



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Septiembre 2011

Enrique Marshall R.
Consejero
Banco Central de Chile



Introducción

- Desde el IPoM de junio, la principal novedad ha provenido del escenario externo, al concretarse algunos de los riesgos contemplados en ese informe.
- 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.
- La significativa aversión al riesgo se ha reflejado en un descenso de las tasas de interés de largo plazo de algunas de las economías desarrolladas, una fuerte apreciación del franco suizo y un aumento del precio del oro, considerados como refugio de valor.
- Destaca el descenso de los precios de las materias primas con excepción de los productos agrícolas.



Introducción

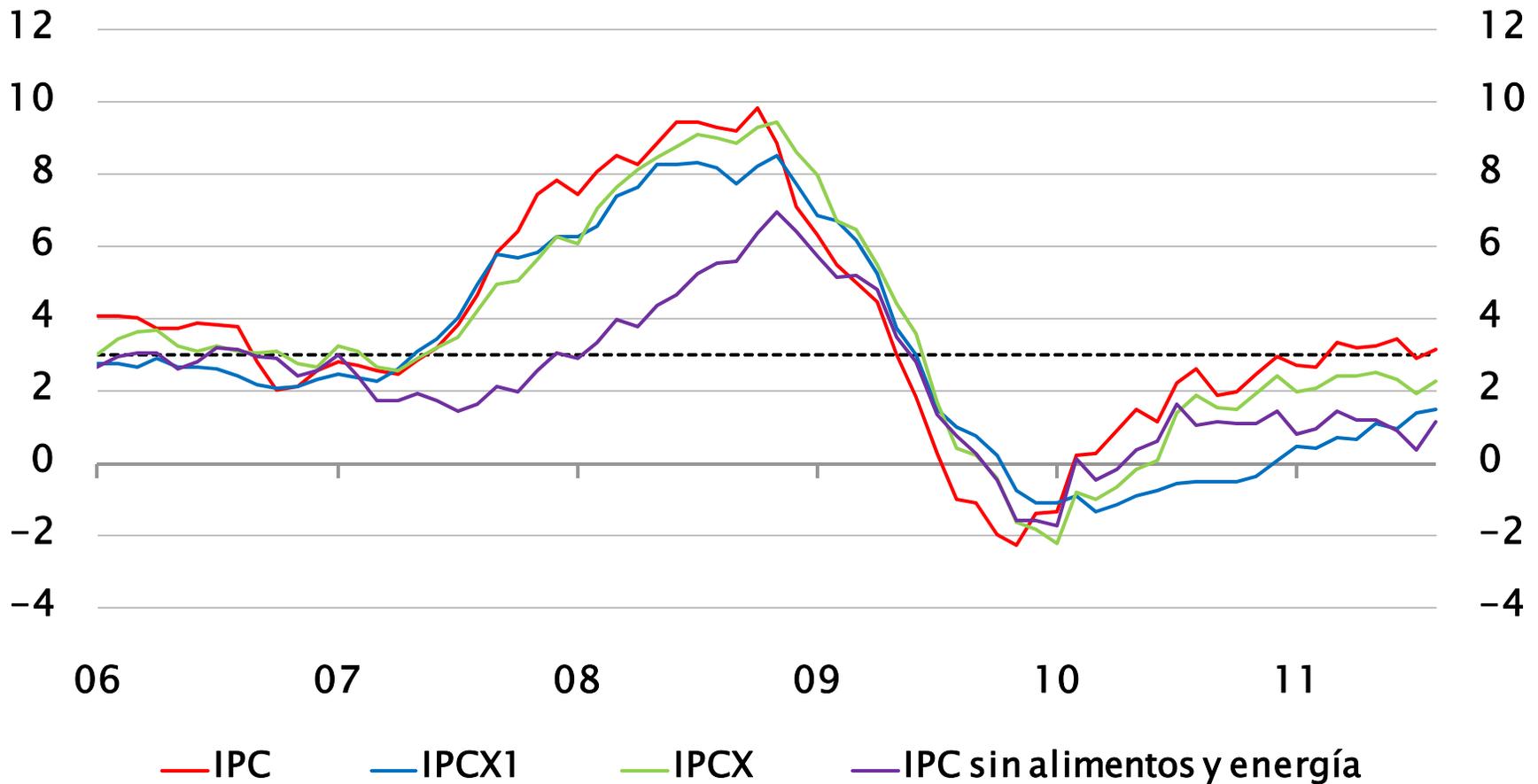
- En Chile, la turbulencia externa se ha manifestado en la evolución de algunas variables de los mercados financieros, en particular en el accionario y de renta fija.
- La actividad interna continuó moderándose en el segundo trimestre, aunque menos que lo previsto en junio. A su vez, la inflación ha completado un proceso de convergencia a la meta del 3%.
- 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

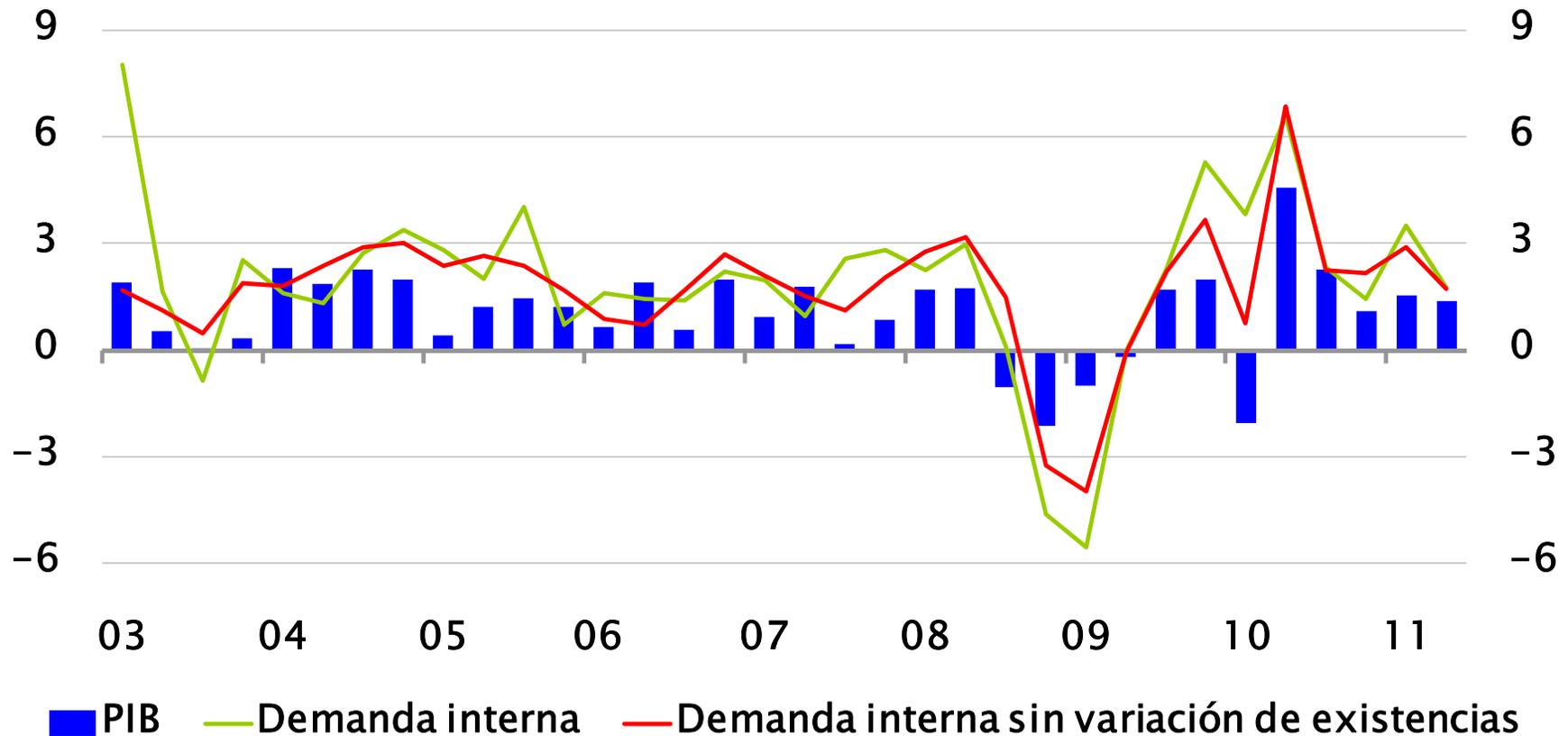
(variación anual, porcentaje)





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 (*)
(variación trimestral, porcentaje)



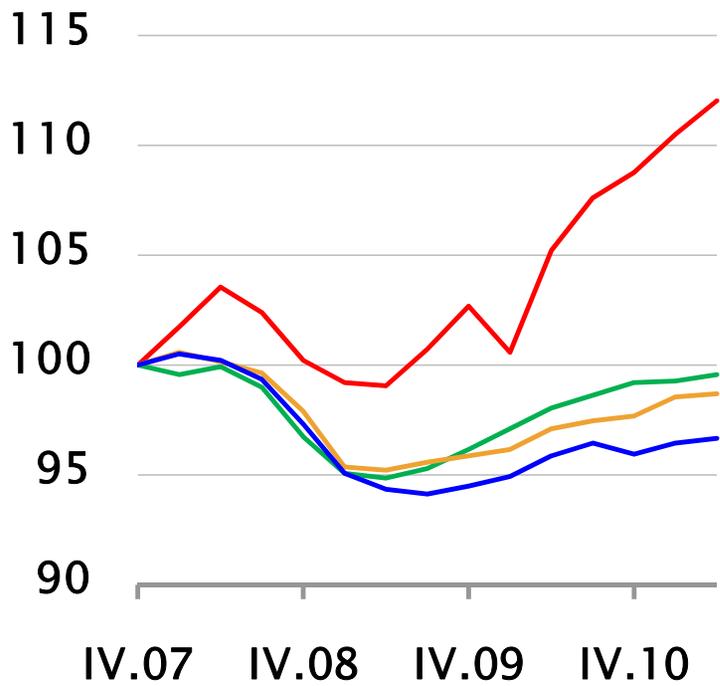
(*) Series desestacionalizadas.
Fuente: Banco Central de Chile.



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.

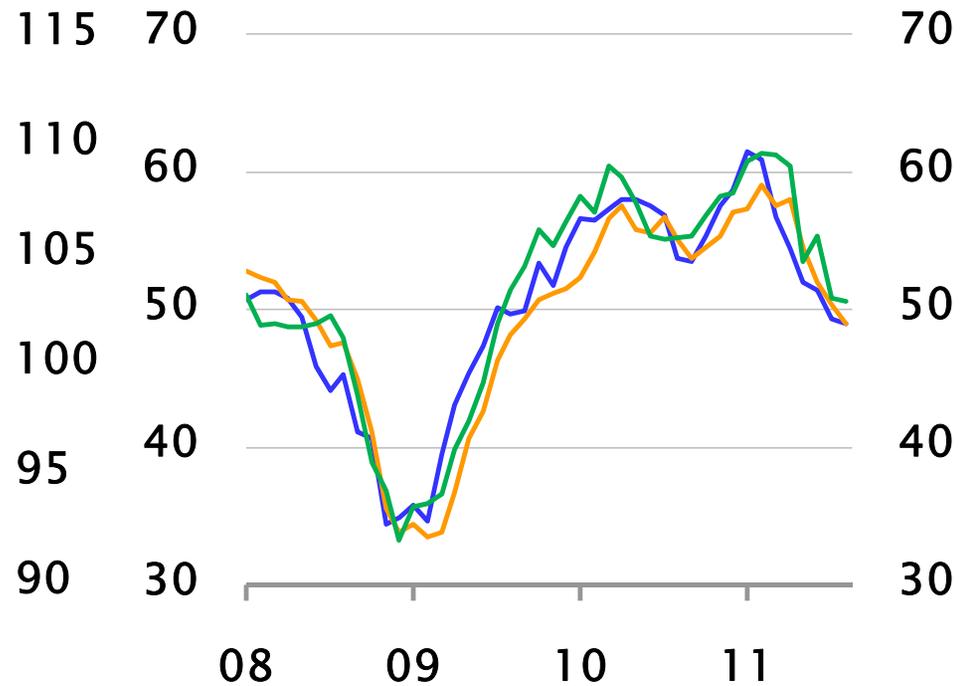
Producto interno bruto

(índice IV. 07=100, series trimestrales)



PMI manufacturero

(índice de difusión, pivote = 50)



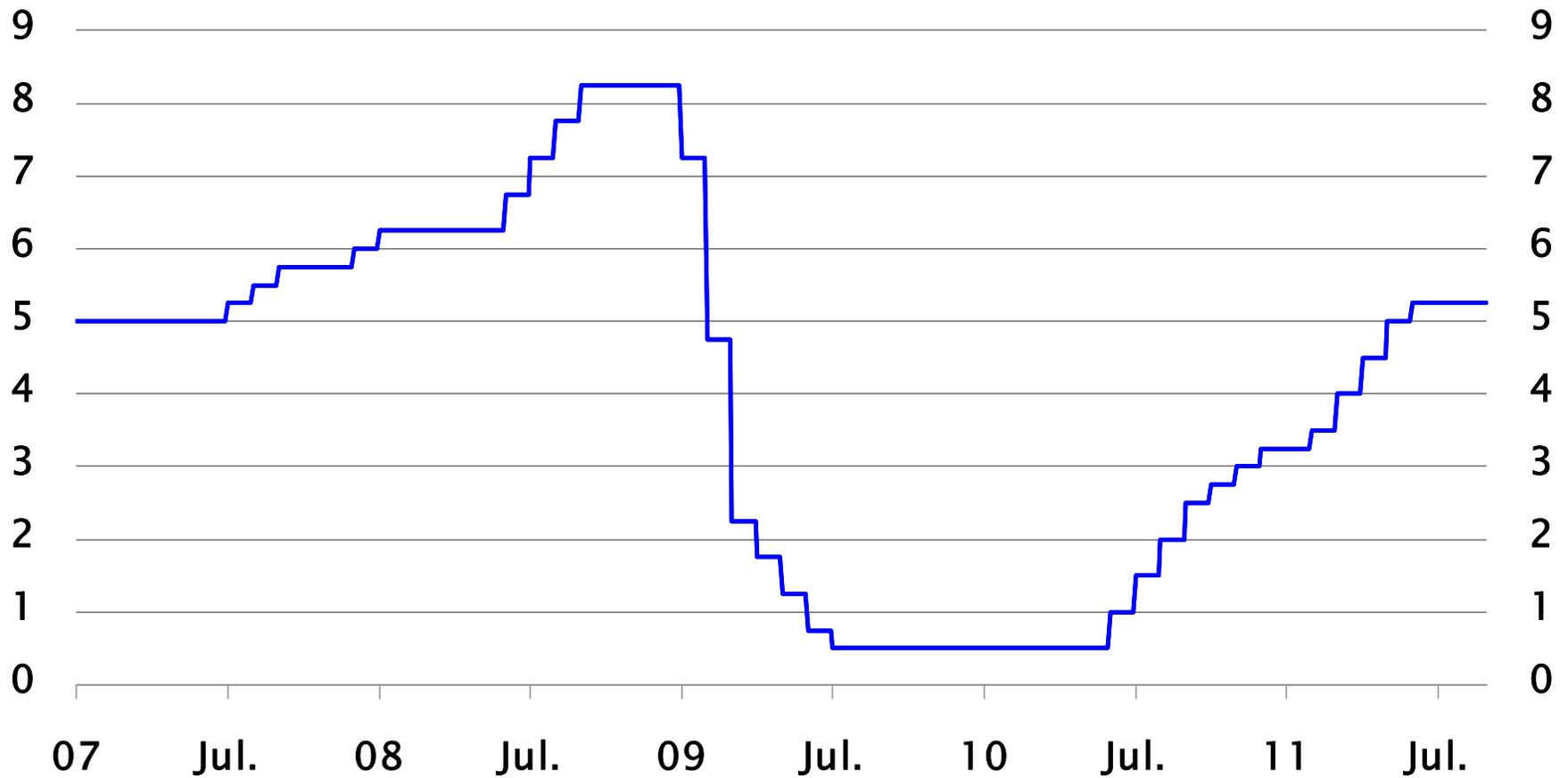
— Chile — EE.UU. — Reino Unido — Eurozona

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.



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

Tasa de Política Monetaria (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.



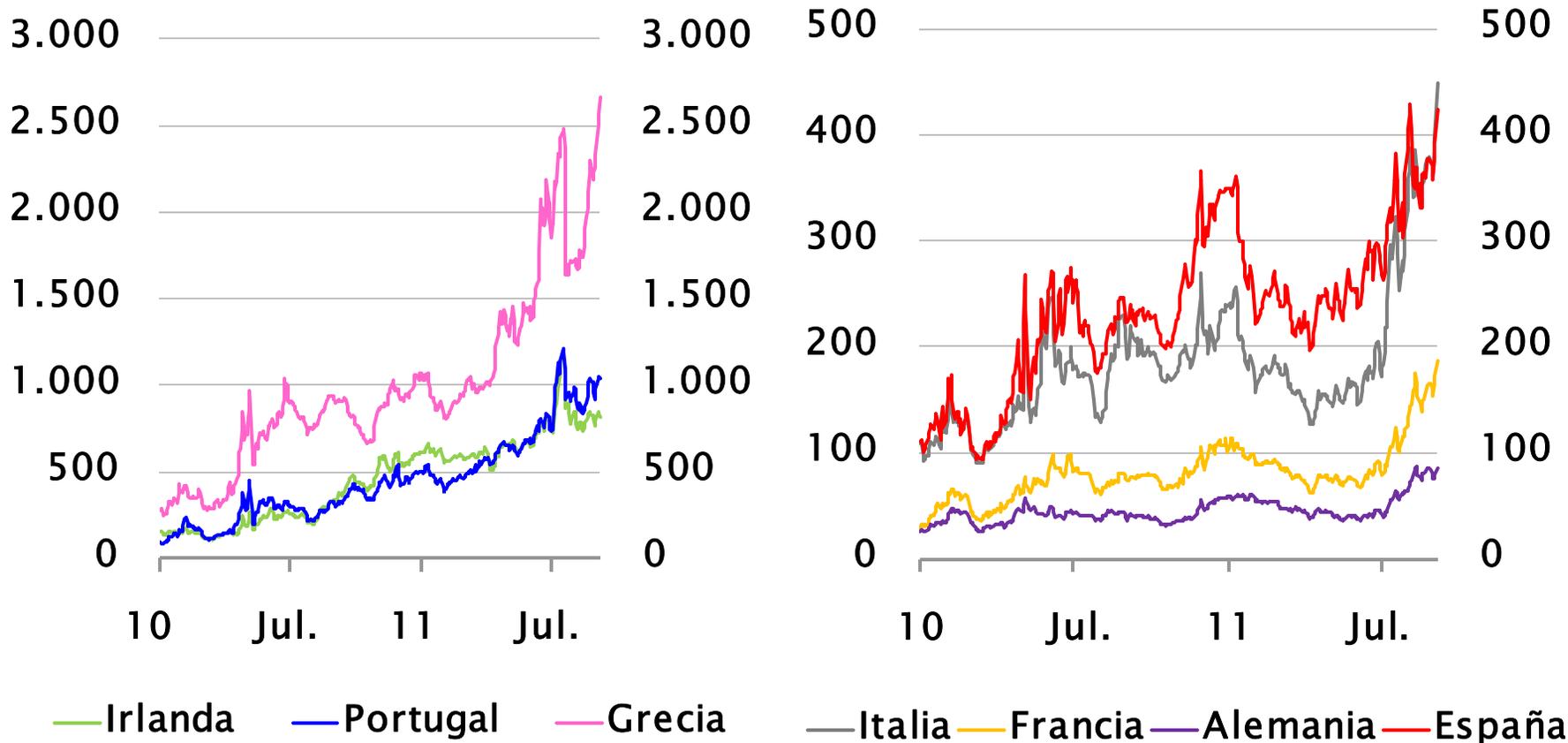
Escenario macroeconómico



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.

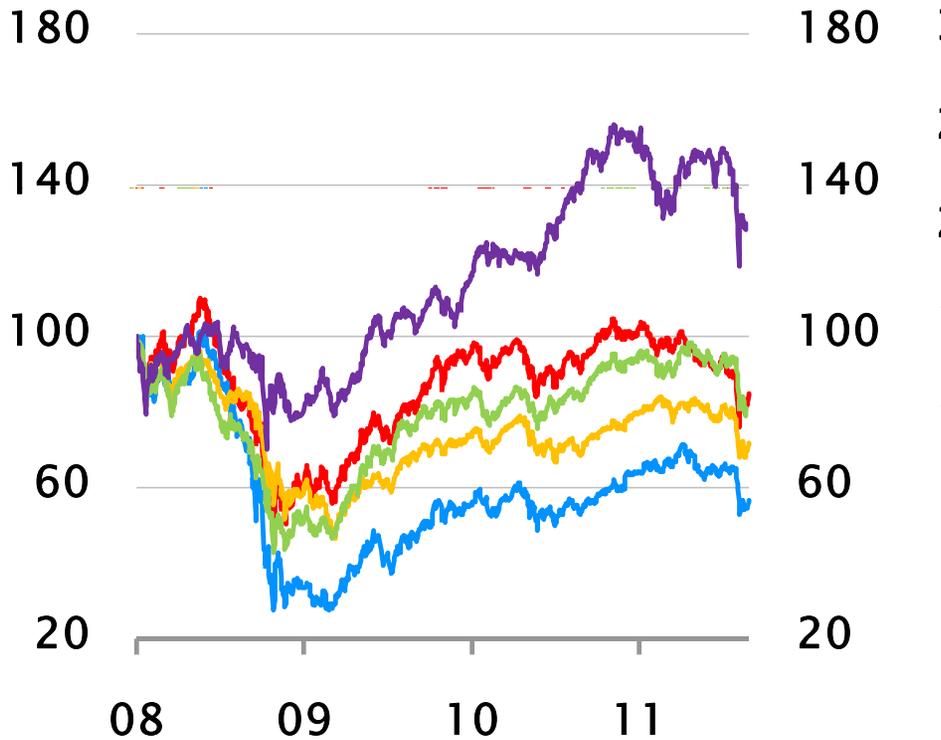
Fuente: Bloomberg.



La mayor incertidumbre financiera ha generado cambios relevantes de los precios de los activos. Destaca la significativa caída de las bolsas y del precio del cobre y del petróleo. En cambio, el oro muestra alzas importantes.

Bolsas mundiales (*)

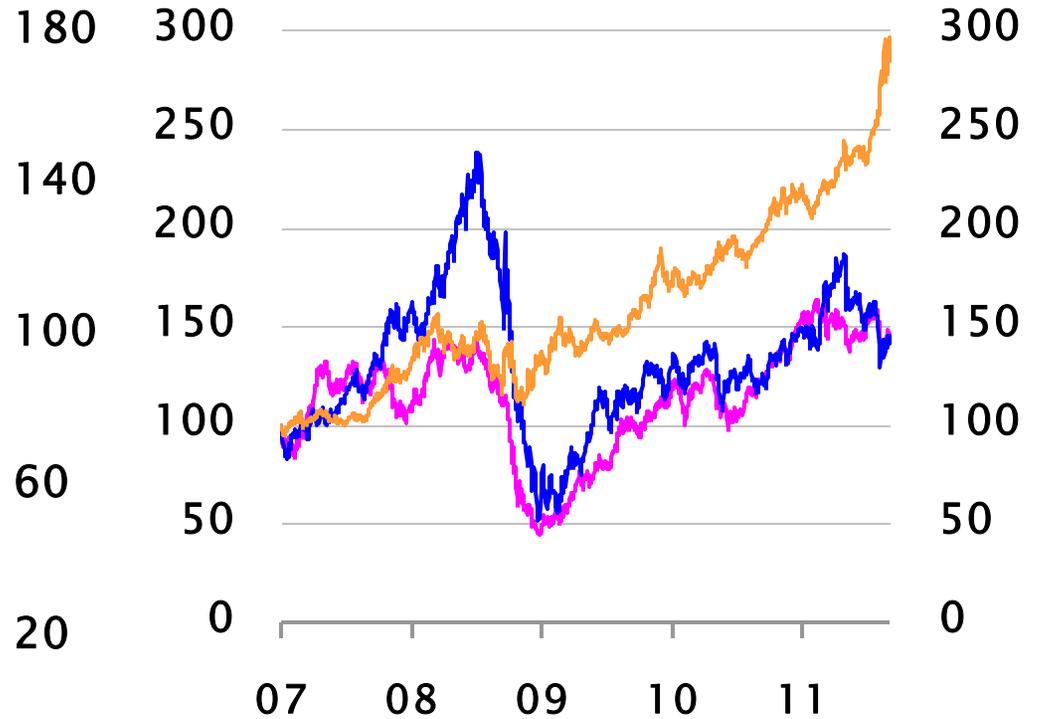
(índice 02/01/2008=100)



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

Precios de materias primas

(índice 02/01/2007=100)



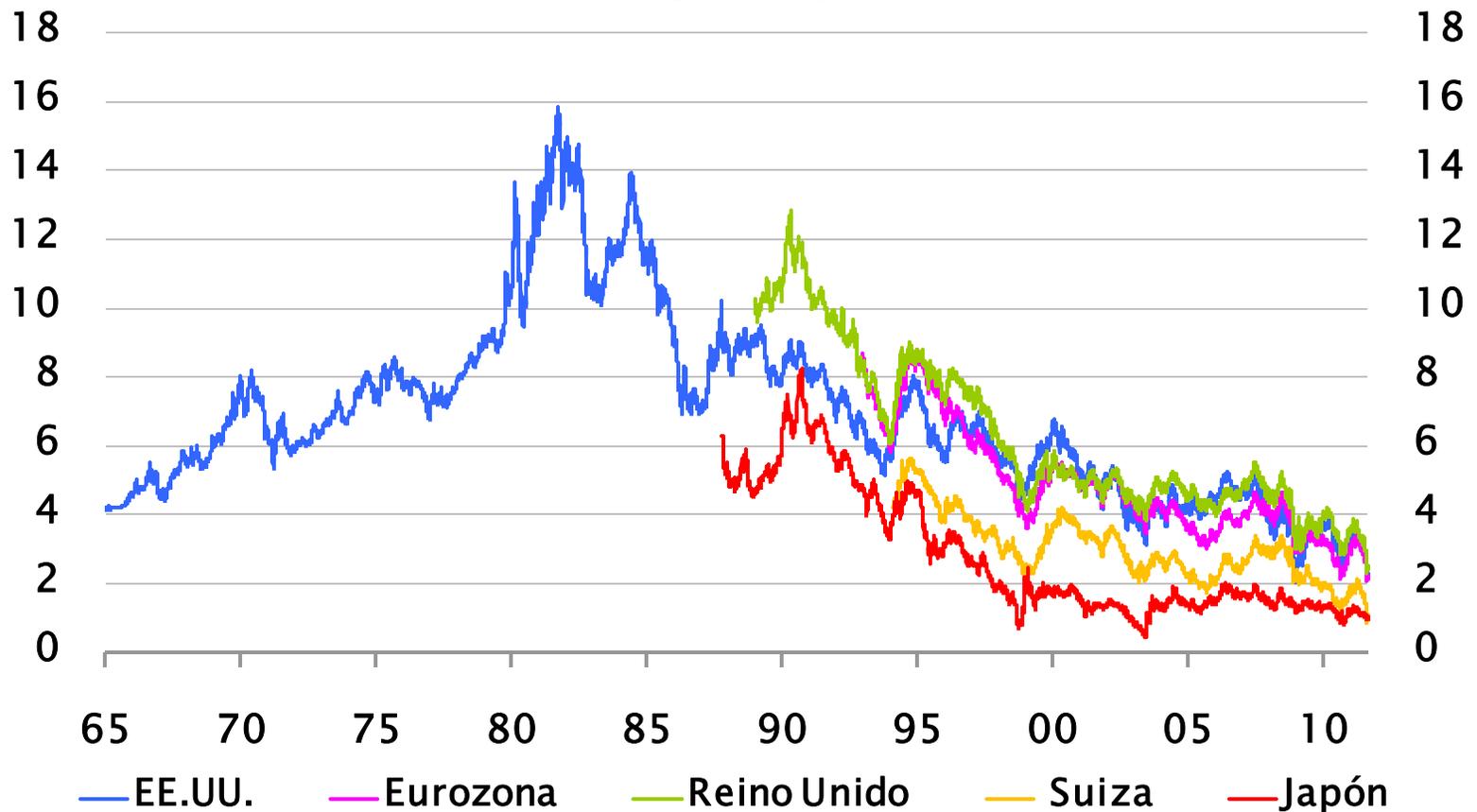
- Cobre
- Petróleo WTI
- Oro

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



Asimismo, destaca el descenso de las tasas de interés de largo plazo de varias economías desarrolladas que incluso han alcanzado mínimos históricos.

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



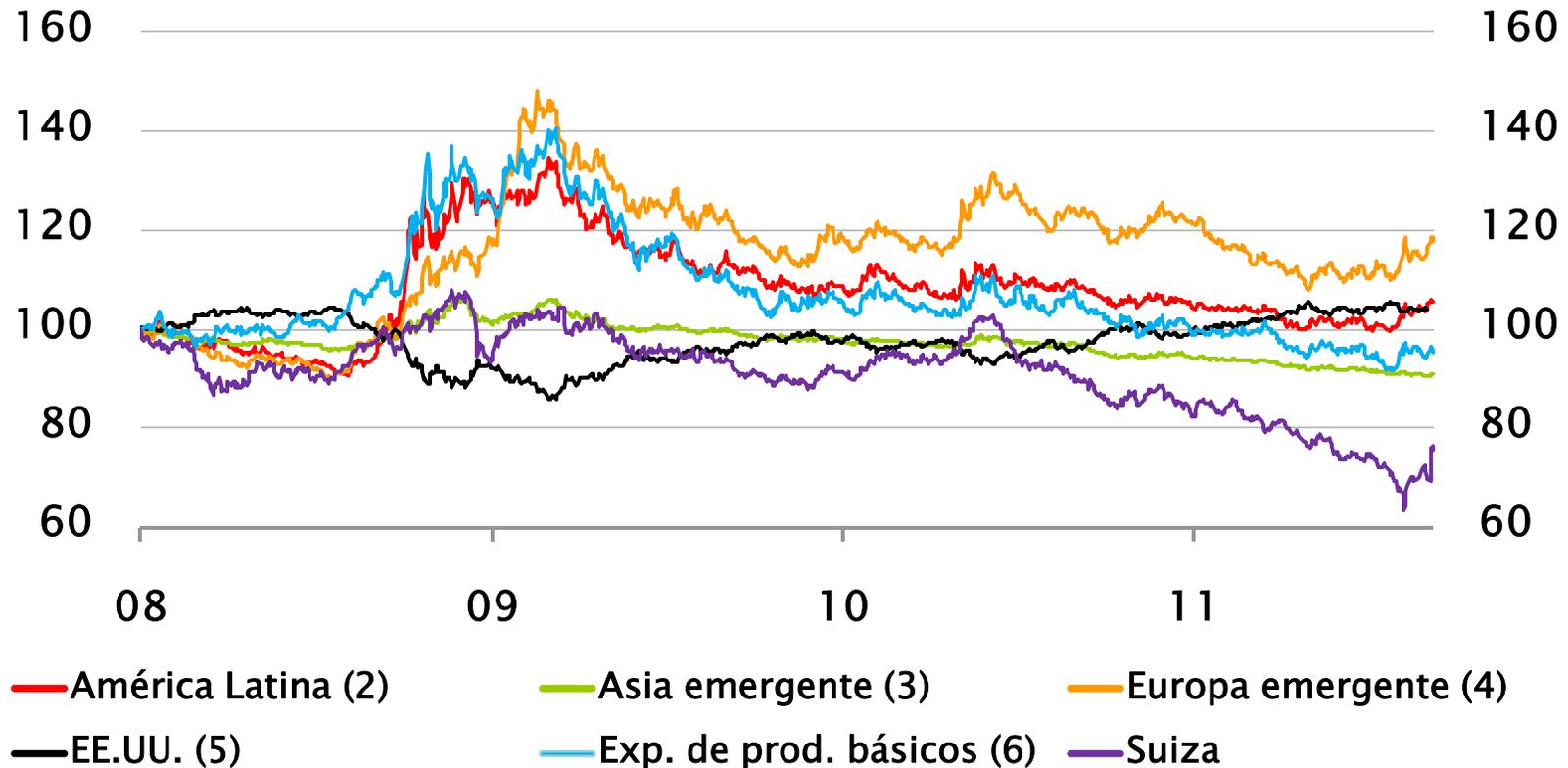
(*) Corresponde a las tasas de interés de los bonos de gobierno a 10 años.
Fuente: Bloomberg.



Se ha sumado, en menor medida, el fortalecimiento del dólar frente a algunas monedas, y la significativa apreciación del franco suizo.

Paridades de monedas (1)

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

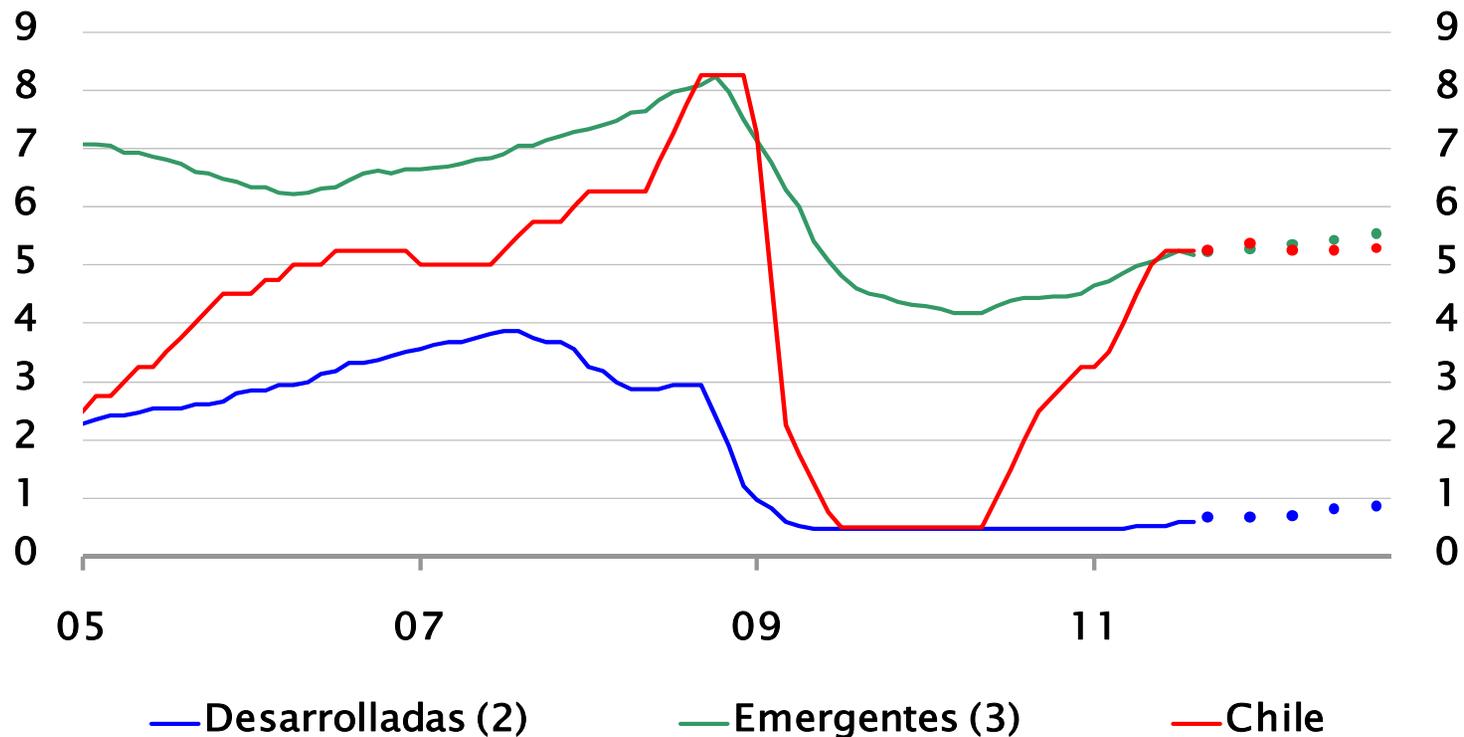


(1) Aumento indica depreciación. Para las regiones corresponde a un promedio ponderado a PPC. (2) Incluye a Argentina, Brasil, Chile y México. (3) Incluye a China, Indonesia, Malasia, Rep. Corea y Tailandia. (4) Incluye a Hungría, Polonia, Rep. Checa y Rusia. (5) Dólar respecto de una canasta de monedas 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, lo más probable es que la PM mantenga su actual grado de expansividad por un periodo prolongado y no se descarta que incluso se acentúe.

Tasa de Política Monetaria efectiva y esperada en el mundo (1) (porcentaje)



(1) Promedio simple de las TPMs 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.

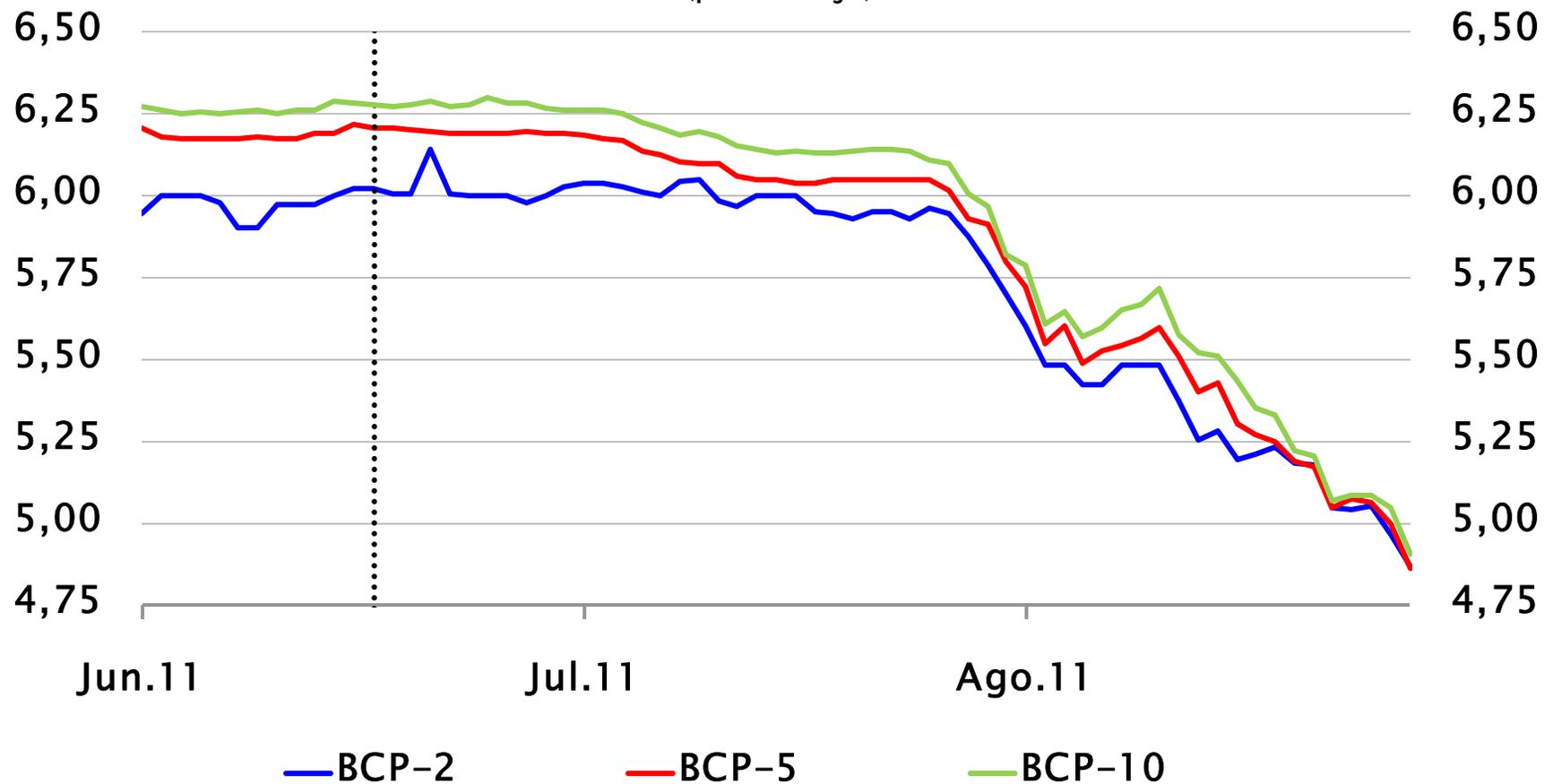
Fuentes: Banco Central de Chile, Bancos centrales de los respectivos países y Bloomberg.



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

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

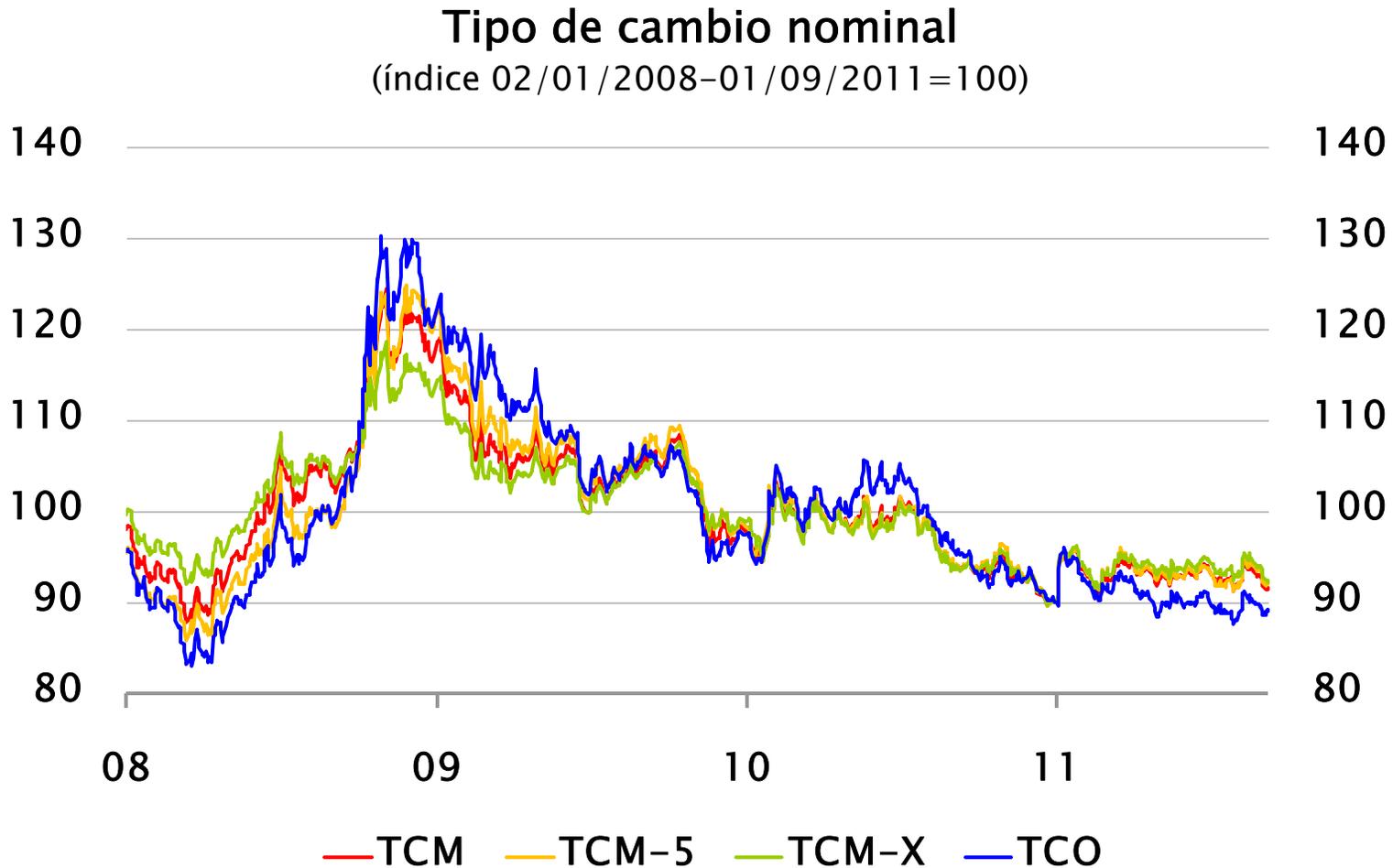
(porcentaje)



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



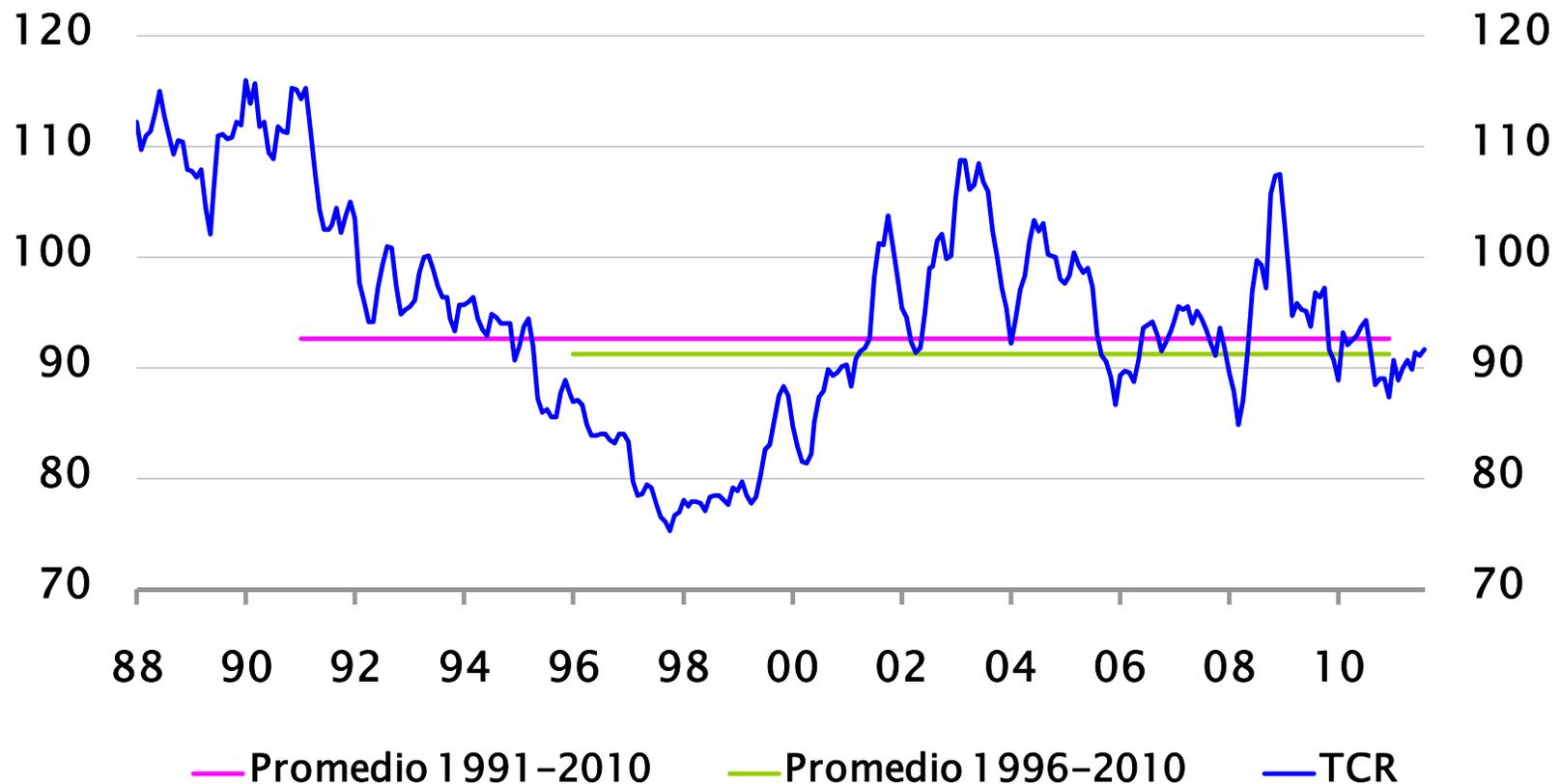
Un factor distintivo del actual episodio de estrés financiero ha sido la respuesta del peso chileno. Acostumbrados a una depreciación importante y duradera, esta vez, al menos en el corto plazo, la depreciación inicial se ha revertido con rapidez.





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)



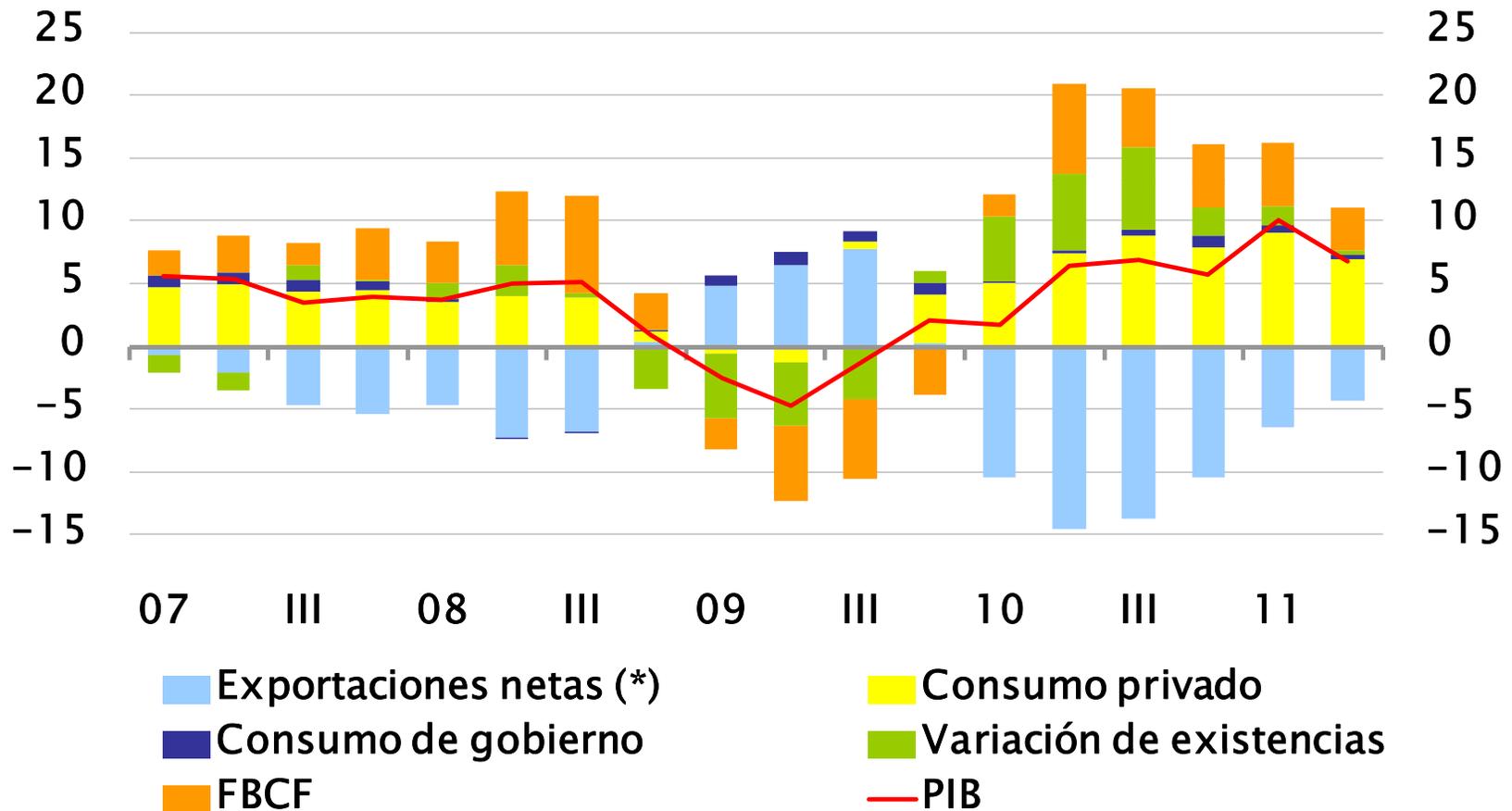
(*) Preliminar para agosto del 2011.
Fuente: Banco Central de Chile.



El dinamismo de la demanda continuó moderándose en el segundo trimestre. Su evolución siguió siendo explicada por el comportamiento del consumo y de la formación bruta de capital fijo.

Contribución al crecimiento anual del PIB

(variación real anual, puntos porcentuales)



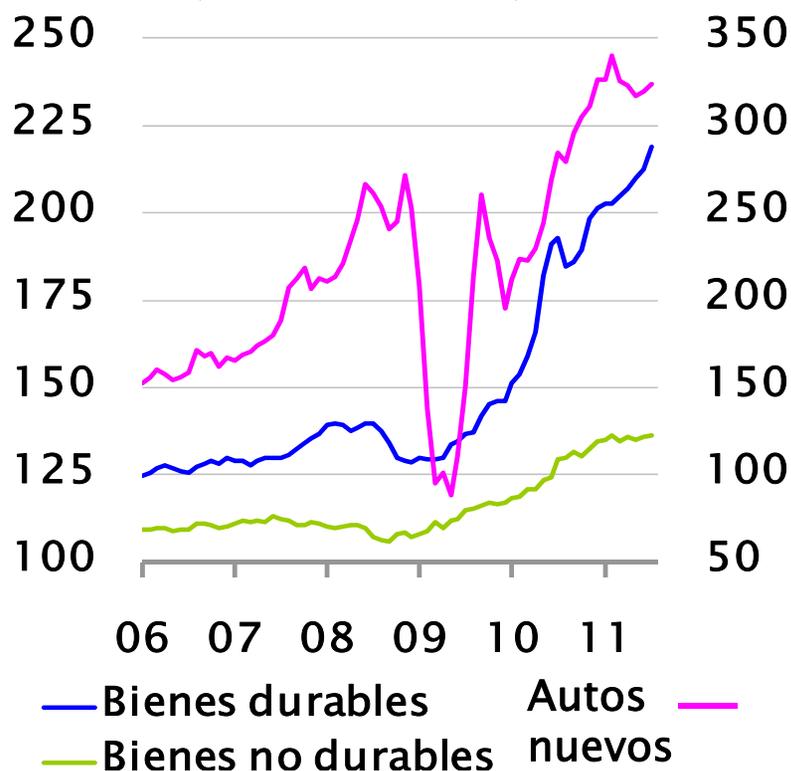
(*) Exportaciones de bienes y servicios menos importaciones de bienes y servicios.
Fuente: Banco Central de Chile.



Indicadores parciales del tercer cuarto sugieren que la 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.

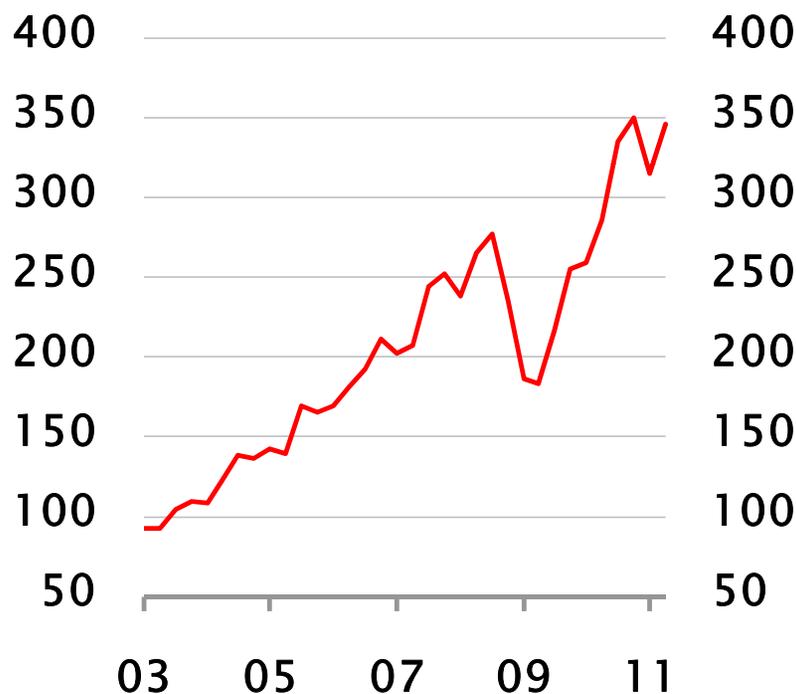
Ventas del comercio minorista y de autos nuevos (*)

(índice 2003=100)



Importaciones de bienes de consumo

(índice de cantidad, 2003=100)

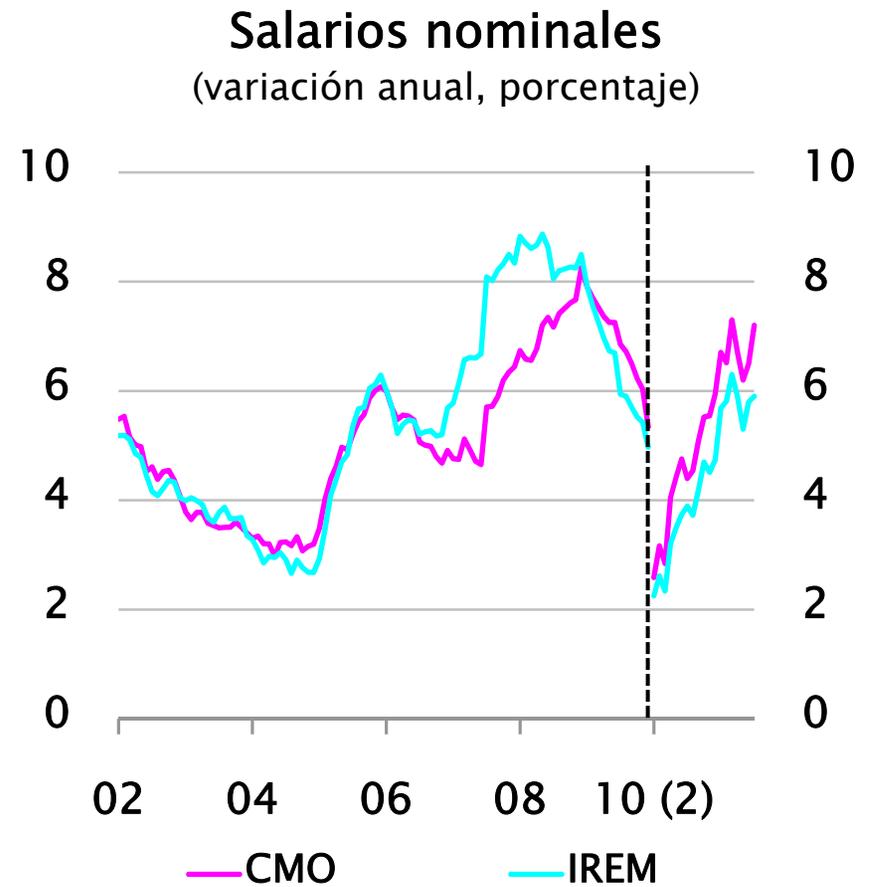
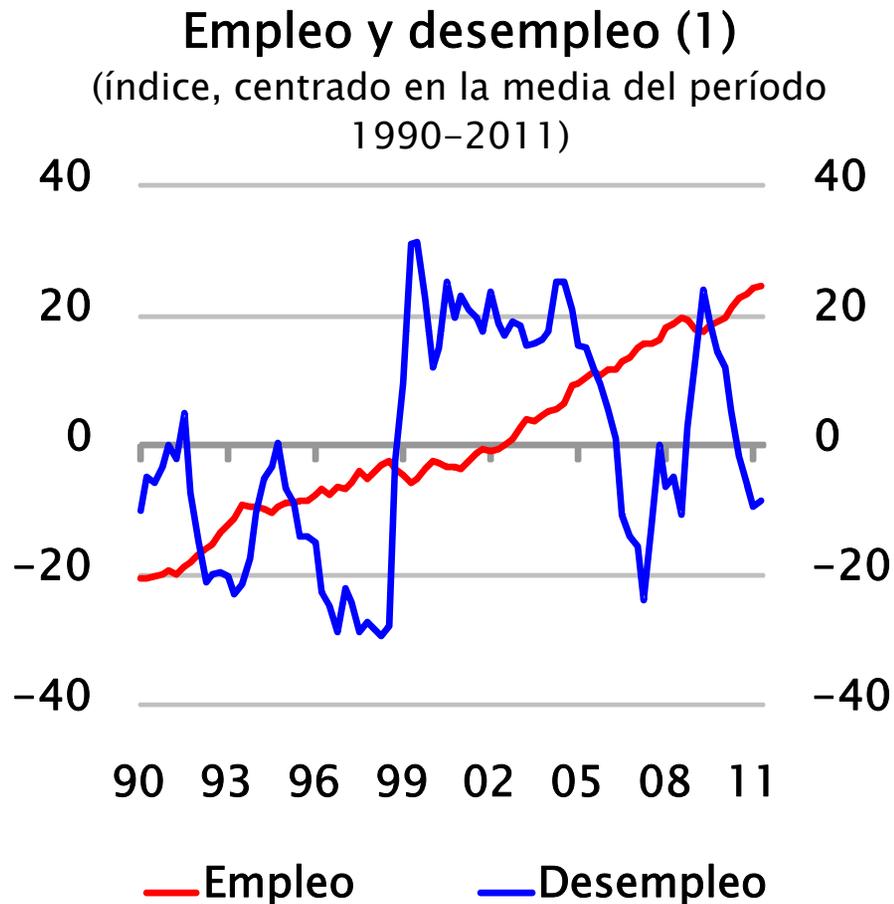


(*) Ventidas en el trimestre móvil. Series desestacionalizadas.

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 ...



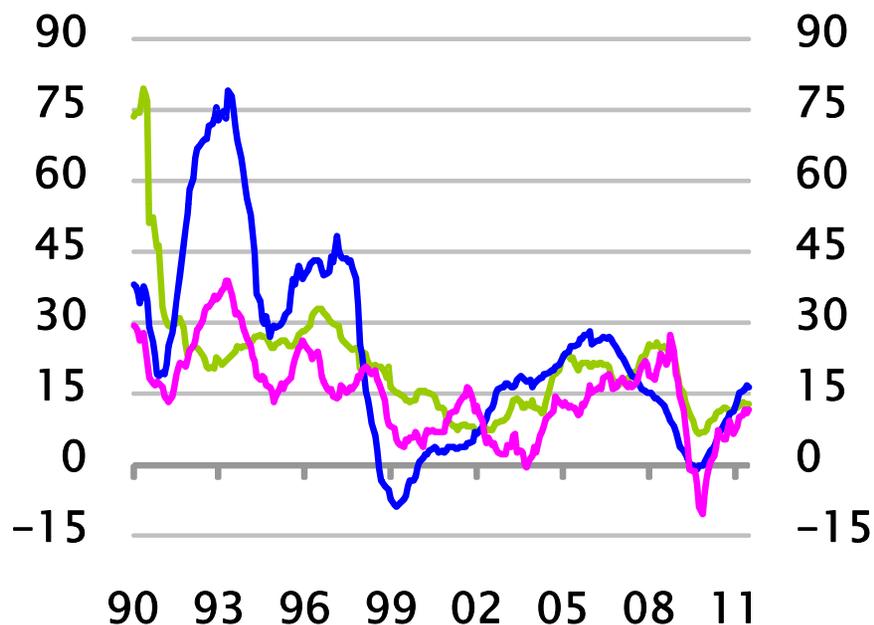
(1) Series desestacionalizadas. (2) A partir de enero del 2010 se utilizan los nuevos índices con base anual 2009=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores. Fuentes: Banco Central de Chile, Instituto Nacional de Estadísticas y Ricaurte, M. 2011. "Indicadores de Mercado Laboral para la Comparación de las Crisis Asiática y Financiera Internacional". Documento preliminar. Banco Central de Chile. Junio.



...y condiciones financieras que se mantuvieron favorables, con un crédito cuya tasa de expansión anual iba en aumento.

Colocaciones por tipo de crédito (1)

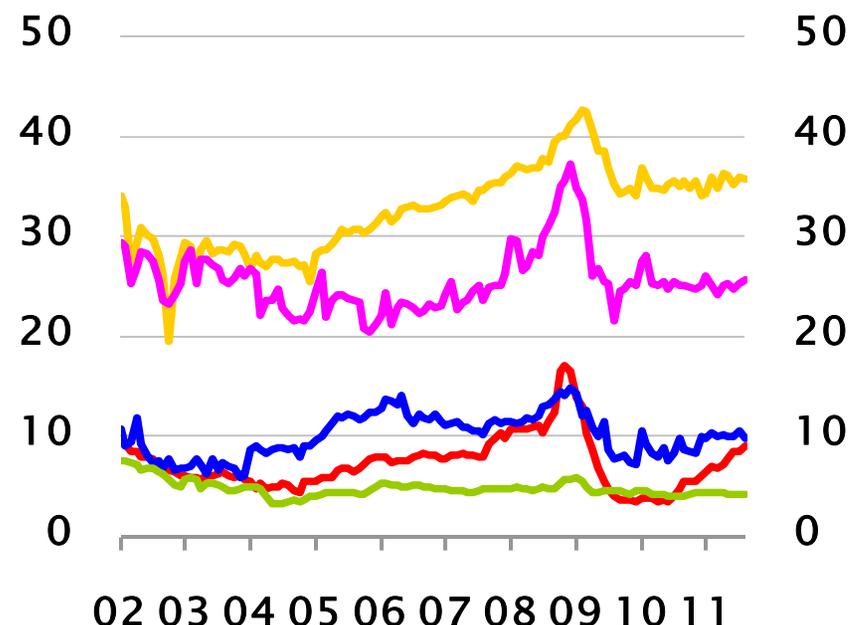
(variación anual, porcentaje)



— Vivienda — Consumo — Empresas (2)

Tasas de interés de colocación (3)

(variación anual, porcentaje)



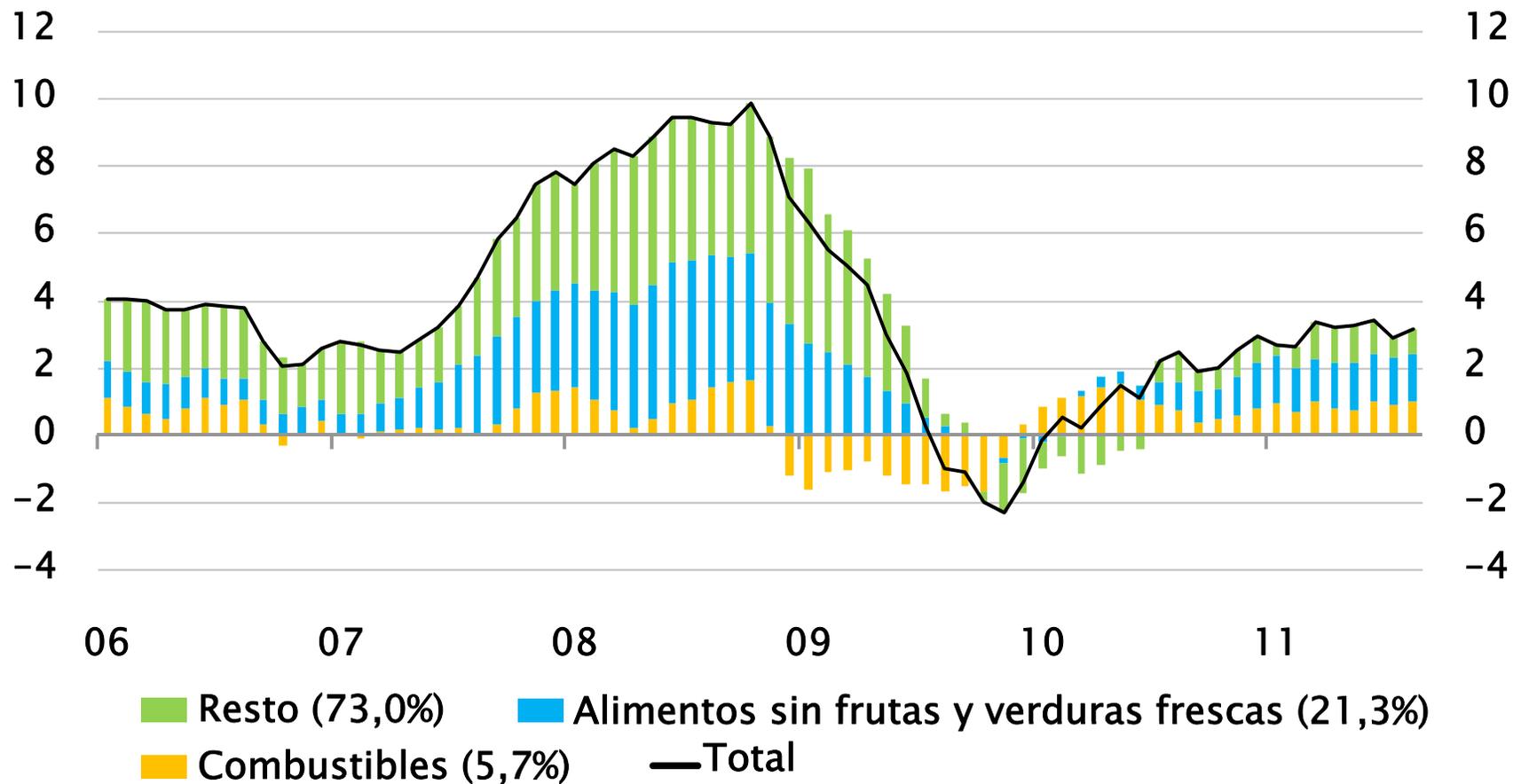
— Consumo entre 181 días y un año (4)
— Consumo más de 3 años (4)
— Comerciales entre 30 y 89 días (4)
— Comerciales entre 181 días y un año (4)
— Vivienda más de 3 años (5)

(1) Cifra preliminar a julio del 2011. (2) Corresponden a la suma de los créditos comerciales y de comercio exterior. (3) Tasas promedio ponderadas de todas las operaciones efectuadas en el mes. (4) Tasas nominales. (5) Tasas en UF. Fuentes: Banco Central de Chile y Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.



El panorama inflacionario se ha seguido caracterizando por un traspaso acotado de los precios internacionales de los alimentos al mercado local. Su propagación y la de los combustibles ha sido 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



En el escenario base, el crecimiento mundial 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.

Crecimiento mundial (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

(e) Estimación.

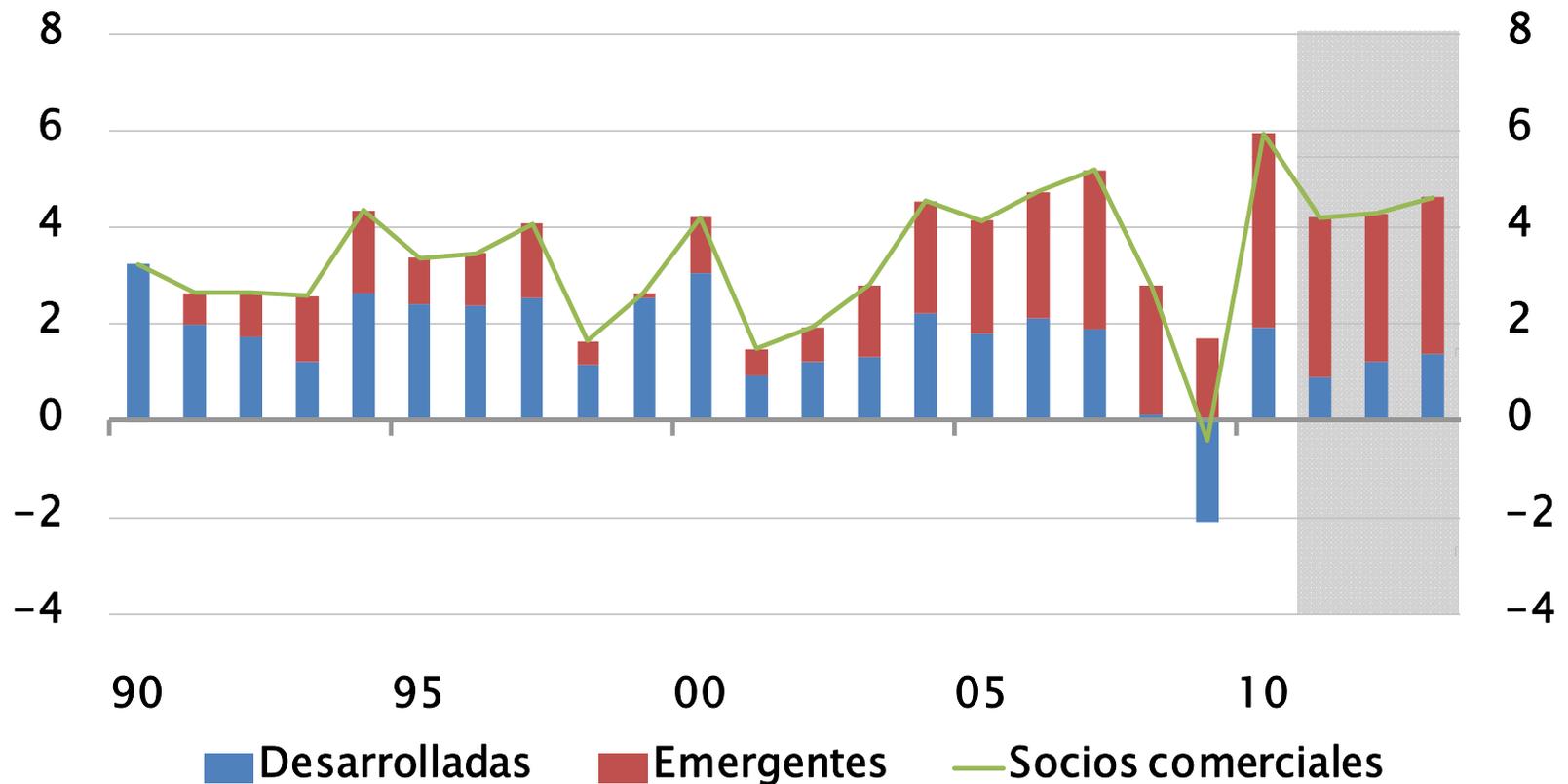
(f) Proyección.

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 mayor contribución 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 mayor debilidad externa se verificará en un descenso de los términos de intercambio en los próximos dos años. El precio del cobre promediará US\$3,6 la libra y el barril del petróleo WTI US\$90.

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.



En este escenario de menor impulso externo, 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 estará entre 4,25 y 5,25%.

Crecimiento económico

(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

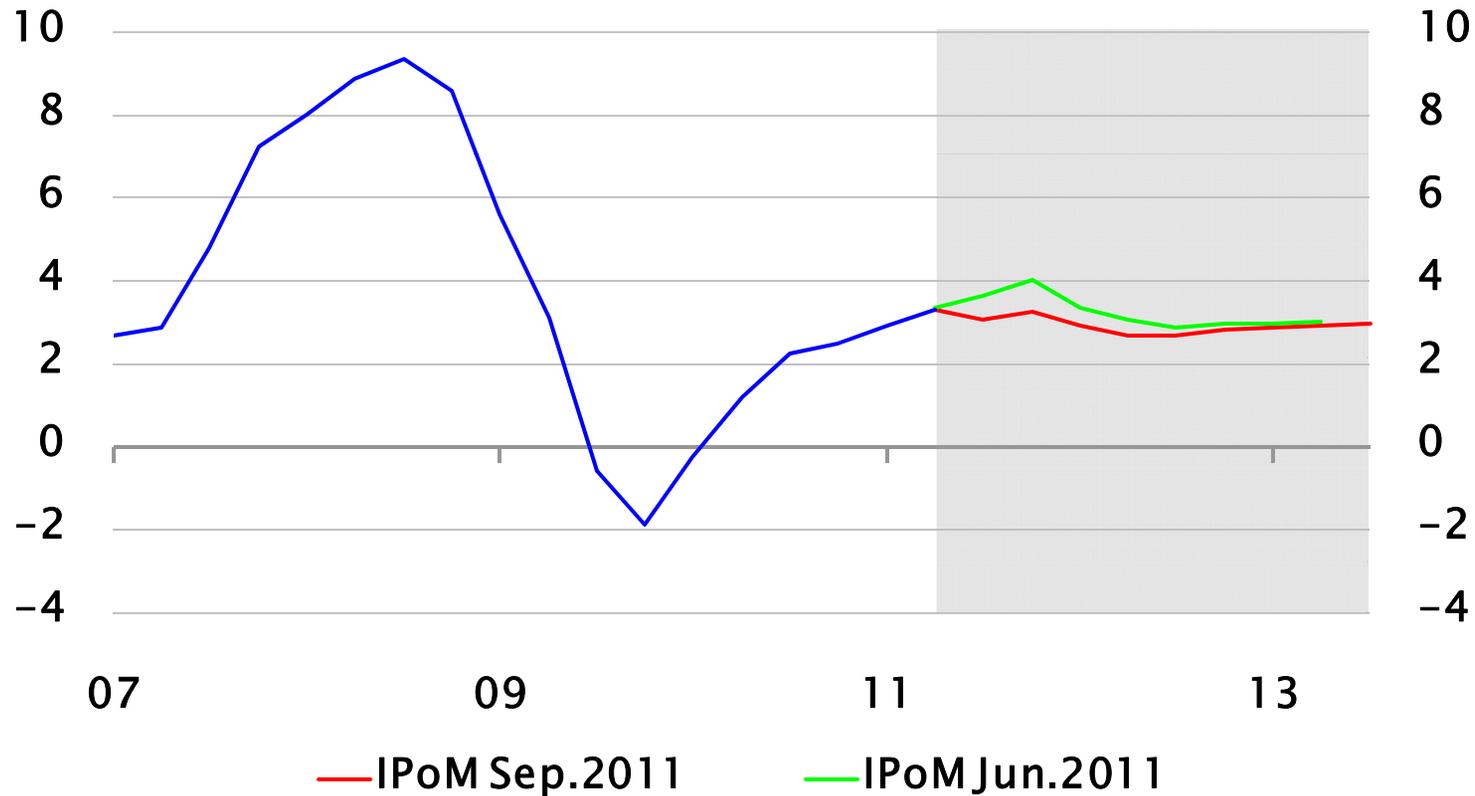
(f) Proyección.

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 fines de año, la inflación anual del IPC es 0,7pp menor que lo previsto anteriormente, de los cuales 0,5pp corresponden a este efecto.

Inflación IPC (*)
(variación anual, porcentaje)

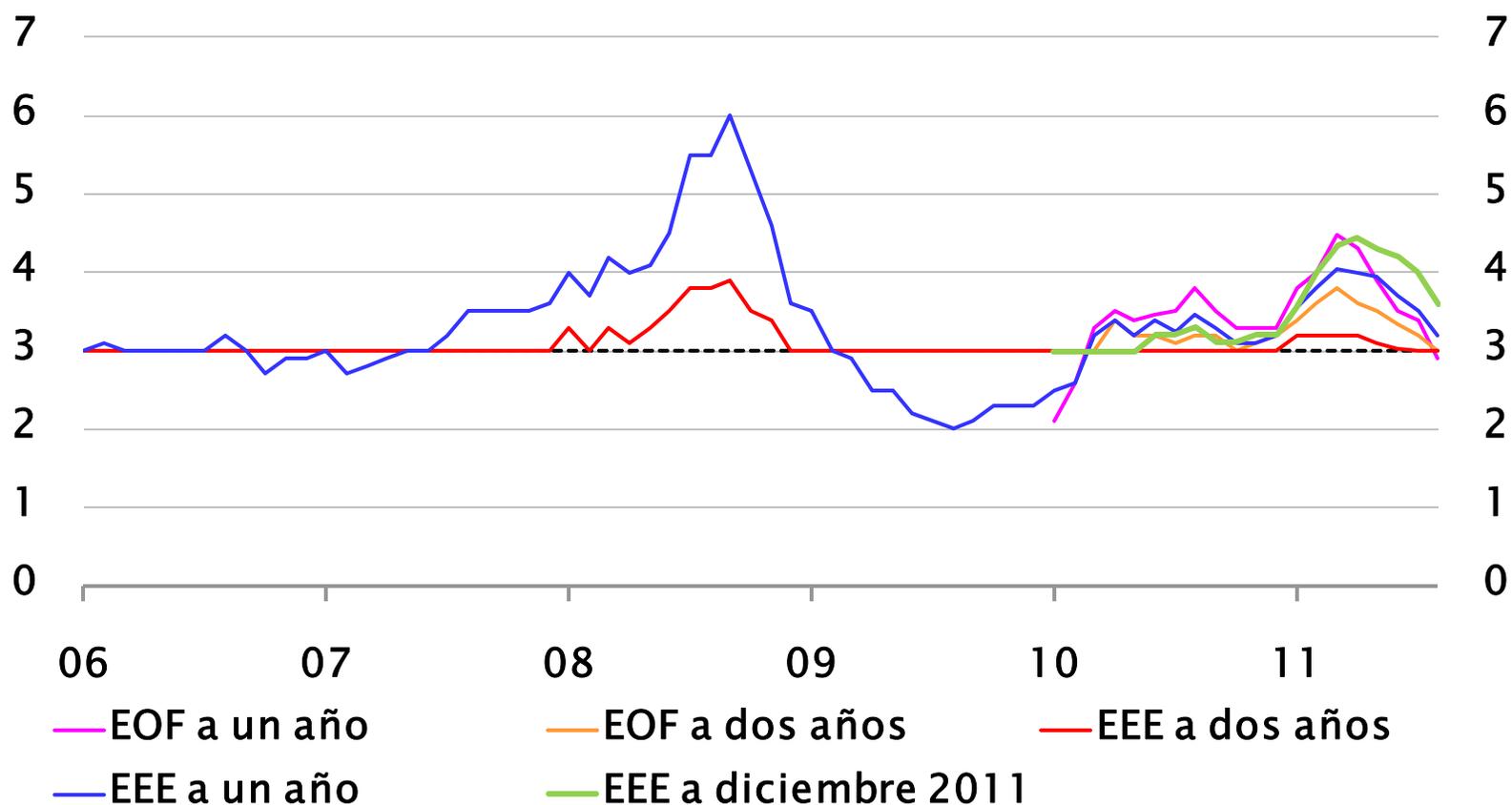


(*) El área gris, a partir del tercer trimestre del 2011, corresponde a la proyección.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



Las expectativas de inflación privadas 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)

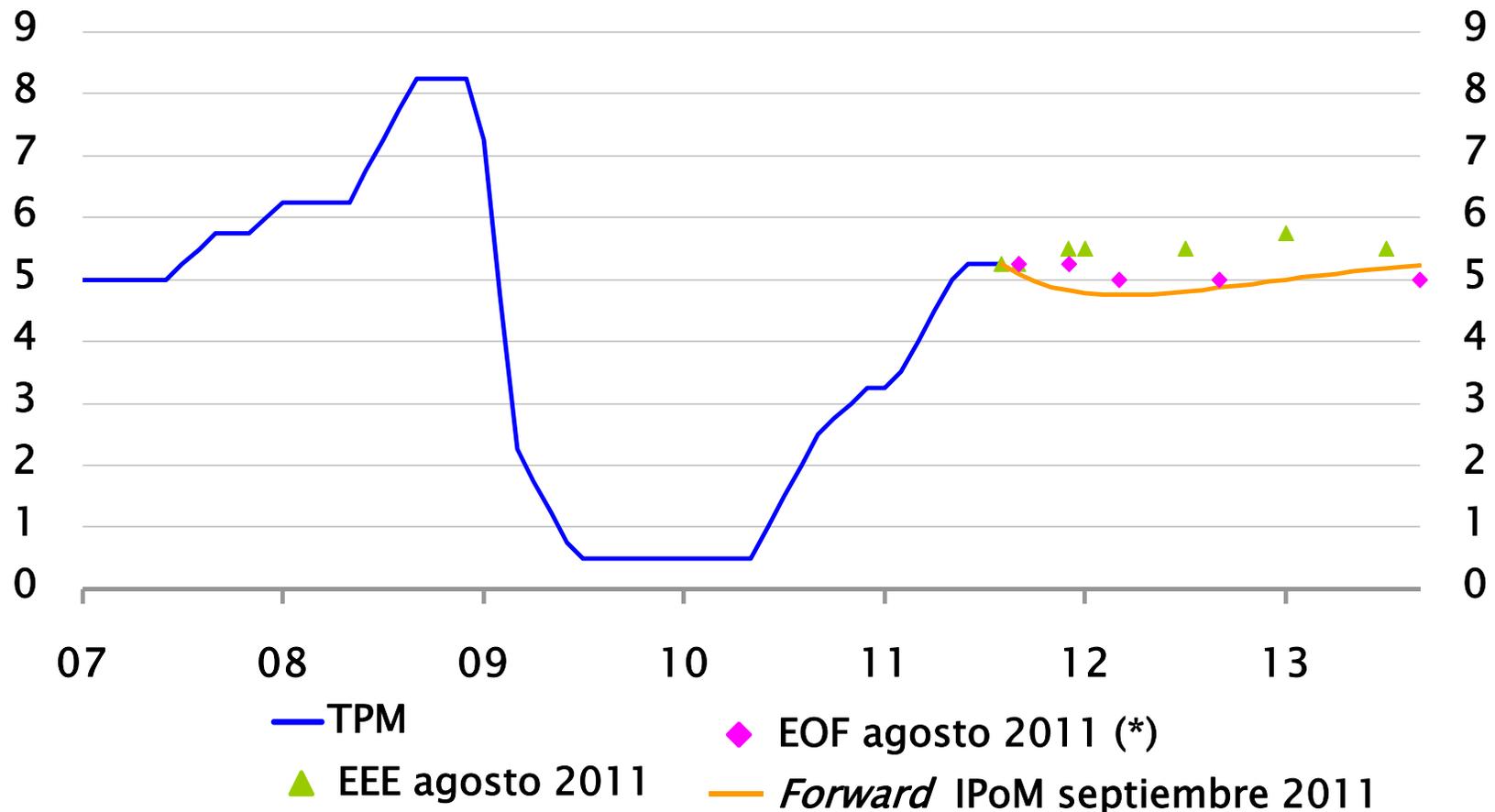


(*) Para la EOF se considera la encuesta de la primera quincena del mes, excepto para agosto del 2011 que considera la encuesta de la segunda quincena.
Fuente: Banco Central de Chile.



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.

TPM y expectativas
(porcentaje)



(*) 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.
 - 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.



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

Enrique Marshall R.
Consejero
Banco Central de Chile