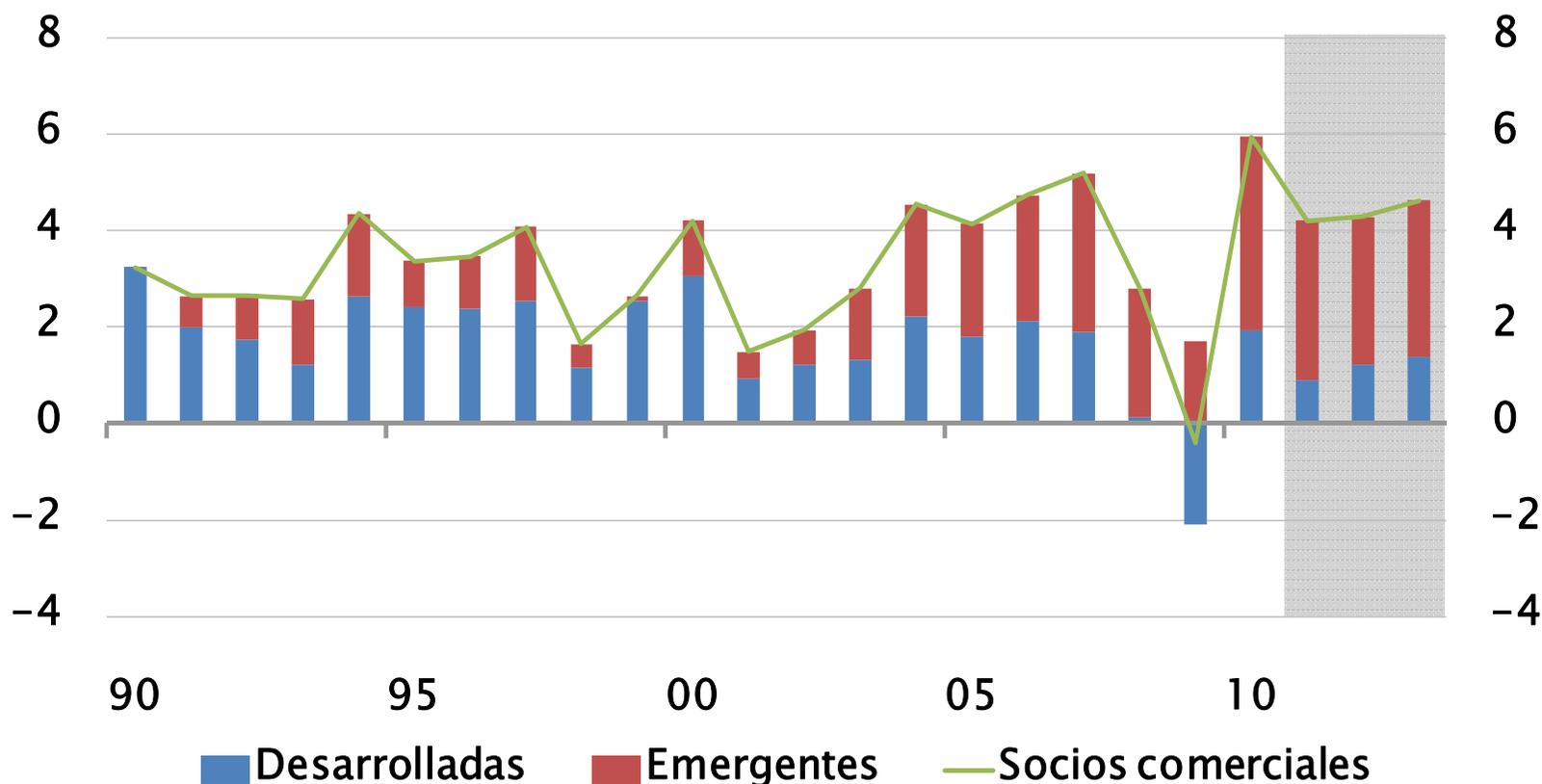
(variación anual, porcentaje)

	Promedio 00-07	2009	2010 (e)	2011 (f)		2012 (f)		2013 (f)	
				IPoM Jun. 11	IPoM Sep. 11	IPoM Jun. 11	IPoM Sep. 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	



El menor desempeño global tendrá un impacto negativo en la actividad de los socios comerciales de Chile. No obstante, su crecimiento seguirá siendo superior al promedio del período 2000–2007, por la mayor incidencia de las economías emergentes.

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.



En este escenario de menor impulso externo, se estima que la economía chilena crecerá entre 6,25 y 6,75% este año. El mayor impacto del cambio en el escenario externo será visible en el 2012, en que se prevé que el PIB crecerá entre 4,25 y 5,25%.

Crecimiento económico y cuenta corriente

(variación anual, porcentaje)

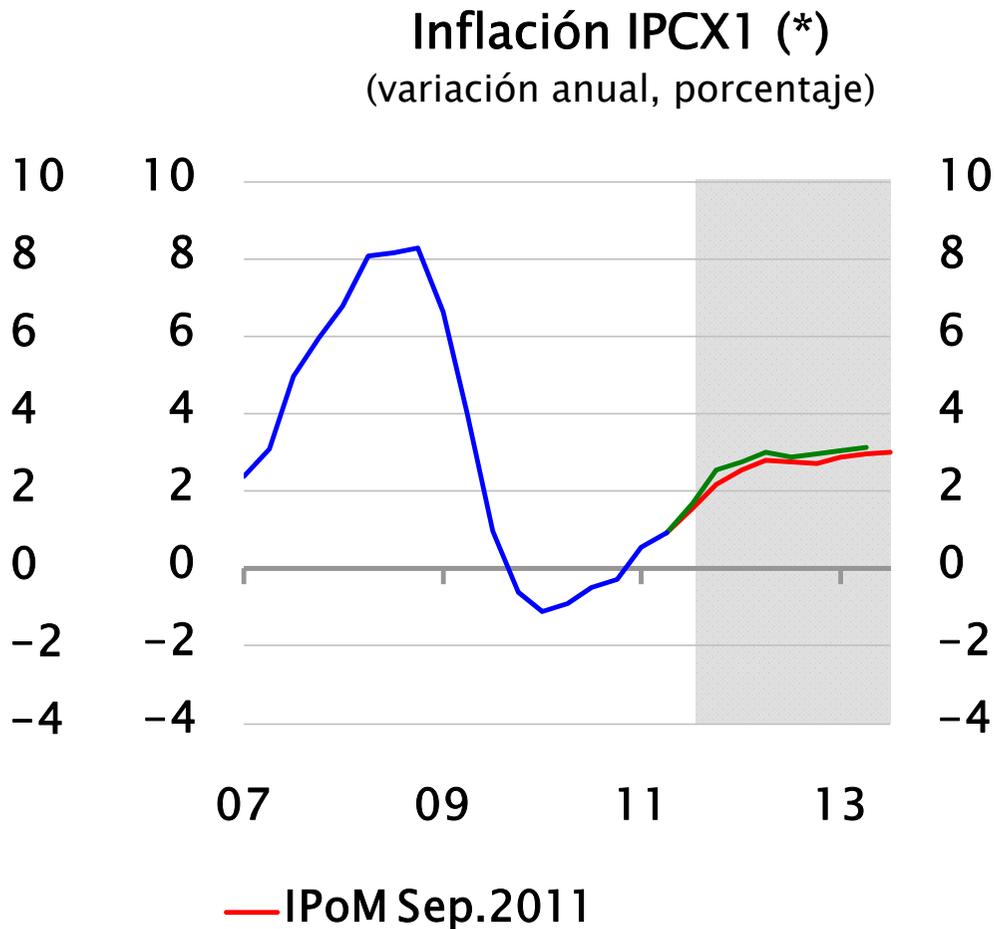
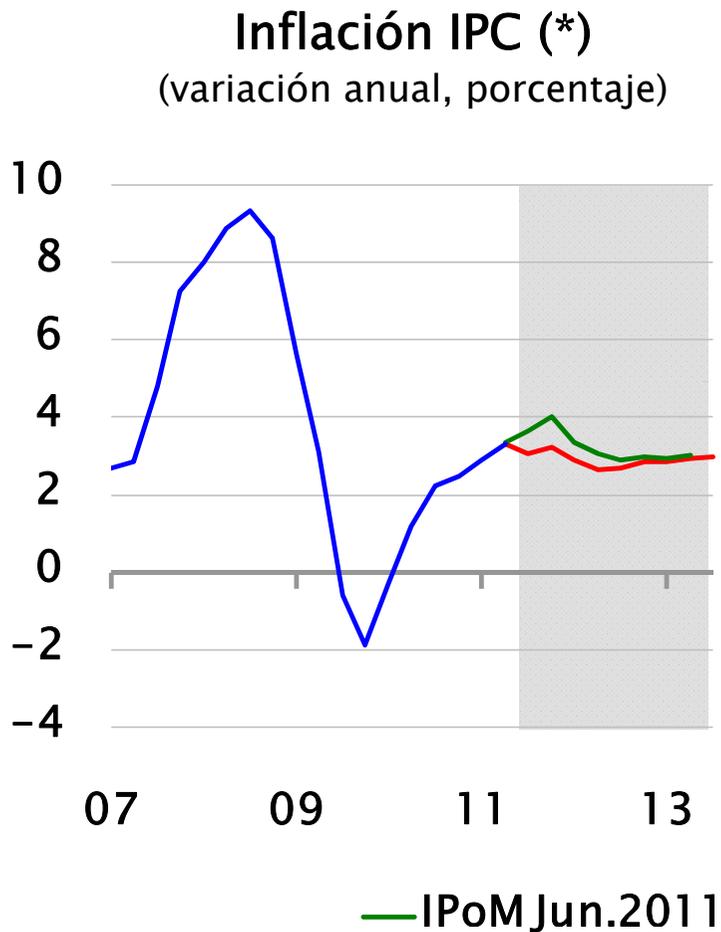
	2009	2010	2011 (f)	2012 (f)
PIB	-1,7	5,2	6,25-6,75	4,25-5,25
Demanda interna	-5,9	16,4	9,1	4,5
Demanda interna (sin var. existencias)	-2,9	11,5	9,7	5,4
Formación bruta de capital fijo	-15,9	18,8	14,4	7,1
Consumo total	1,9	9,3	8,2	4,9
Exportaciones de bienes y servicios	-6,4	1,9	6,5	5,0
Importaciones de bienes y servicios	-14,6	29,5	12,0	4,6
Cuenta corriente (% del PIB)	1,6	1,9	-1,0	-2,1

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



La caída reciente del precio internacional de los combustibles tendrá un efecto negativo en la inflación de corto plazo. A fin de año, la inflación anual del IPC es 0,7pp menor que lo previsto anteriormente, de los cuales 0,5pp corresponden a este efecto.

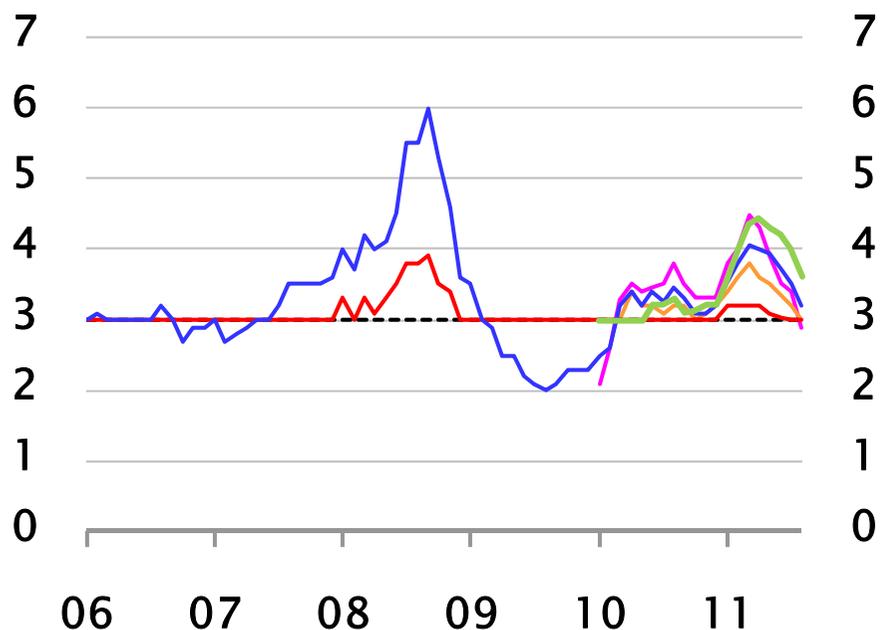




Las expectativas de inflación privadas se han corregido en igual dirección y apuntan a una inflación algo por sobre 3% a fines de año y alineada con la meta en adelante.

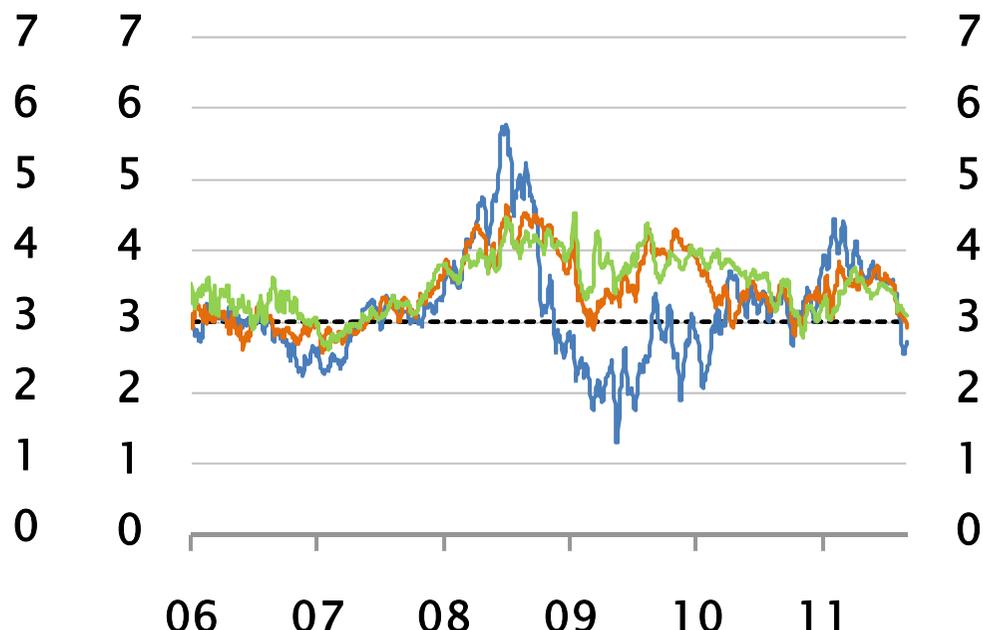
Encuestas EEE y EOF (1)

(variación anual, porcentaje)



Compensación inflacionaria *forward* (2)

(promedio móvil semanal, porcentaje)



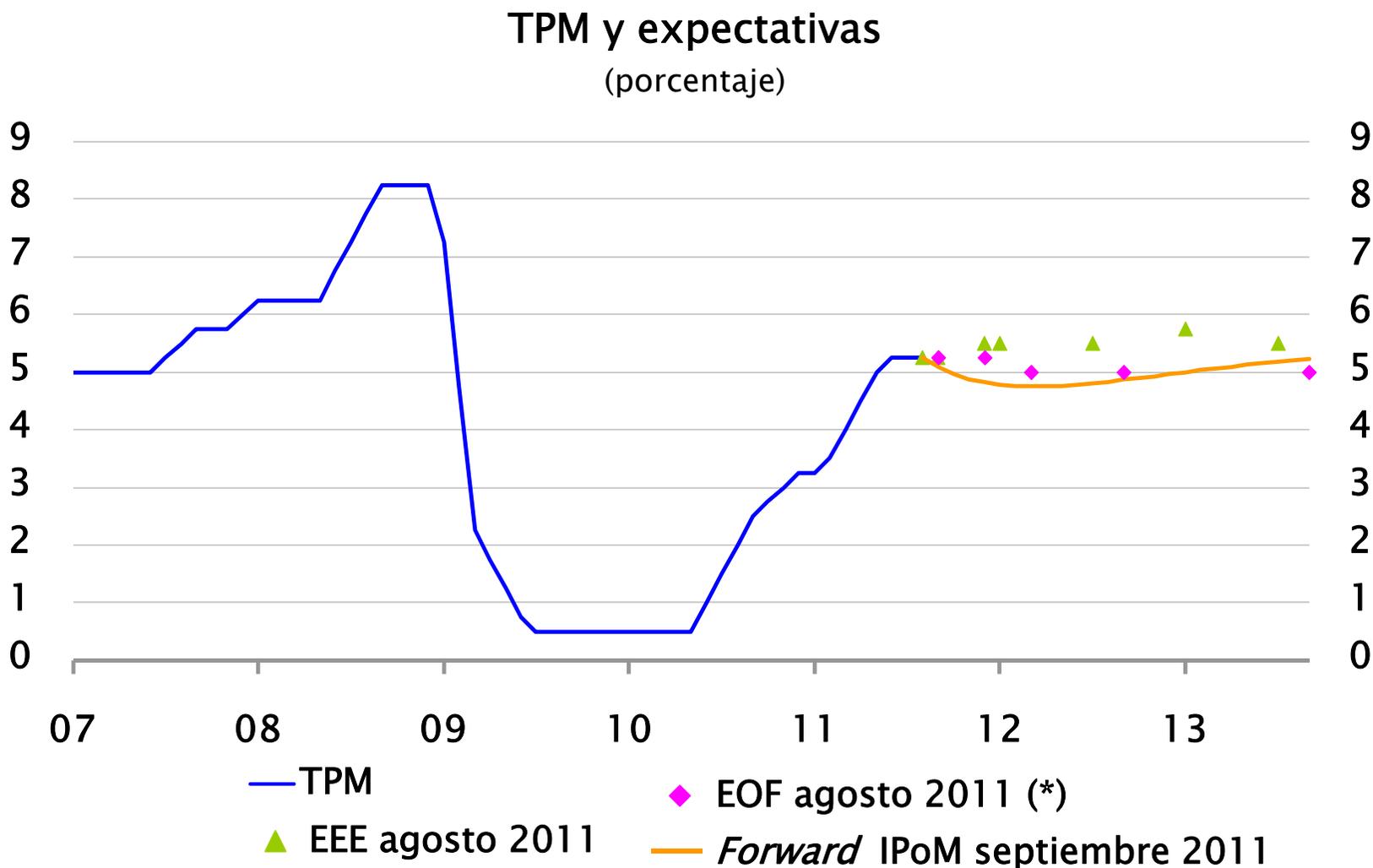
— EOF a un año — EEE a un año
— EOF a dos años — EEE a dos años
— EEE a diciembre 2011

— 1 en 1 — 3 en 2 — 5 en 5

(1) Para la EOF se considera la encuesta de la primera quincena del mes, excepto para agosto 2011 que considera la encuesta de la segunda quincena. (2) Compensación inflacionaria *forward* a partir de tasas *swaps*. Fuente: Banco Central de Chile.



Los cambios en el escenario macroeconómico han llevado a una mayor dispersión de las expectativas privadas. Incluso, ciertas medidas sugieren un descenso en lo inmediato. El escenario base utiliza como supuesto de trabajo que, en el corto plazo, la TPM será similar a su nivel actual.



(*) Corresponde a la encuesta de la segunda quincena del mes.

Fuente: Banco Central de Chile.



El Consejo estima 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.
 - La fortaleza de la recuperación en el mundo desarrollado.
 - 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.



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 reciente, al ser Chile una economía integrada no puede ser inmune a los eventos externos.
- La política monetaria cuenta con las herramientas necesarias para mitigar el eventual impacto de escenarios externos más adversos que lo previsto.
- El Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria con flexibilidad de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.
- Cambios futuros de la TPM dependerán de las implicancias de las condiciones macroeconómicas internas y externas sobre las perspectivas inflacionarias.



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Septiembre 2011

José De Gregorio
Presidente
Banco Central de Chile