



---

# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

## Septiembre 2011

Manuel Marfán  
Banco Central de Chile



# Índice

---

- Introducción
- Escenario macroeconómico internacional y efectos en Chile
- Escenario macroeconómico interno
- Perspectivas
- Conclusiones



# Introducción



La actividad interna continuó moderándose en el segundo trimestre, aunque menos que lo previsto. La inflación ha convergido a la meta del 3%.

---

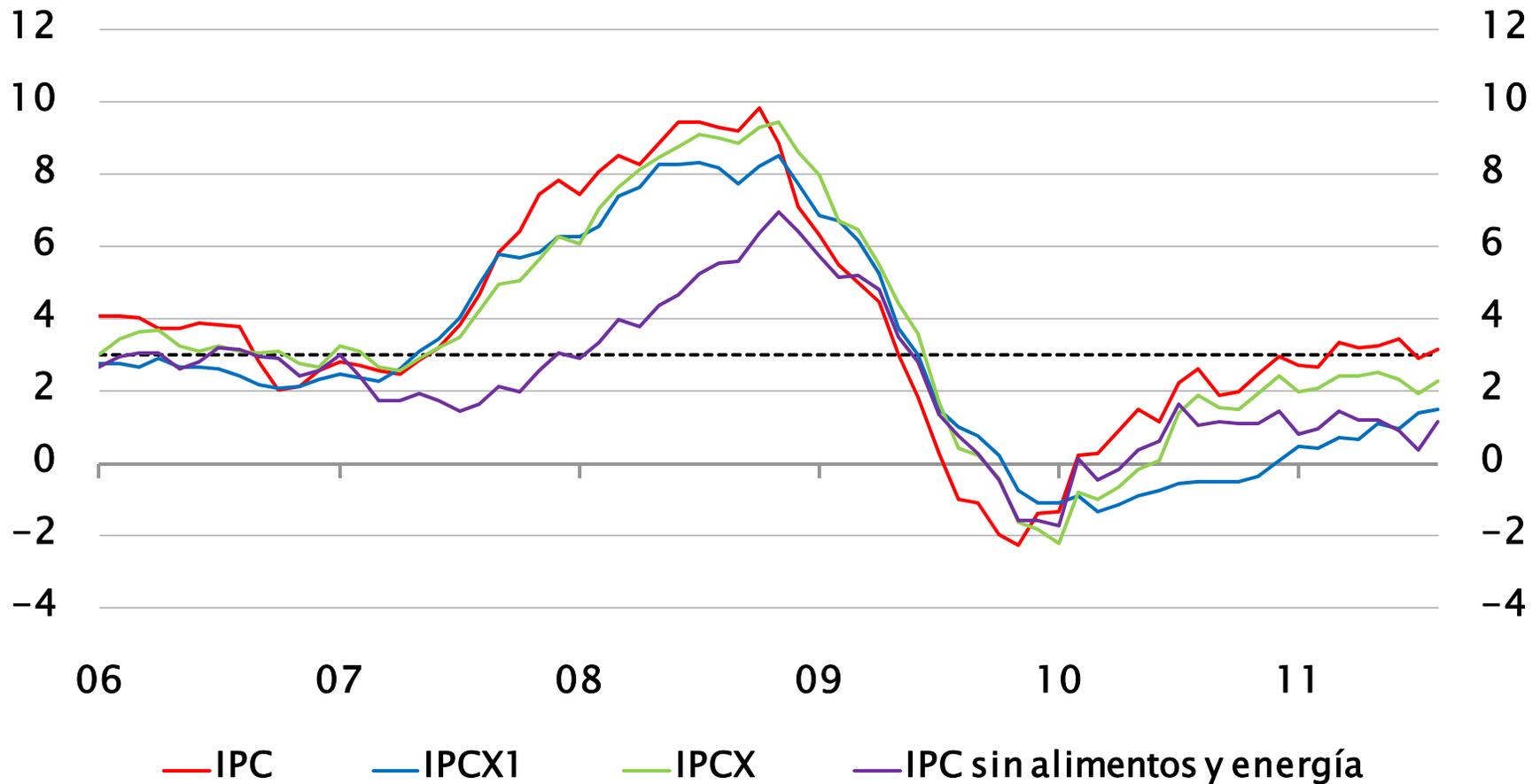
- En el escenario externo, se han concretado algunos de los riesgos contemplados en junio.
  - Tanto el aumento de las dudas acerca de la situación financiera pública y privada en la Eurozona y Estados Unidos como las menores perspectivas de crecimiento en las economías desarrolladas generaron un nuevo episodio de estrés financiero a comienzos de agosto.
  - Hoy, los riesgos son mayores que en el informe anterior.
- 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 monetario e interbancario, en tanto, han operado con normalidad, al igual que las condiciones de liquidez en dólares y pesos.
- En este contexto, el Consejo mantuvo la TPM en 5,25% en las reuniones de julio y agosto y eliminó el sesgo restrictivo que operaba desde el segundo trimestre del 2010.



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

### Indicadores de inflación

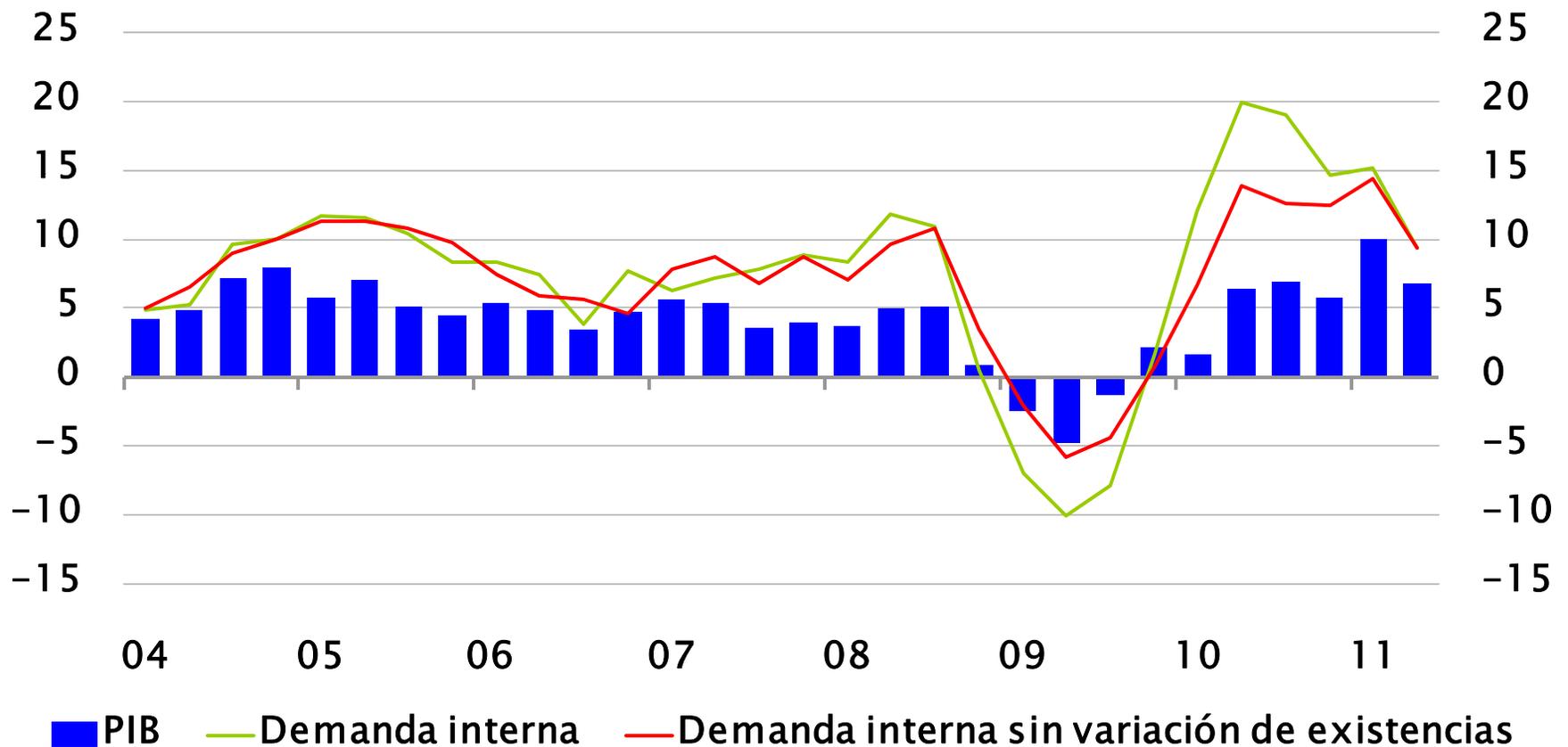
(variación anual, porcentaje)





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

### Producto interno bruto (variación anual, porcentaje)



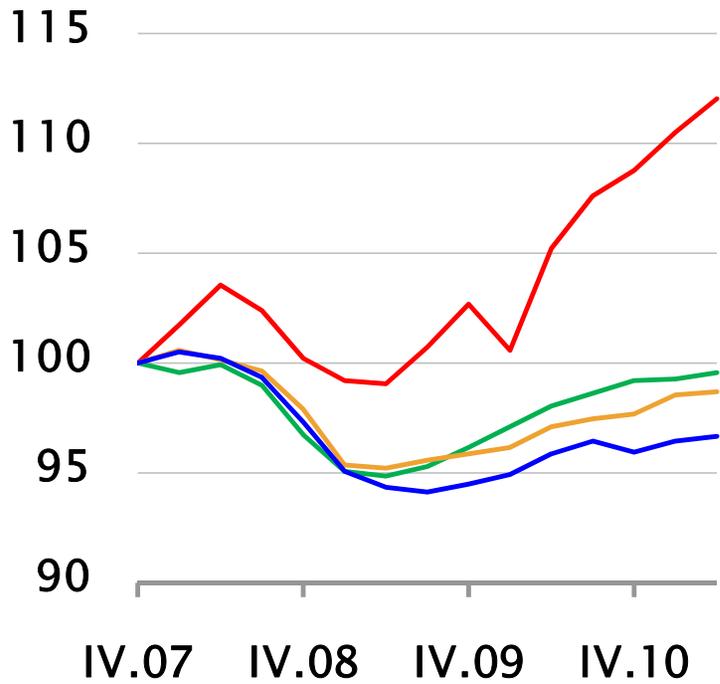
Fuente: Banco Central de Chile.



La preocupación por la recuperación de las economías desarrolladas es mayor, ante la debilidad de las cifras de actividad del primer semestre y los indicadores más recientes.

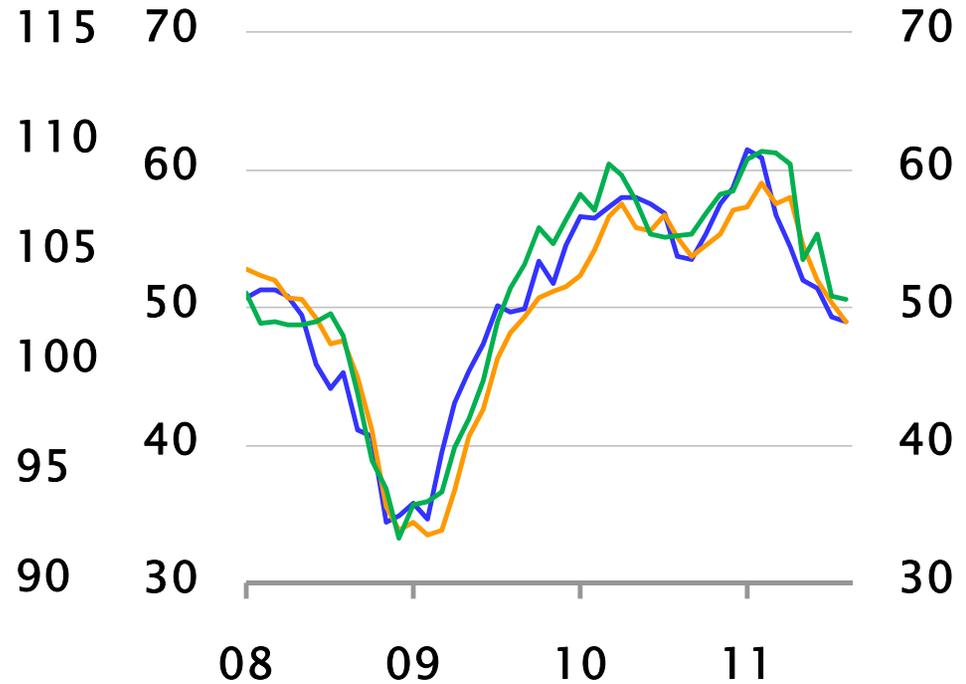
### Producto interno bruto

(índice IV. 07=100, series trimestrales desestacionalizadas)



### PMI manufacturero

(índice de difusión, pivote = 50)



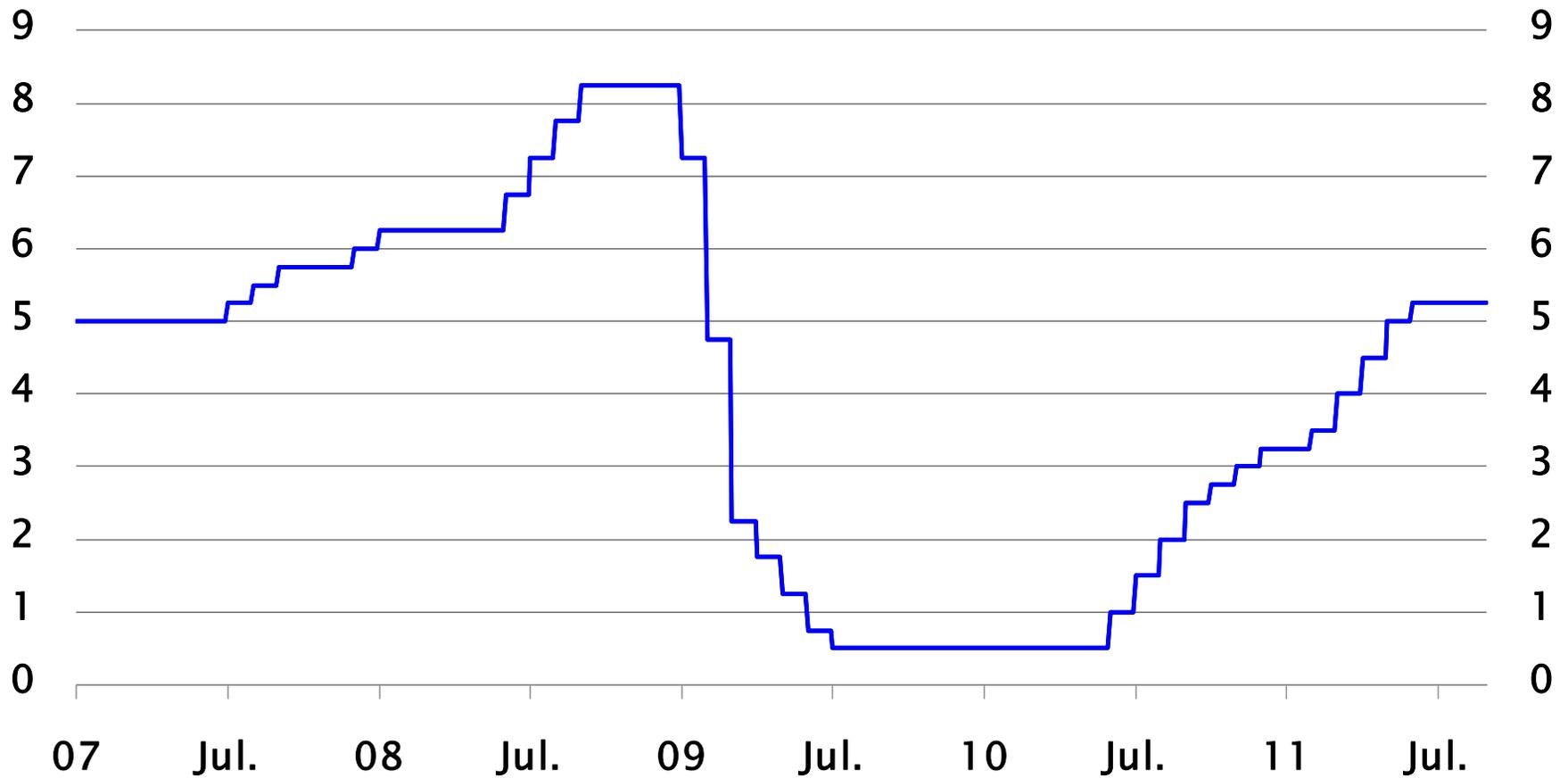
— Chile — EE.UU. — Reino Unido — Eurozona

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.



La TPM ha alcanzado rangos considerados normales. En la reunión de agosto se retiró el sesgo restrictivo.

### Tasa de Política Monetaria (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.



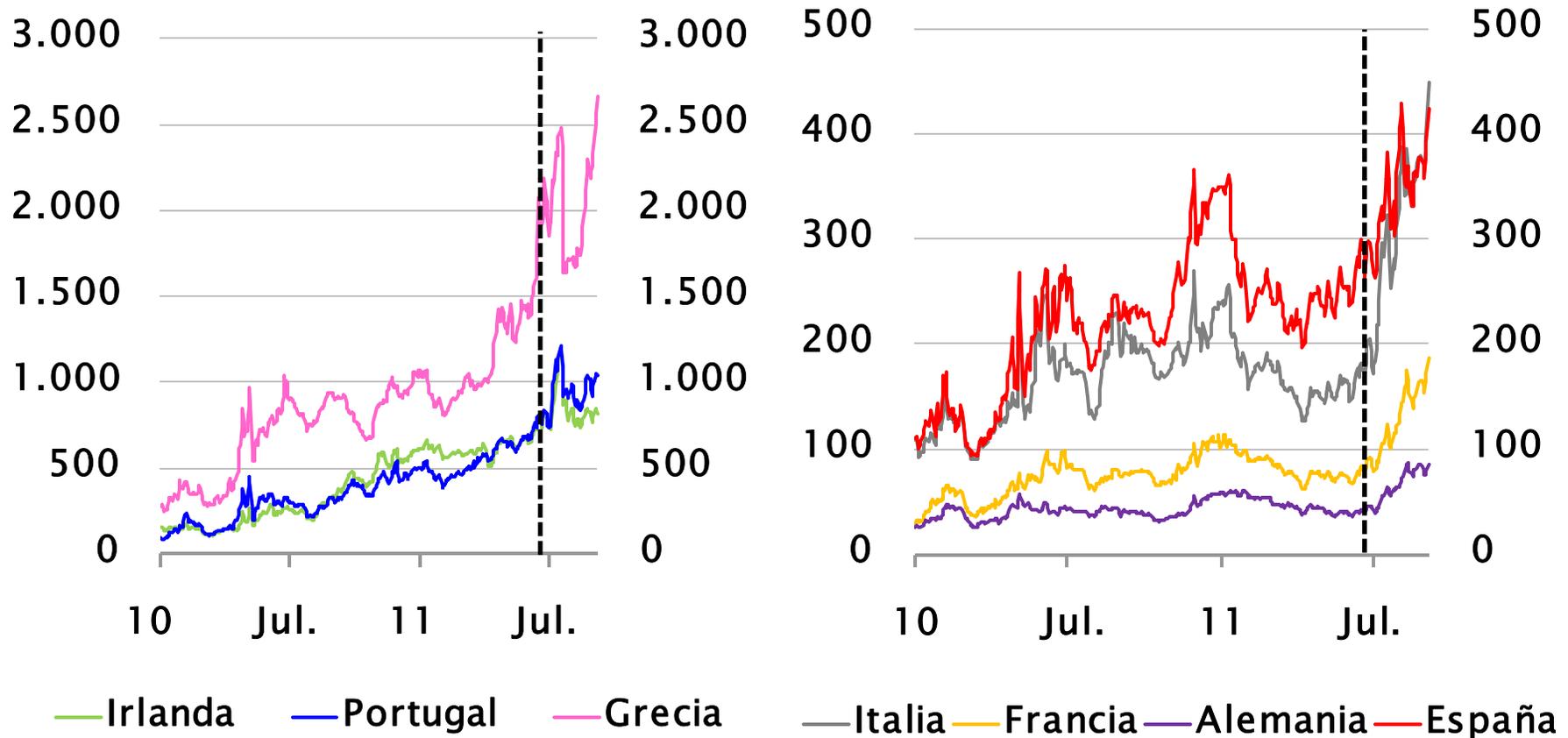
# Escenario macroeconómico internacional y efectos en Chile



Existe algún contagio de los problemas de deuda hacia economías del centro de Europa, lo que se ha reflejado en importantes alzas de premios soberanos y de algunos bancos.

### Premios por riesgo soberano (\*)

(puntos base)

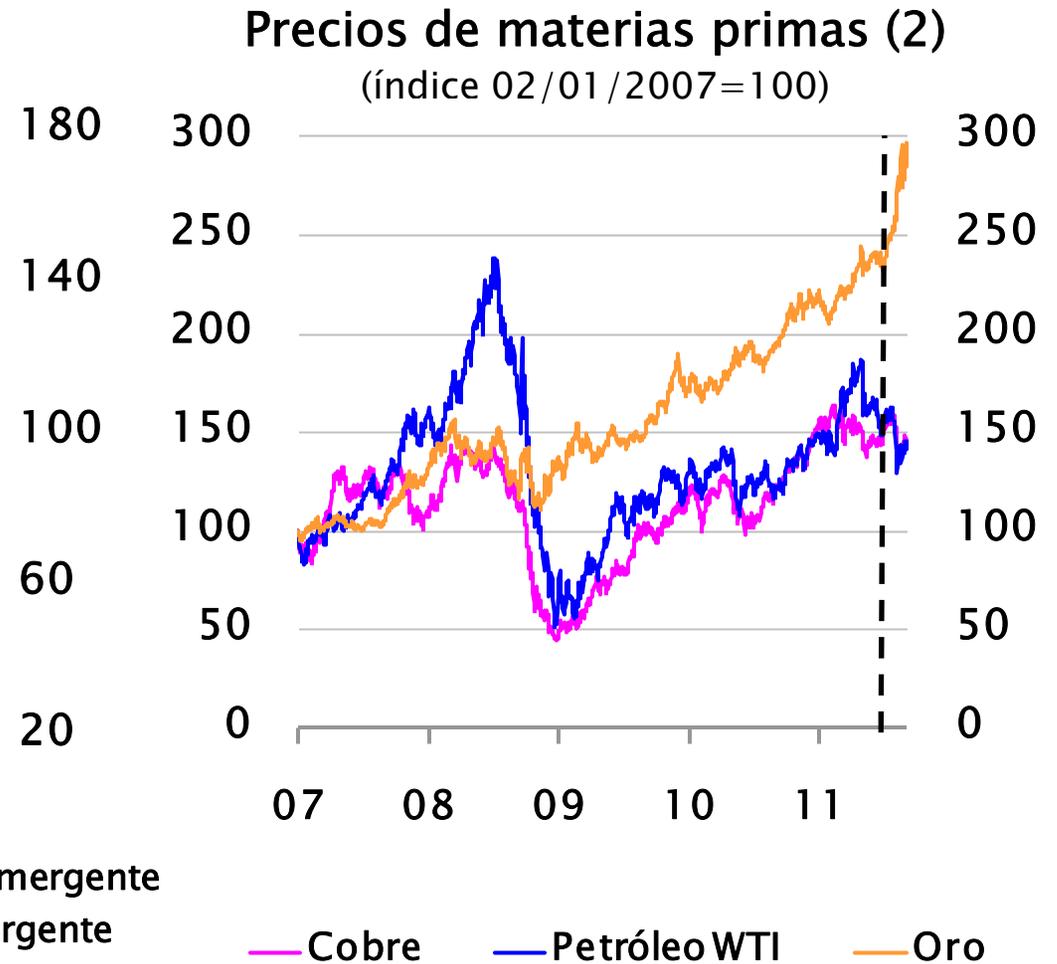
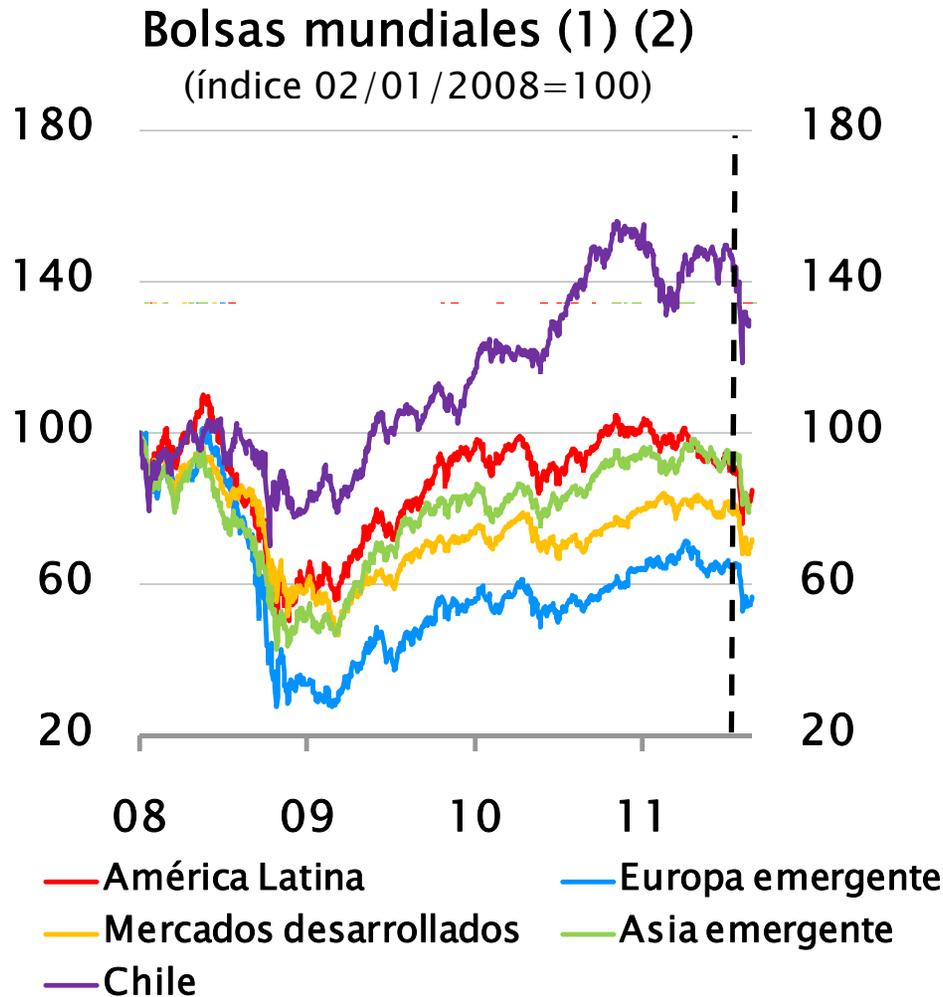


(\*) Medidos a través de los premios *CDS* a 5 años. Líneas verticales punteadas corresponden a la fecha de publicación del IPoM de junio 2011.

Fuente: Bloomberg.



La mayor incertidumbre financiera ha generado cambios relevantes de los precios de activos y de materias primas, destacando la significativa caída de las bolsas y del precio del cobre y del petróleo. En cambio, activos de refugio de valor muestran alzas importantes.

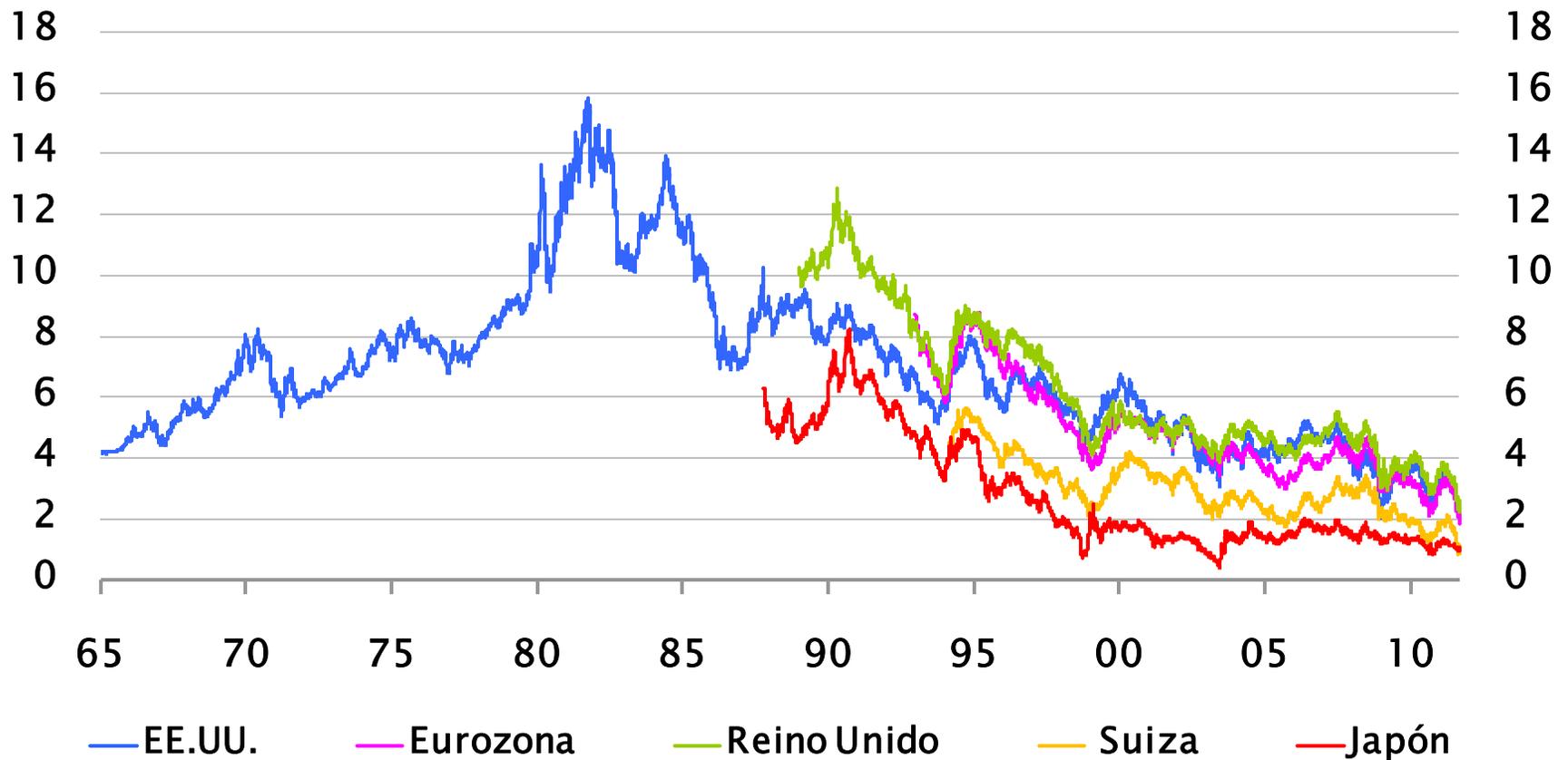


(1) Corresponde a los índices MSCI en moneda local. (2) Línea vertical punteada corresponde a la fecha de publicación del IPoM de junio. Fuente: Bloomberg.



Las tasas de interés de largo plazo en economías que sirven como refugio de valor muestran caídas. Algunas alcanzaron mínimos históricos.

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

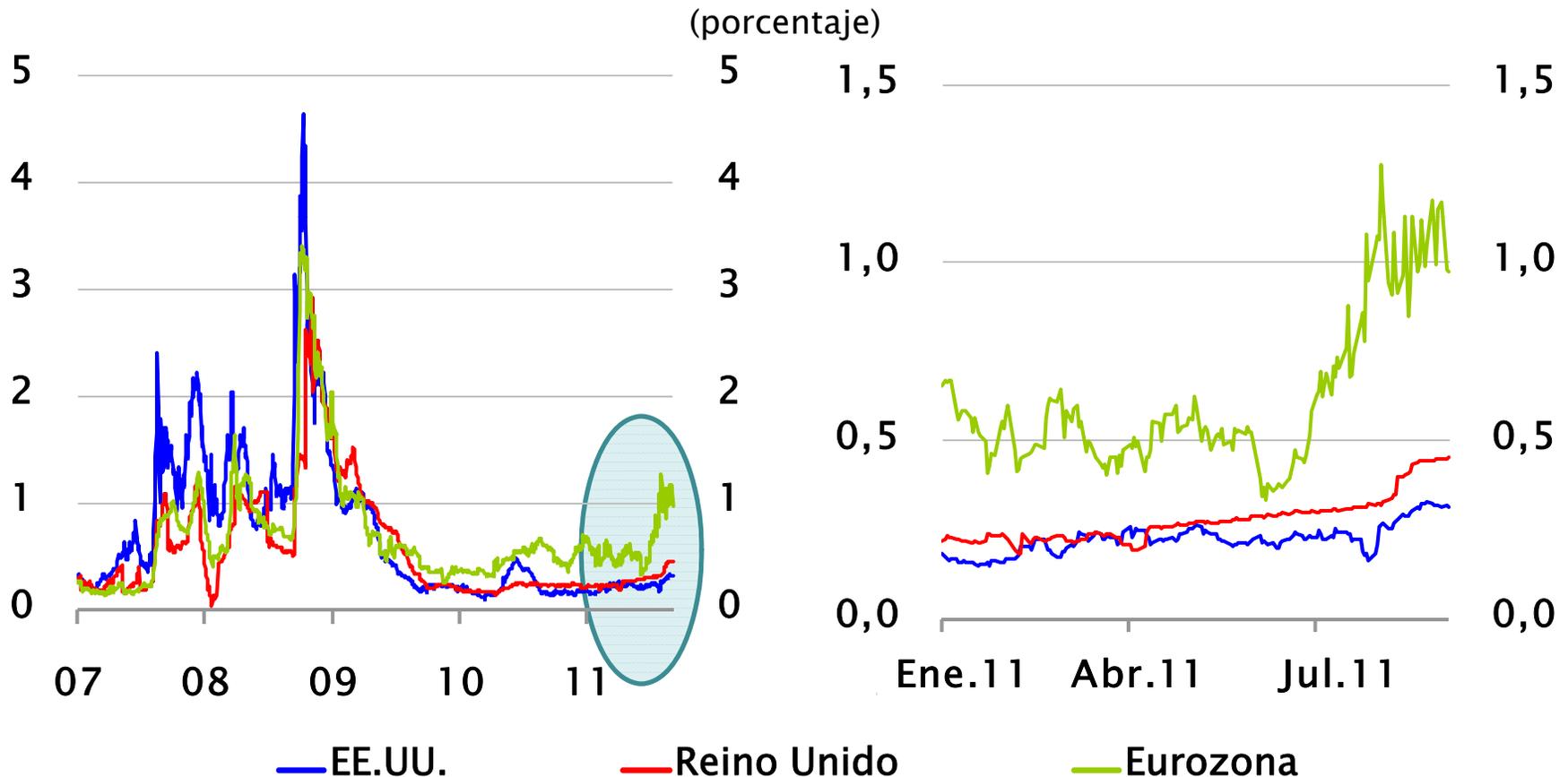


(\*) Corresponde a las tasas de interés de los bonos de gobierno a 10 años.  
Fuente: Bloomberg.



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

### Condiciones de liquidez en el mercado interbancario a tres meses (\*)



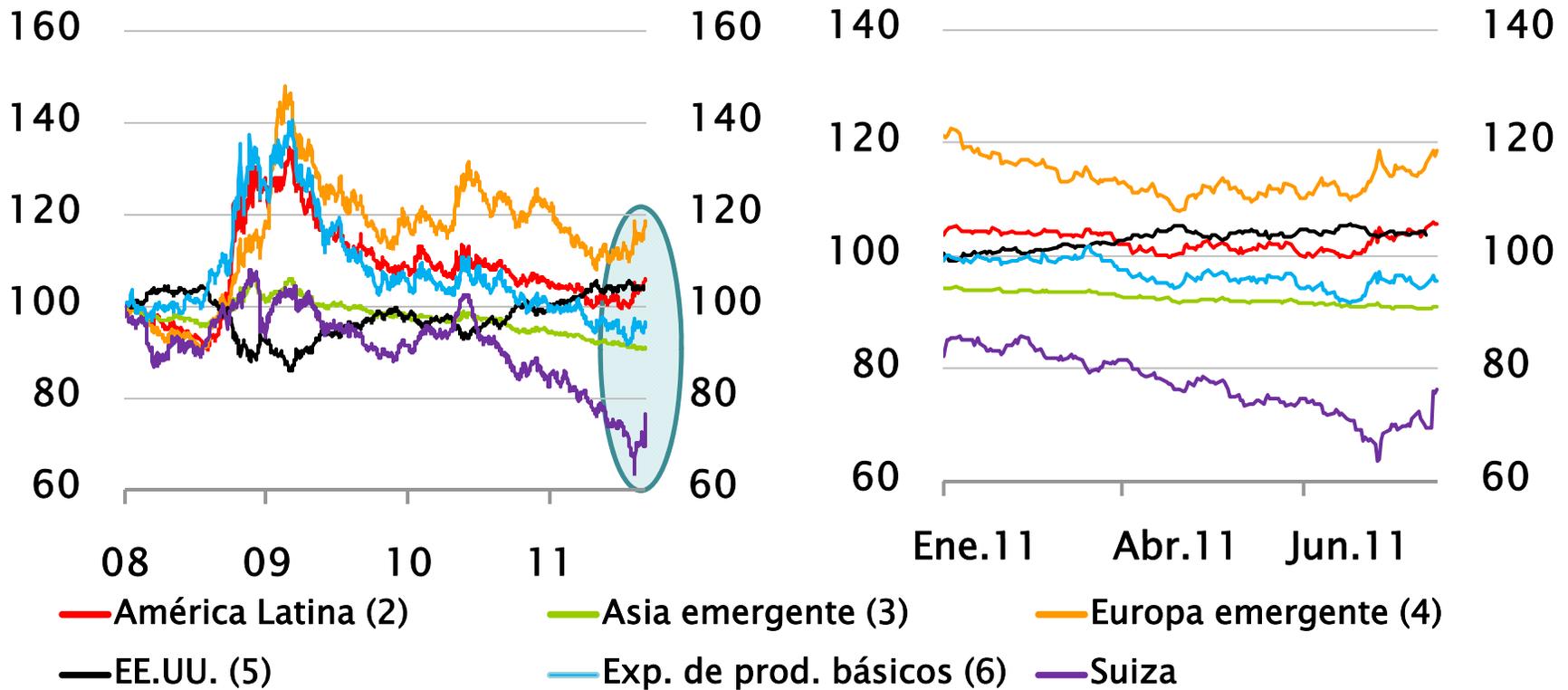
(\*) Corresponde a la diferencia entre la tasa Libo a 3 meses y el bono del tesoro al mismo plazo. Para la Eurozona corresponde a la diferencia entre la tasa Euribo de 3 meses y el bono del tesoro de Alemania al mismo plazo. Fuente: Bloomberg.



También se destaca la apreciación del franco suizo, y en menor medida, la del dólar frente a algunas monedas.

### Paridades de monedas (1)

(índice 01/01/2008=100, moneda local por dólar)

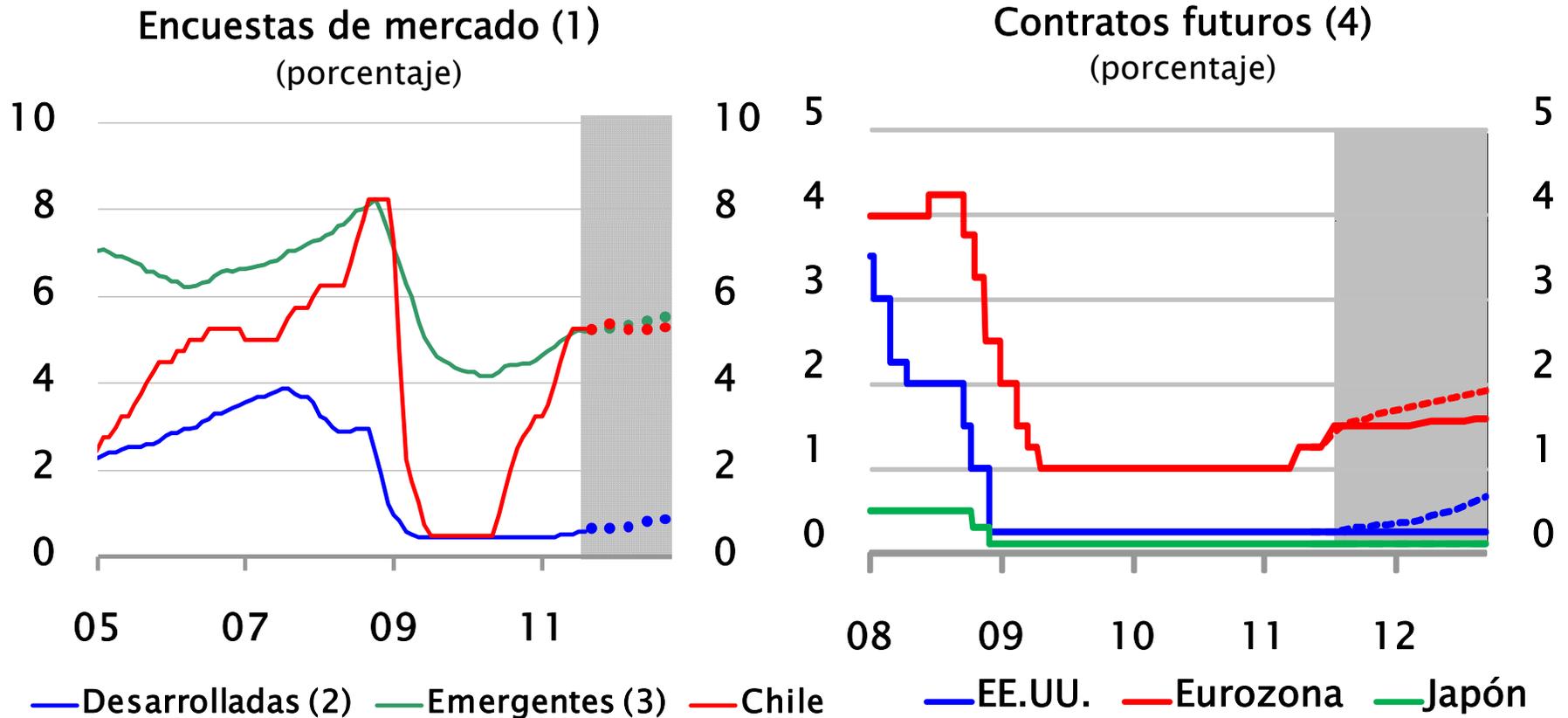


(1) Aumento indica depreciación. Para las regiones corresponde a un promedio ponderado a PPC. (2) Incluye a Argentina, Brasil, Chile y México. (3) Incluye a China, Indonesia, Malasia, Rep. Corea y Tailandia. (4) Incluye a Hungría, Polonia, Rep. Checa y Rusia. (5) Dólar respecto de una canasta de monedas de los principales socios comerciales de EE.UU. Aumento indica depreciación del dólar. (6) Incluye a Australia, Canadá y Nueva Zelanda. Fuentes: Bloomberg y Fondo Monetario Internacional.



Ante la mayor debilidad global, varias economías emergentes han interrumpido su ciclo de alza. En las desarrolladas, en tanto, lo más probable es que la instancia de PM siga siendo expansiva por un período prolongado y no se descarta que incluso se acentúe donde es posible.

## Expectativas de TPM



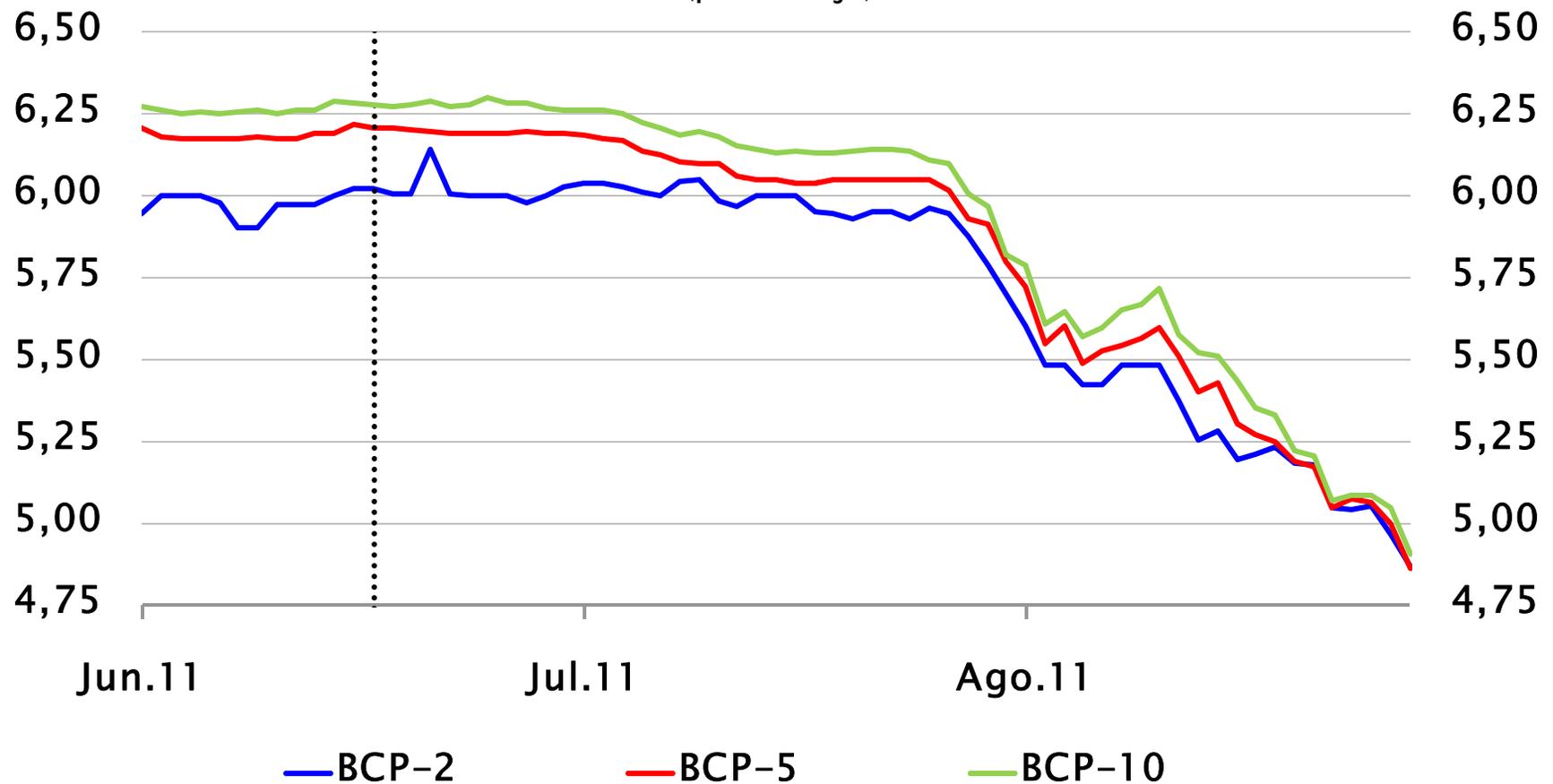
(1) Promedio simple de las tasas de política monetaria de cada grupo de países. Área gris, a partir de septiembre 2011, corresponde a expectativas de mercado de la encuesta Bloomberg. Para Chile, se considera el promedio de la interpolación lineal entre la EEE de agosto y la EOF de la segunda quincena 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.



La turbulencia externa se ha reflejado en algunas variables de los mercados financieros nacionales. La bolsa local ha experimentado retrocesos, al igual que las tasas de interés de los bonos.

### Tasas de interés nominales de los documentos de Banco Central de Chile (\*)

(porcentaje)



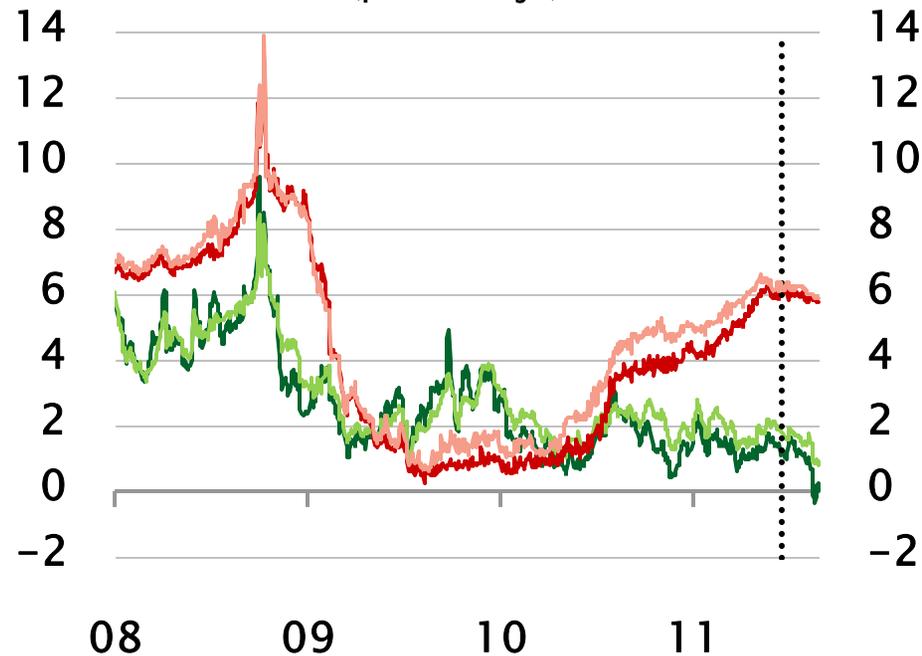
(\*) Línea vertical punteada corresponde a la fecha de publicación del IPoM junio 2011.  
Fuente: Banco Central de Chile.



Los mercados monetarios e interbancarios han operado con normalidad y las condiciones de liquidez en dólares y pesos no han sido afectadas.

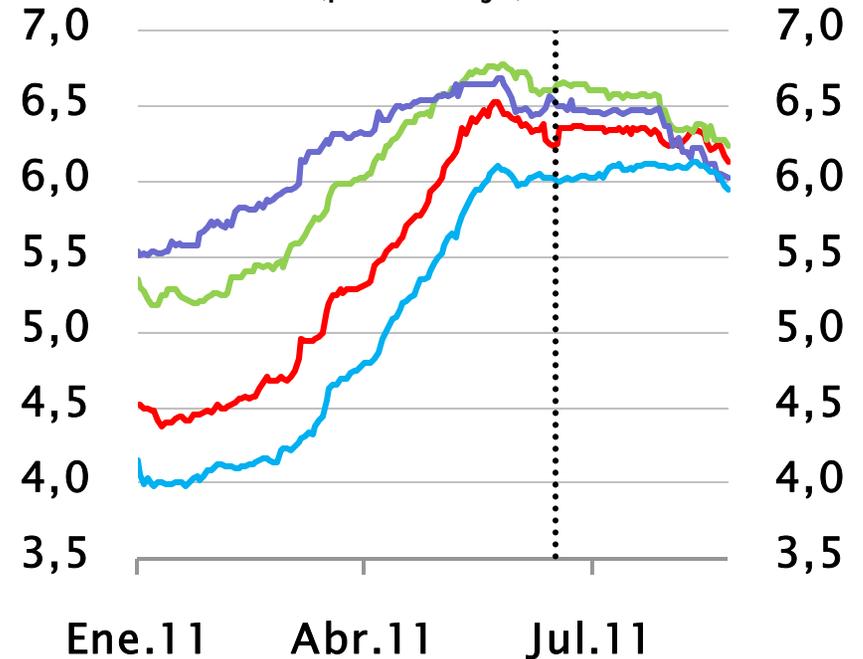
Tasas en dólares y en pesos (\*)

(porcentaje)



Tasas TAB nominales (\*)

(porcentaje)



- Libor + *Spread on-shore* a 90 días (US\$)
- Libor + *Spread on-shore* a 180 días (US\$)
- Depósitos transados en bolsa a 90 días (\$)
- Depósitos transados en bolsa a 180 días (\$)

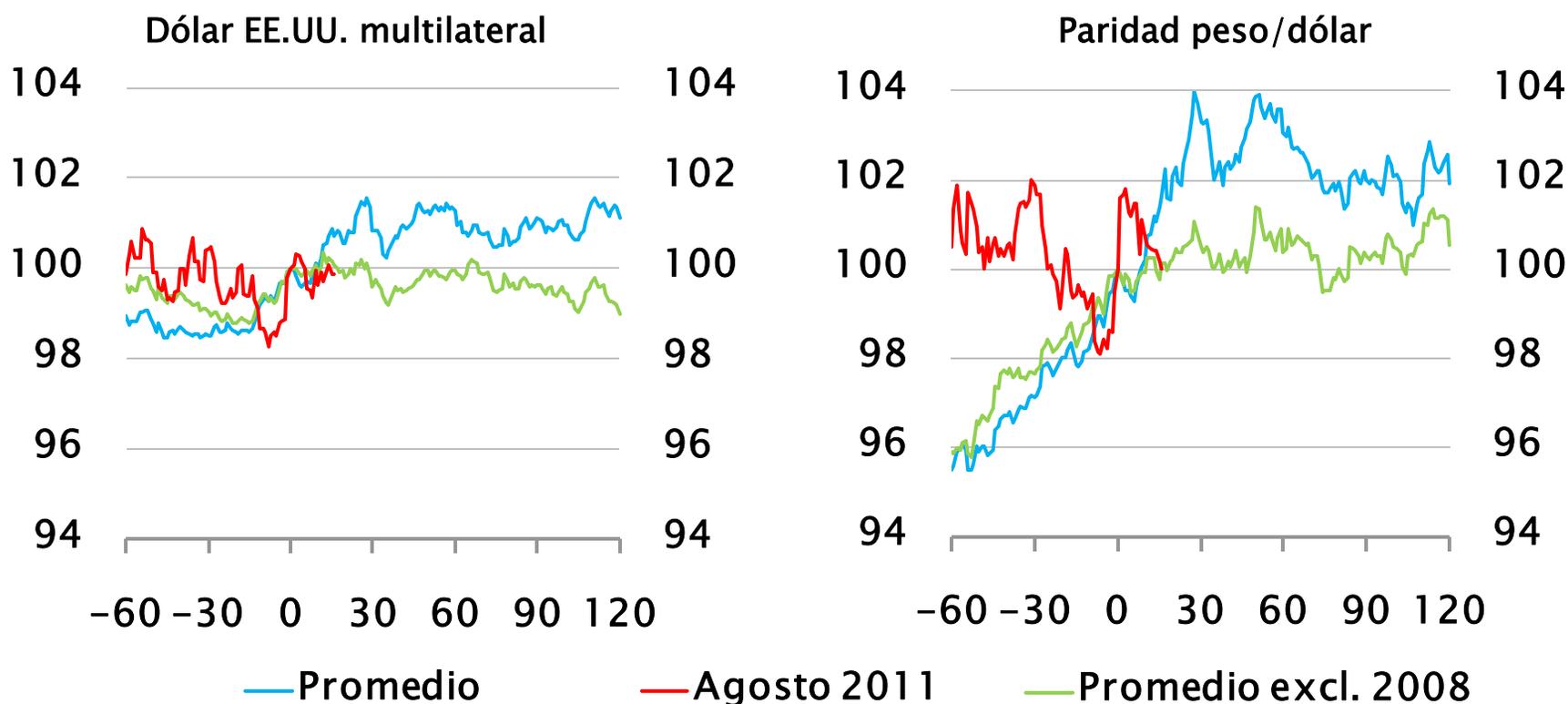
- 30 días
- 90 días
- 180 días
- 360 días



Un factor distintivo del actual episodio de estrés financiero ha sido la respuesta del peso chileno a las turbulencias externas. Acostumbrados a una depreciación importante y duradera, esta vez, al menos en el corto plazo, la depreciación inicial se ha revertido.

### Episodios de estrés financiero (\*)

(índice el día del comienzo del episodio de estrés financiero = 100)



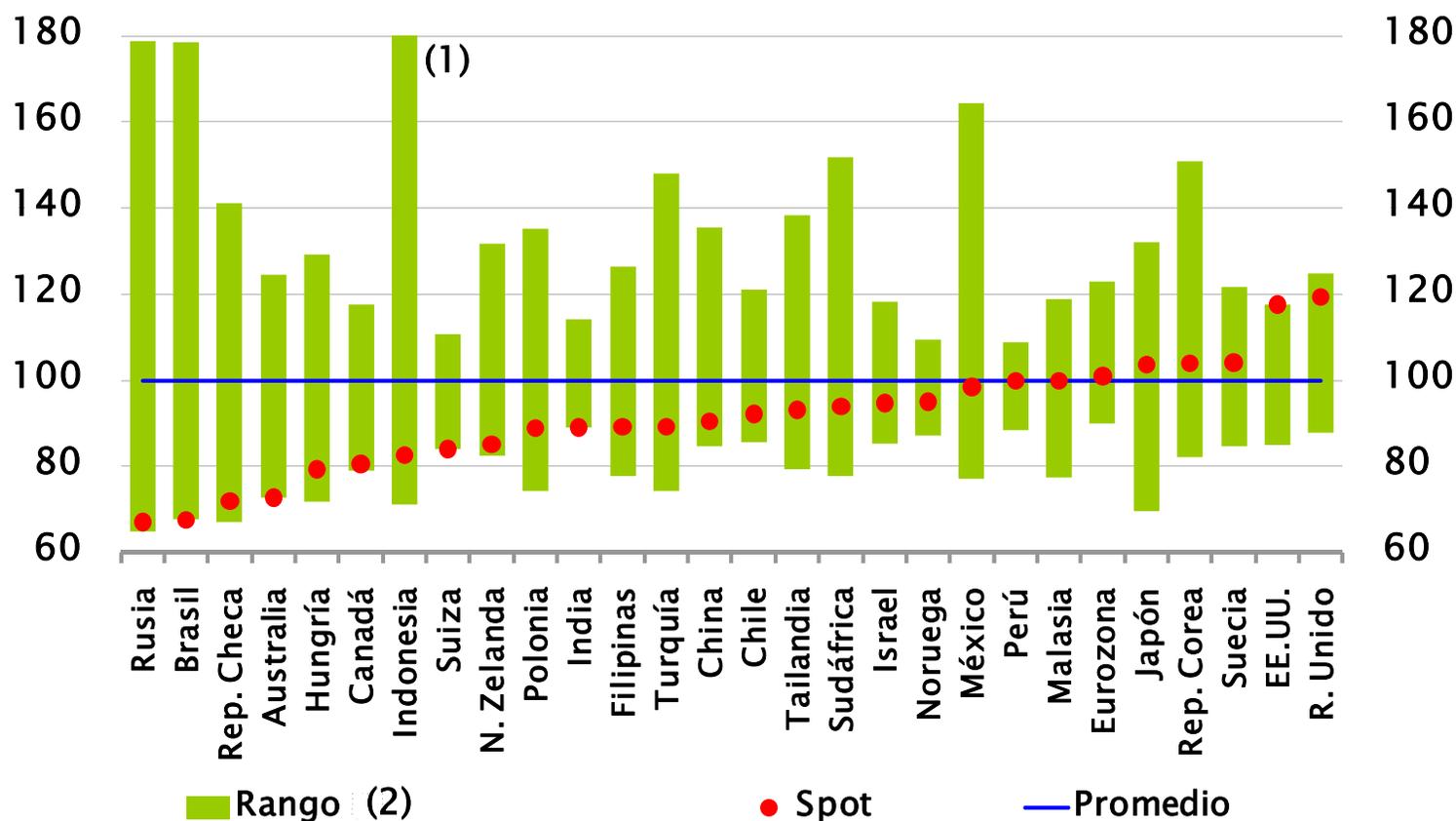
(\*) Corresponde al movimiento diario de la variable desde 60 días antes del momento de comenzado el episodio de estrés financiero y hasta 120 días posteriores. El punto 0 en el eje x corresponde al día en que comienza el episodio. Para el promedio, se consideran ocho episodios desde mayo de 1990 a mayo del 2010. En todos estos eventos, el VIX superó su promedio histórico en más de 2 desviaciones estándar.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.



Con todo, siguen existiendo presiones sobre los tipos de cambio de las economías emergentes. En el último año, las paridades respecto del dólar han alcanzado la mayor apreciación de la última década en algunas de ellas.

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

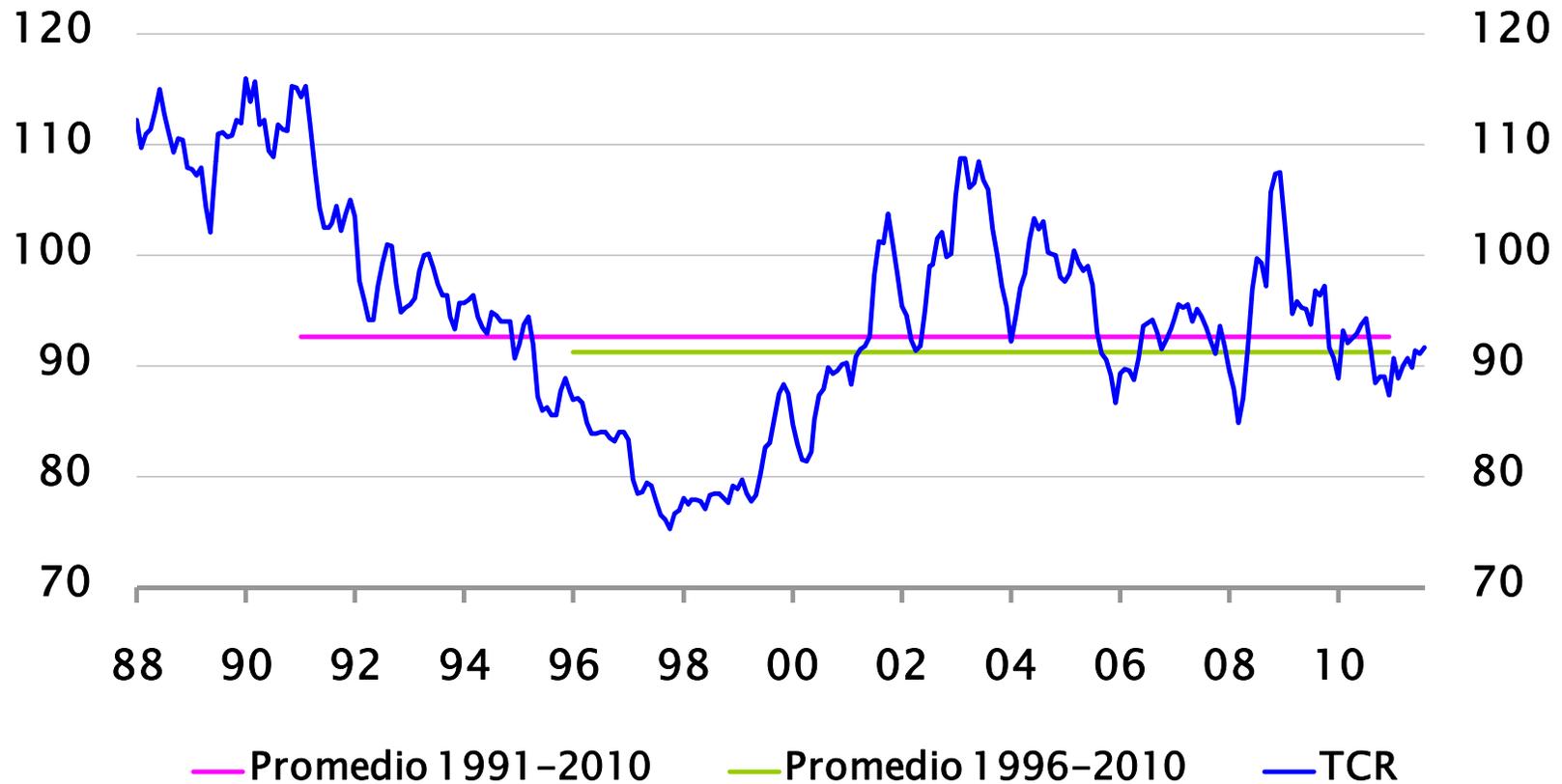


(1) La escala fue ajustada para Indonesia a 180. El valor máximo que alcanzó el índice para este país fue de 225. (2) El rango indica los valores máximos y mínimos que mostró la moneda local durante el período señalado. Fuentes: Banco Central de Chile y Banco de Pagos Internacionales (BIS).



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 intervenciones de comienzos de año.

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

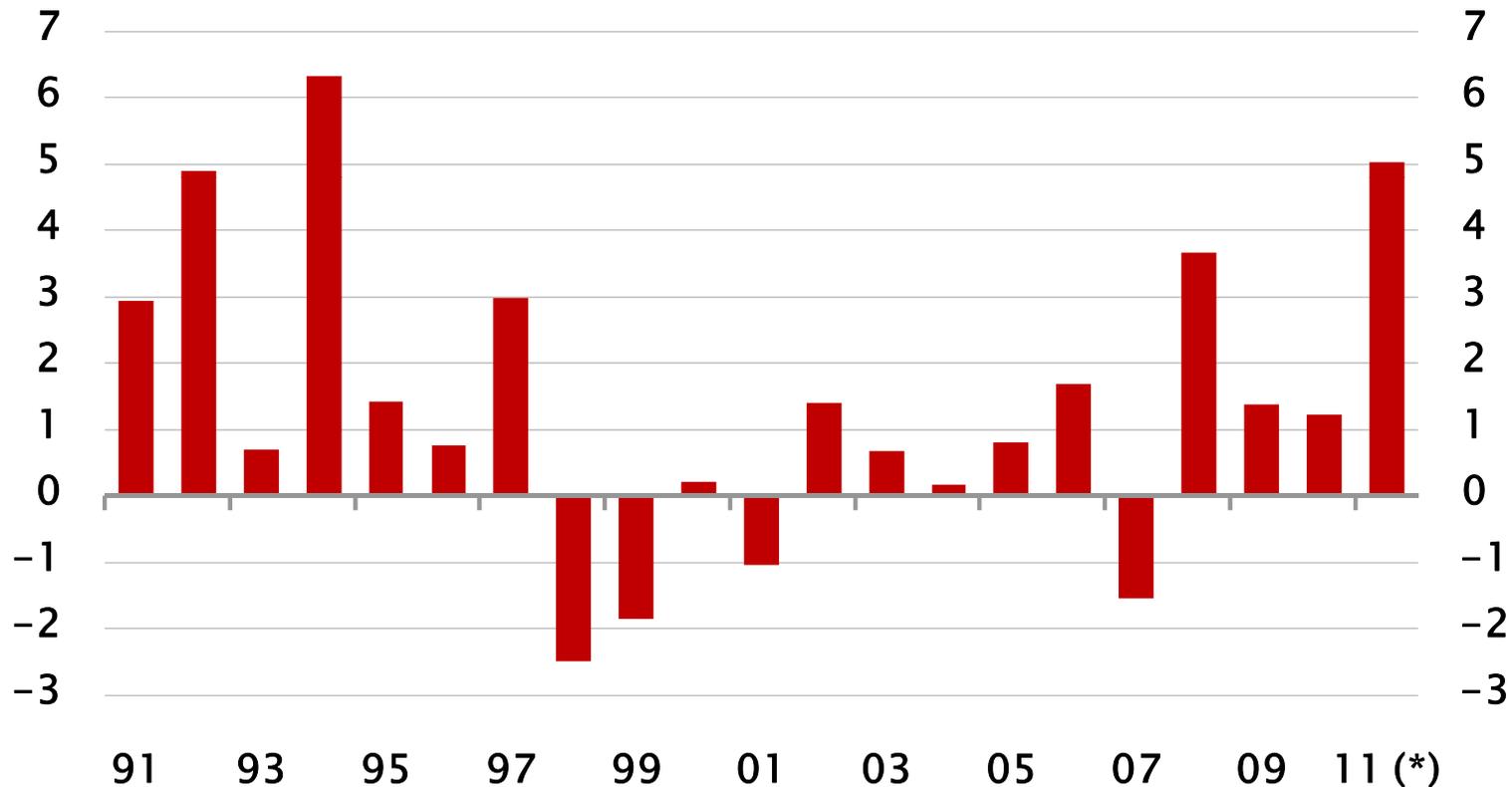


(\*) Preliminar para agosto del 2011.  
Fuente: Banco Central de Chile.



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.



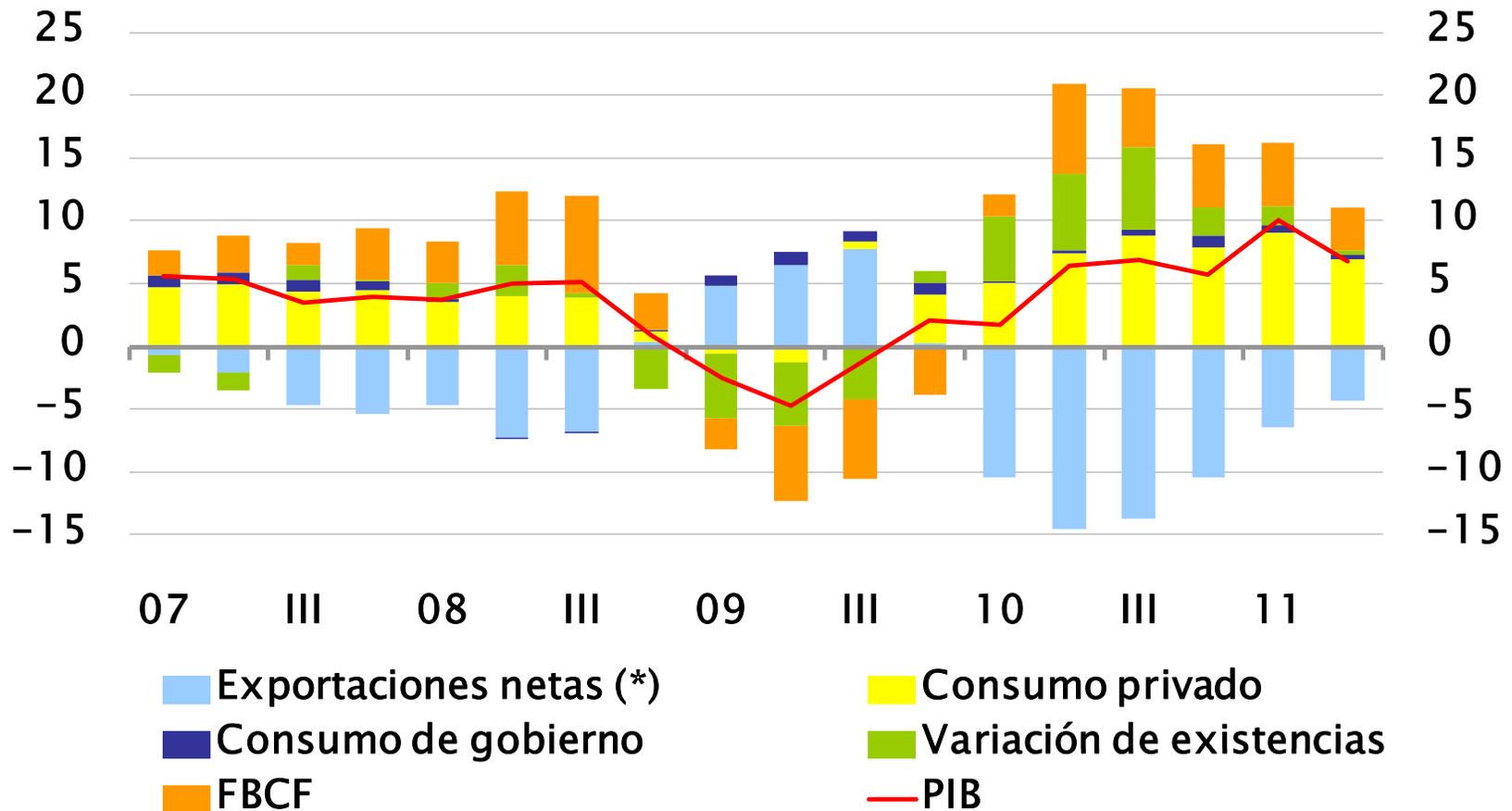
# Escenario macroeconómico interno



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)

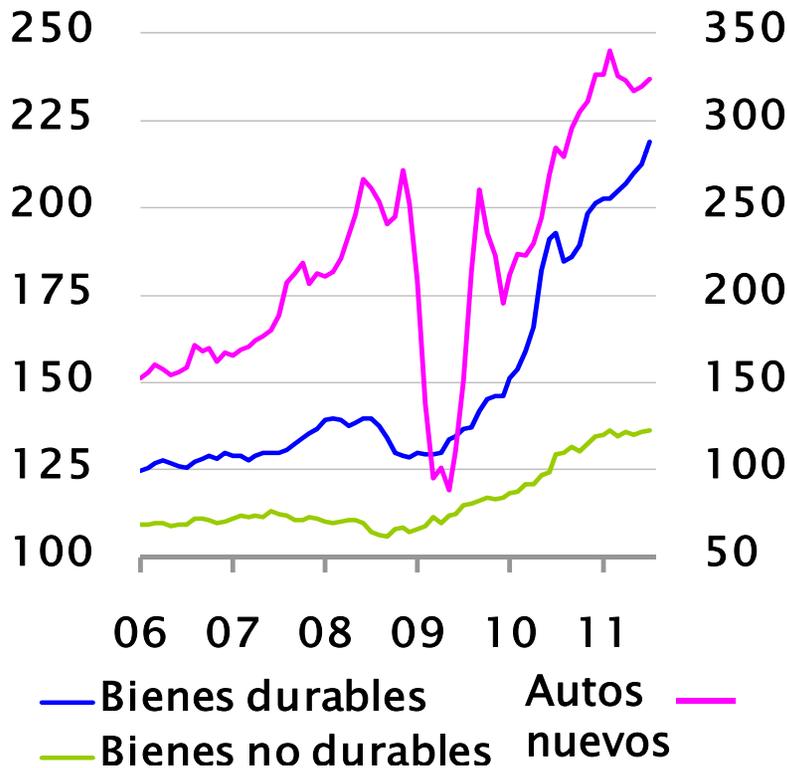


(\*) Exportaciones de bienes y servicios menos importaciones de bienes y servicios.  
Fuente: Banco Central de Chile.

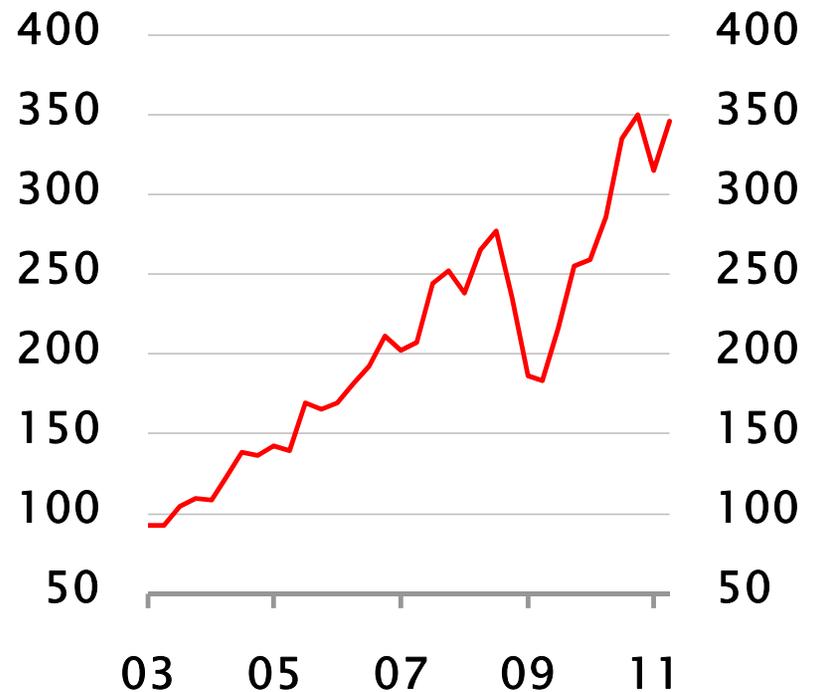


Indicadores parciales del tercer cuarto sugieren que esta moderación ha continuado. Si bien las ventas de bienes durables siguen aumentando, la evolución de indicadores parciales de sus importaciones sugiere que las ventas podrían desacelerarse en adelante.

**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.

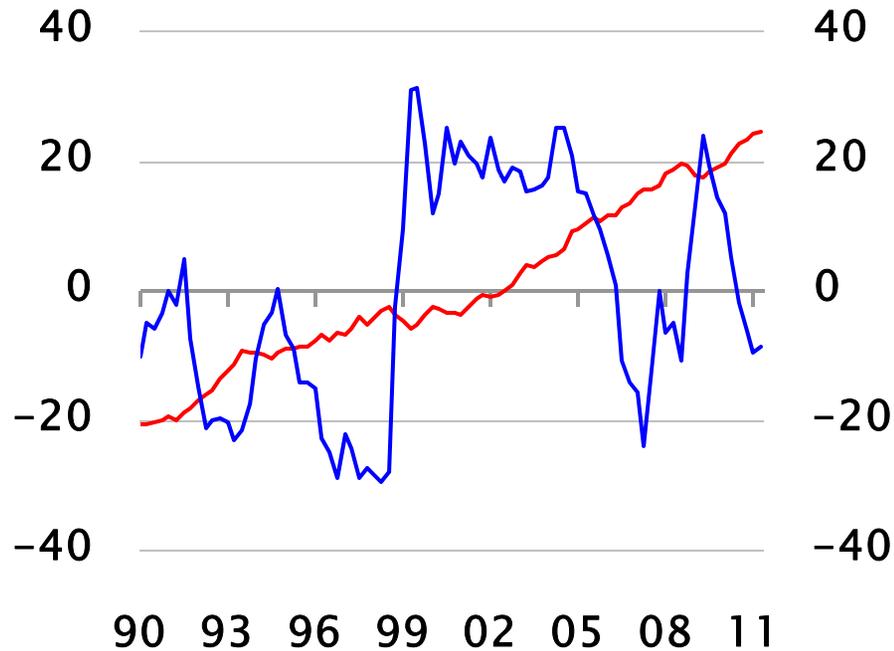
Fuentes: Asociación Nacional Automotriz de Chile, Banco Central de Chile y Cámara Nacional de Comercio.



Ello, apoyado por un mercado laboral estrecho y condiciones financieras favorables, con un crédito cuya tasa de expansión anual iba en aumento.

### Empleo y desempleo (1)

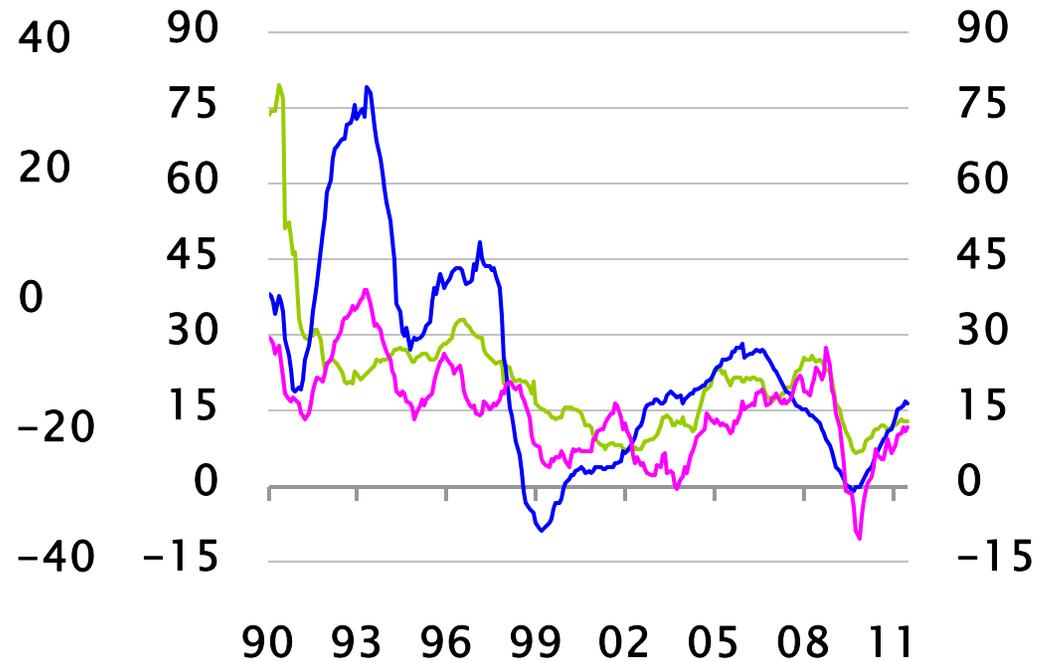
(índice, centrado en la media del período 1990-2011)



— Empleo — Desempleo

### Colocaciones nominales (2)

(variación anual, porcentaje)



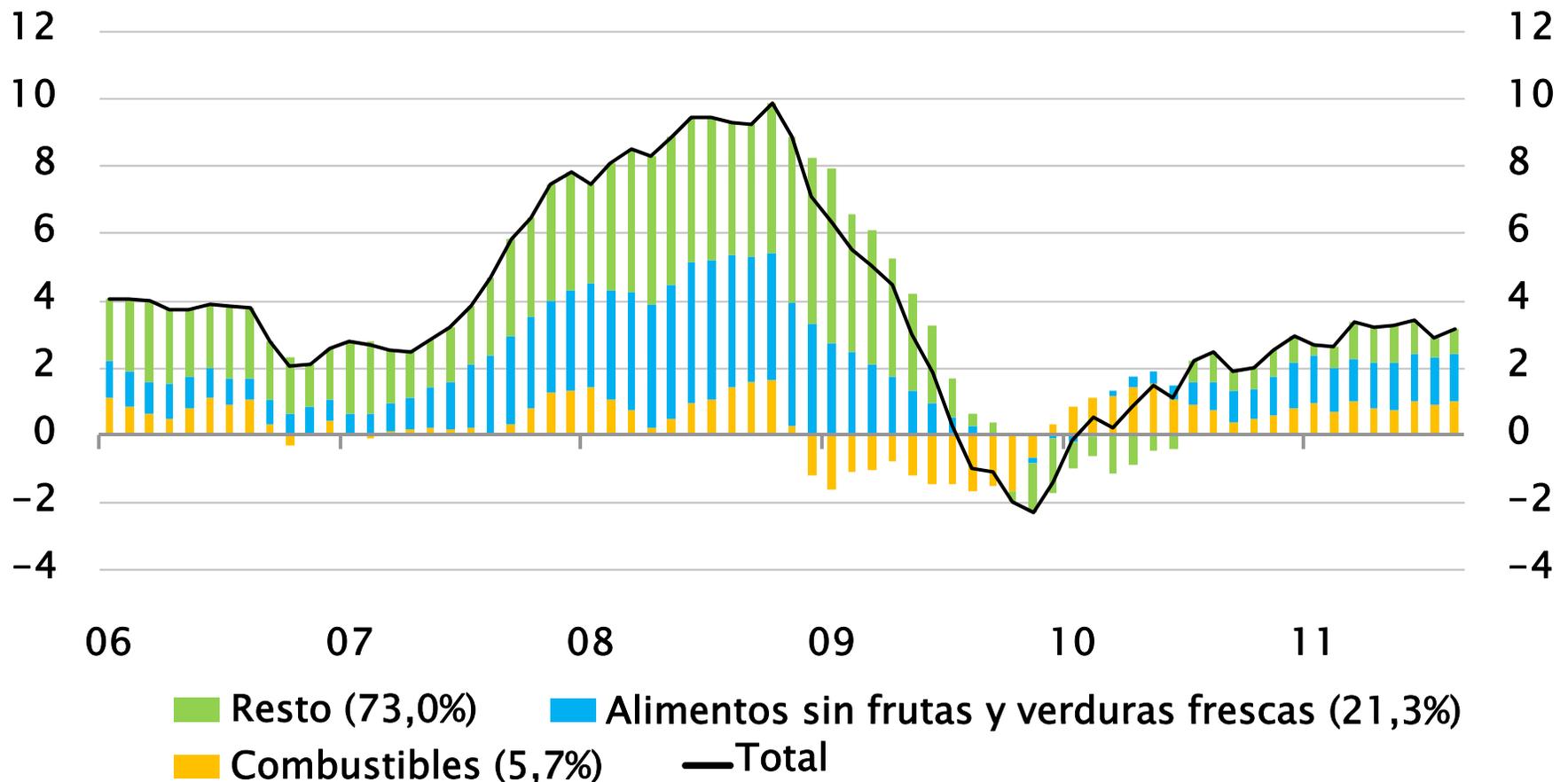
— Vivienda — Consumo — Empresas (3)

(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 caracterizado 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. El mayor cambio corresponde a Estados Unidos.

## Crecimiento mundial (variación anual, porcentaje)

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

(e) Estimación.

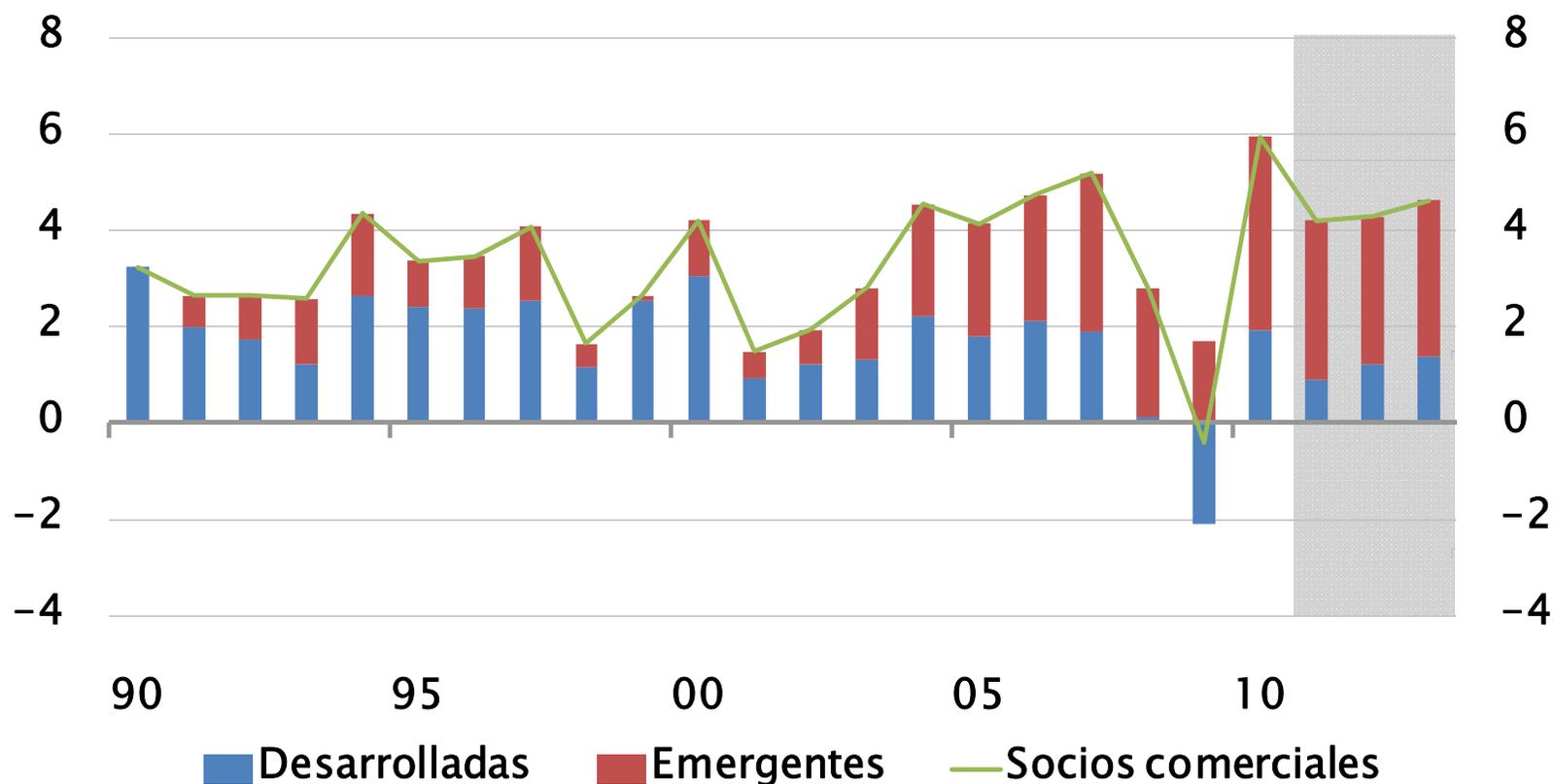
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



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 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.



La debilidad externa se reflejará en un descenso de los términos de intercambio en los siguientes dos años, con un precio del cobre en torno a los US\$3,6 la libra y de US\$90 el barril del petróleo WTI.

### Supuestos del escenario base internacional

	2009	2010 (e)	2011 (f)		2012 (f)		2013 (f)
			IPoM Jun. 11	IPoM Sep. 11	IPoM Jun. 11	IPoM Sep. 11	IPoM Sep.11
(variación anual, porcentaje)							
Términos de intercambio	4,6	23,8	-1,6	-1,8	-2,1	-5,3	-2,6
PIB socios comerciales	-0,4	5,9	4,3	4,2	4,7	4,3	4,6
PIB mundial a PPC	-0,6	5,0	4,1	3,9	4,5	4,0	4,5
PIB mundial a TC de mercado	-2,1	3,8	3,2	3,0	3,8	3,3	3,7
Precios externos (en US\$)	-6,2	5,8	9,0	9,8	2,8	2,9	2,1
(niveles)							
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
Precio paridad de la gasolina (US\$/m3)	471	598	825	816	832	797	774
Libor US\$ (nominal, 90 días, %)	0,7	0,3	0,3	0,3	0,9	0,3	0,3

(e) Estimación. (f) 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.



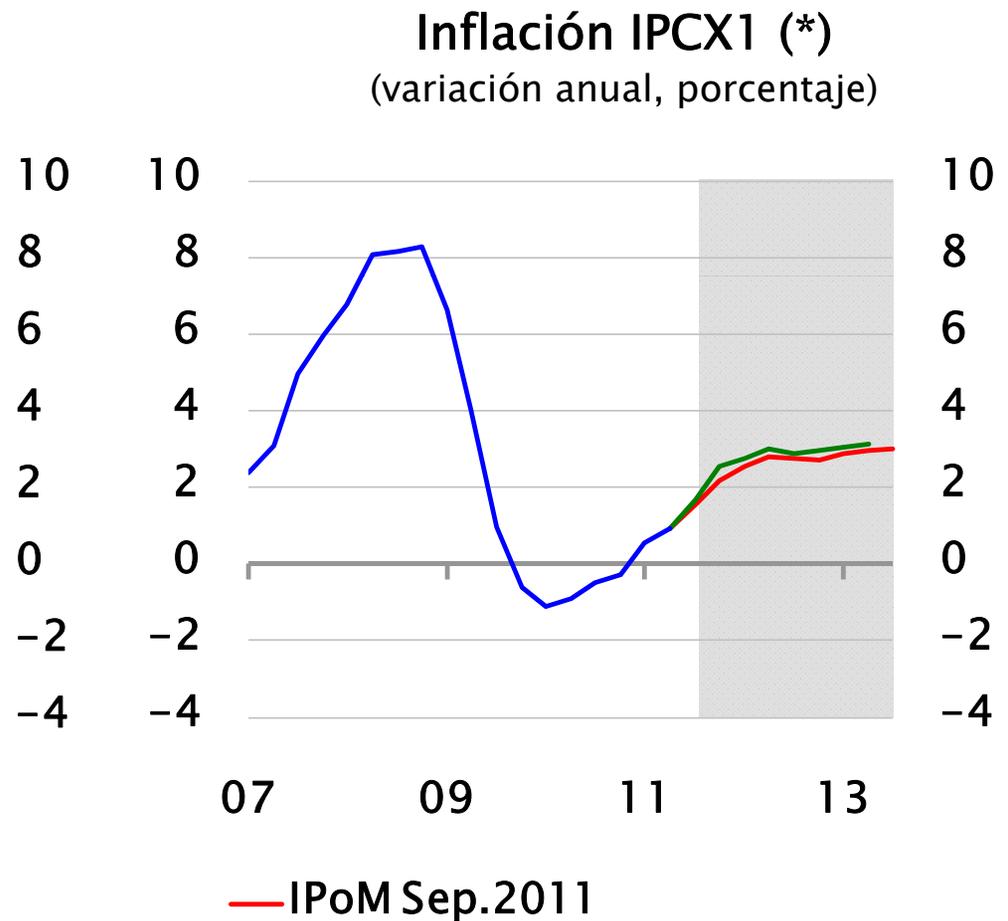
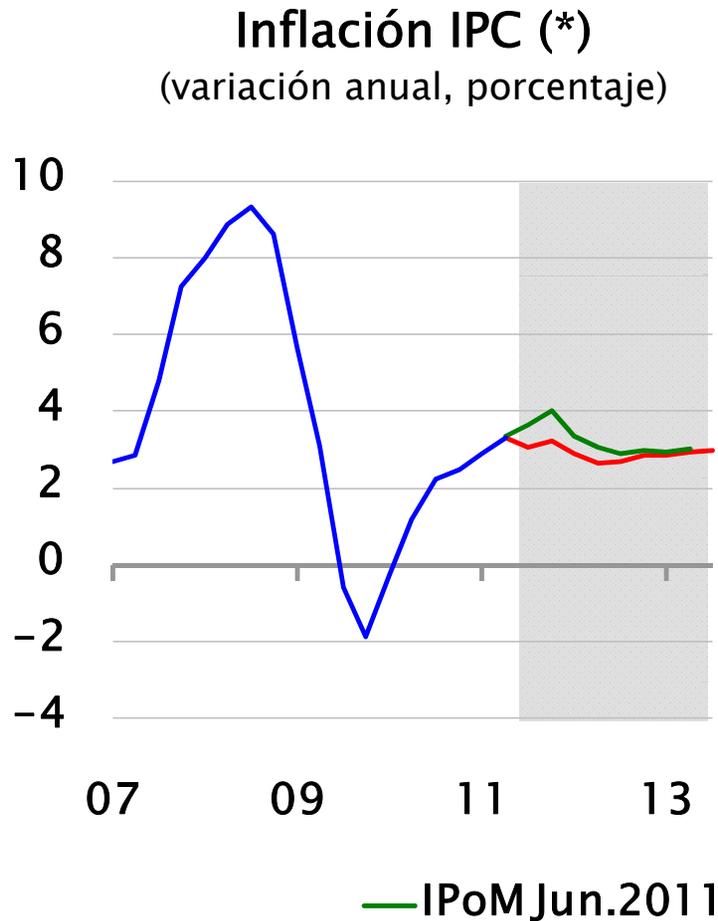
Se estima que la economía chilena crecerá entre 6,25 y 6,75% este año. El escenario de menor impulso externo, será visible en el 2012, en que se prevé que el PIB crecerá entre 4,25 y 5,25%.

## Crecimiento económico (variación anual, porcentaje)

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



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.

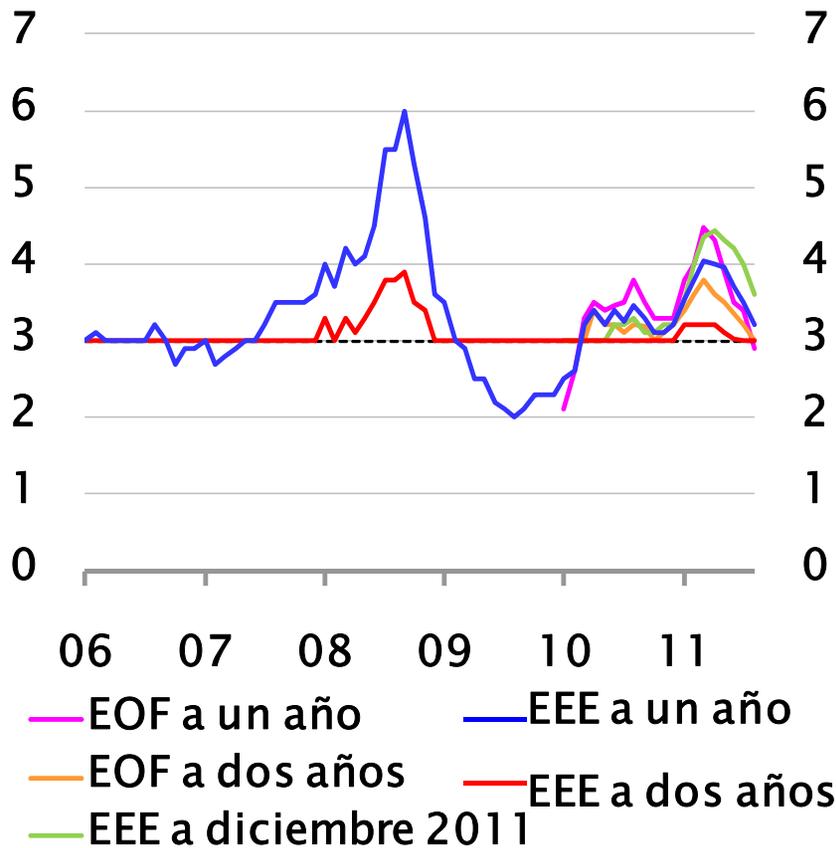


(\*) El área gris, a partir del tercer trimestre del 2011, corresponde a la proyección.  
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

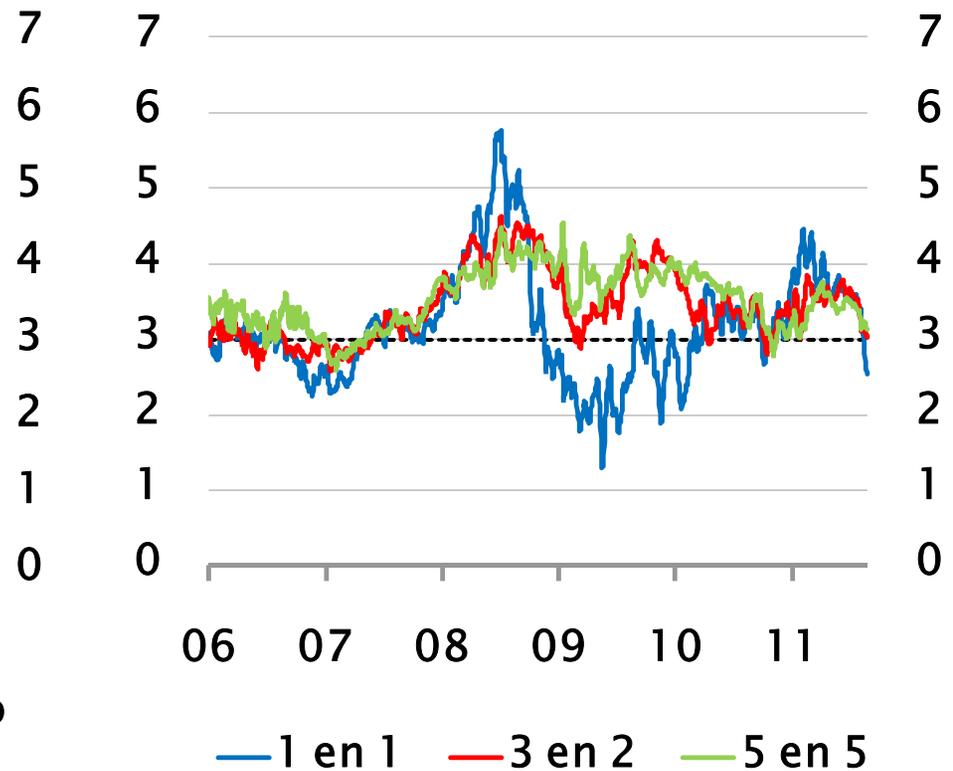


Las expectativas de inflación privadas también se han corregido y apuntan a una inflación algo por sobre 3% a fines de año y alineada con la meta en adelante.

Encuestas EEE y EOF (1)  
(variación anual, porcentaje)



Compensación inflacionaria *forward* (2)  
(promedio móvil semanal, porcentaje)

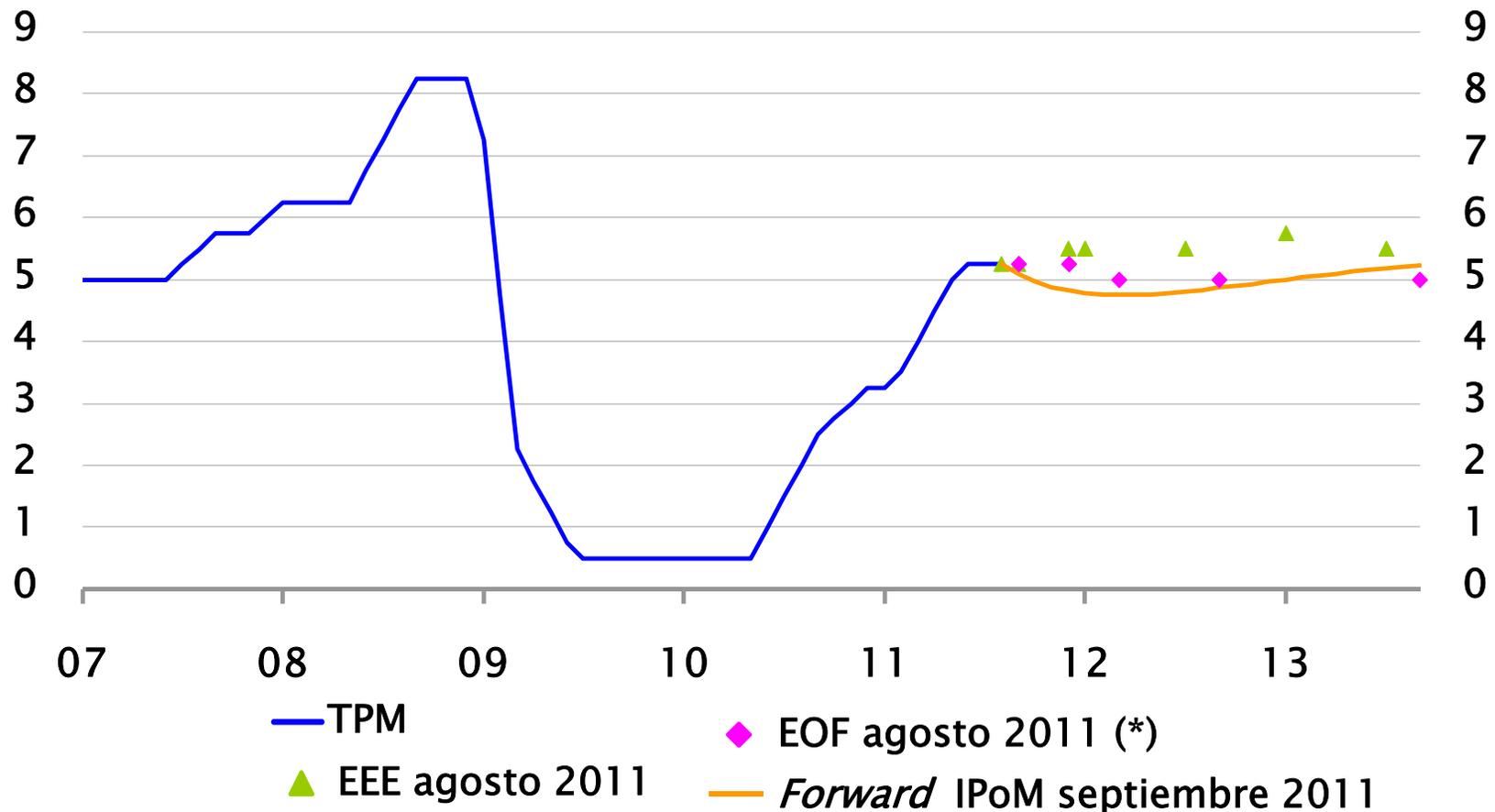


(1) Para la EOF se considera la encuesta de la primera quincena del mes, excepto para agosto 2011 que considera la encuesta de la segunda quincena. (2) Compensación inflacionaria *forward* a partir de tasas *swaps*. Fuente: Banco Central de Chile.



Respecto de la PM, 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. Nuestro escenario base utiliza como supuesto de trabajo que, en el corto plazo, la TPM será similar a su nivel actual.

TPM y expectativas  
(porcentaje)



(\*) Corresponde a la encuesta de la segunda quincena del mes.  
Fuente: Banco Central de Chile.



# Conclusiones



**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 panorama económico internacional:
  - No se puede descartar que los recientes episodios de estrés se repitan o intensifiquen, con consecuencias en el sector financiero y en la confianza de los agentes. El reducido espacio de acción de las políticas en el mundo desarrollado complican la respuesta ante este escenario.
  - Otro riesgo se relaciona con el crecimiento del mundo desarrollado, más allá del horizonte de proyección. Sigue presente la duda sobre la fortaleza de su proceso de recuperación, lo mismo que la posibilidad de que el crecimiento potencial de estas haya caído por efectos de la crisis.
  - La postergación de las alzas de las tasas de política monetaria en las economías desarrolladas y su falta de dinamismo pueden llevar a la búsqueda de mayores retornos en las emergentes, con un rebrote de los flujos de capitales hacia estas últimas, cuyo acomodo podría complicar el manejo de las políticas macroeconómicas.



**El Consejo estima que el balance de riesgos para la actividad está sesgado a la baja, mientras que para la inflación está equilibrado.**

---

- Internamente, los riesgos se centran en el dinamismo que sigue sosteniendo la actividad y la demanda. Tras moderarse en la primera mitad del año, algunos indicadores de consumo retomaron una tendencia al alza, lo que reafirma el riesgo presente de que la desaceleración del consumo y la inversión no se dé. Además, el mercado laboral sigue mostrando estrechez.



## 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

Manuel Marfán  
Banco Central de Chile