



# INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA

## Primer Semestre 2011

---

# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

## Junio 2011

Enrique Marshall  
Consejero



# Introducción

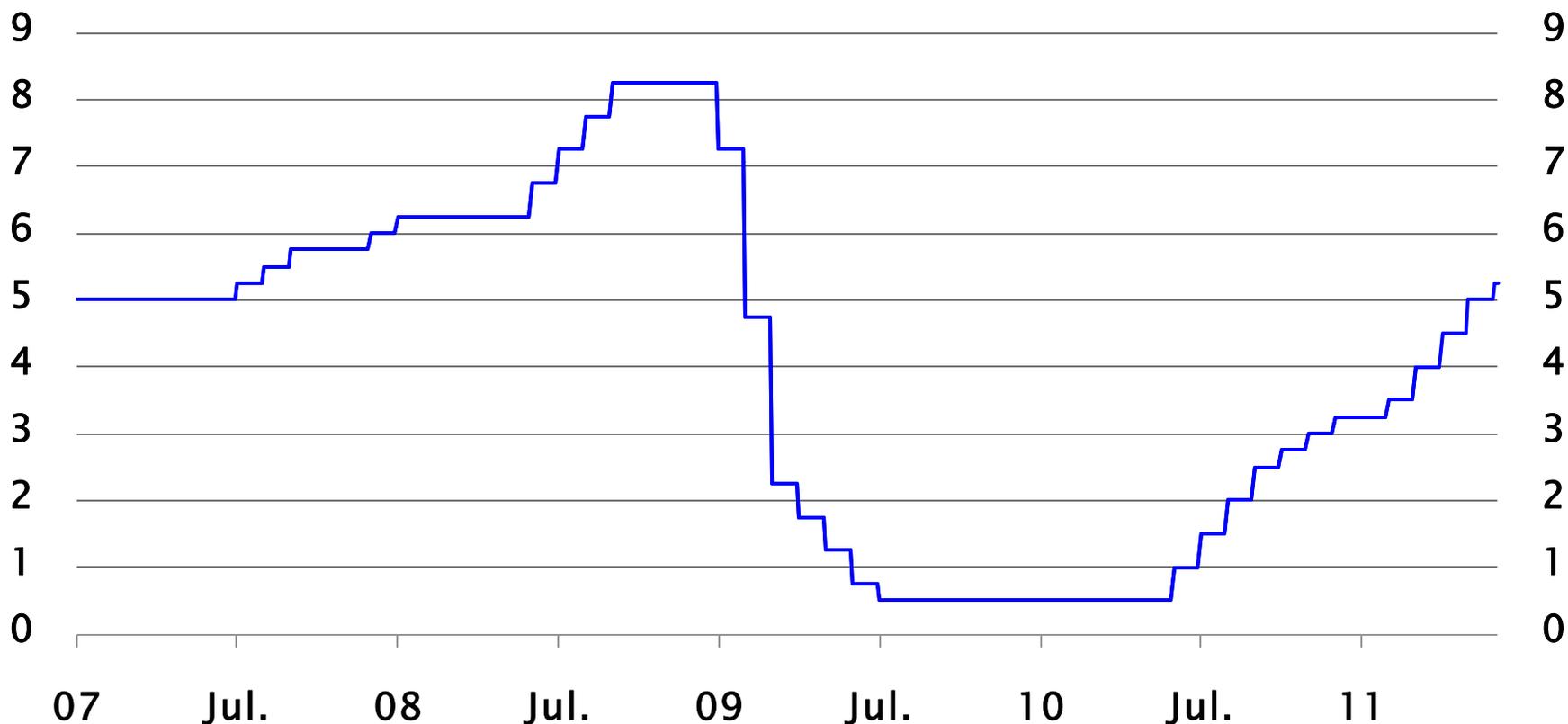
---

- La actividad interna creció por sobre lo esperado en el primer trimestre. Sin embargo, los antecedentes de los últimos meses muestran cierta moderación.
- La inflación total continúa en torno a 3% y los registros subyacentes, con una trayectoria ascendente, siguen contenidos. La propagación de los shocks de precios específicos ha sido coherente con lo anticipado.
- Los riesgos inflacionarios se han atenuado desde el IPoM de marzo, en respuesta a los cambios en el escenario macroeconómico y la política monetaria.
- El Consejo ha ubicado la TPM en 5,25% en junio y ha comunicado que, en el escenario más probable, serán necesarios nuevos aumentos, cuya oportunidad dependerá de la evolución de las condiciones macroeconómicas.



El Consejo, para prevenir la ocurrencia de un escenario inflacionario negativo, aceleró el ritmo de normalización de la TPM entre marzo y mayo.

Tasa de Política Monetaria  
(porcentaje)

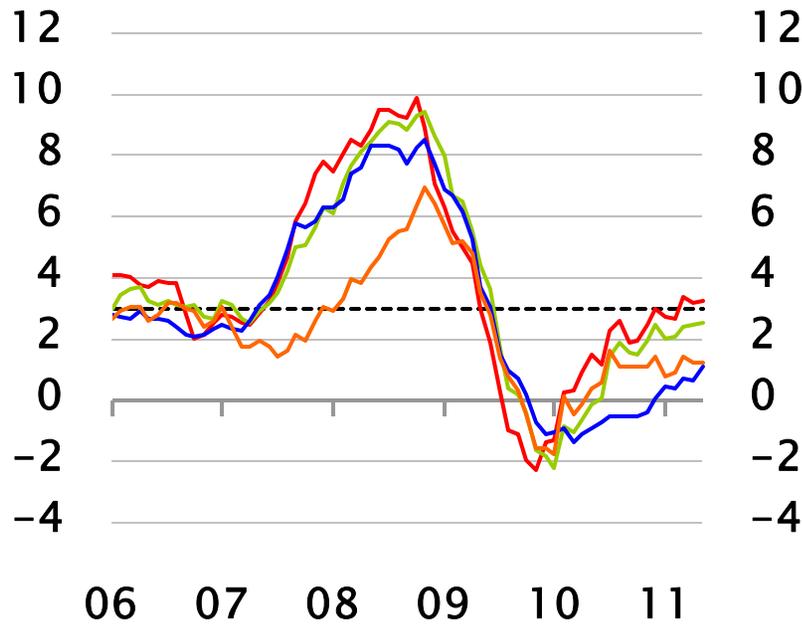


Fuente: Banco Central de Chile.



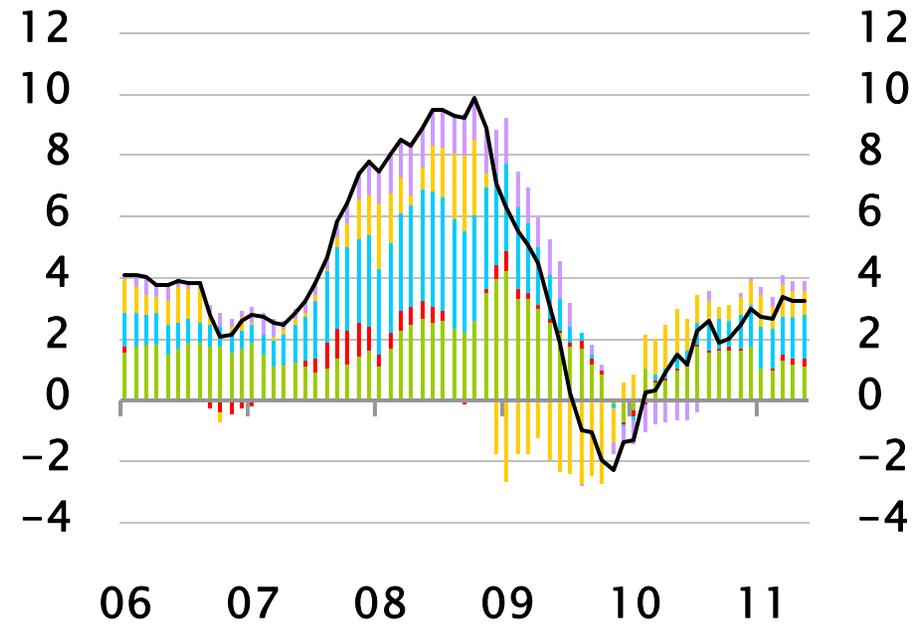
Los precios de los alimentos y de los combustibles continúan aportando la mayor incidencia a la inflación anual. Sin embargo, la medida subyacente, en particular el IPCX1 no da cuenta de una propagación inusual de estos *shocks*.

Indicadores de inflación  
(variación anual, porcentaje)



— IPC — IPCX — IPCX1  
— IPC sin alimentos y energía

Incidencia en el IPC  
(variación anual, puntos porcentuales)

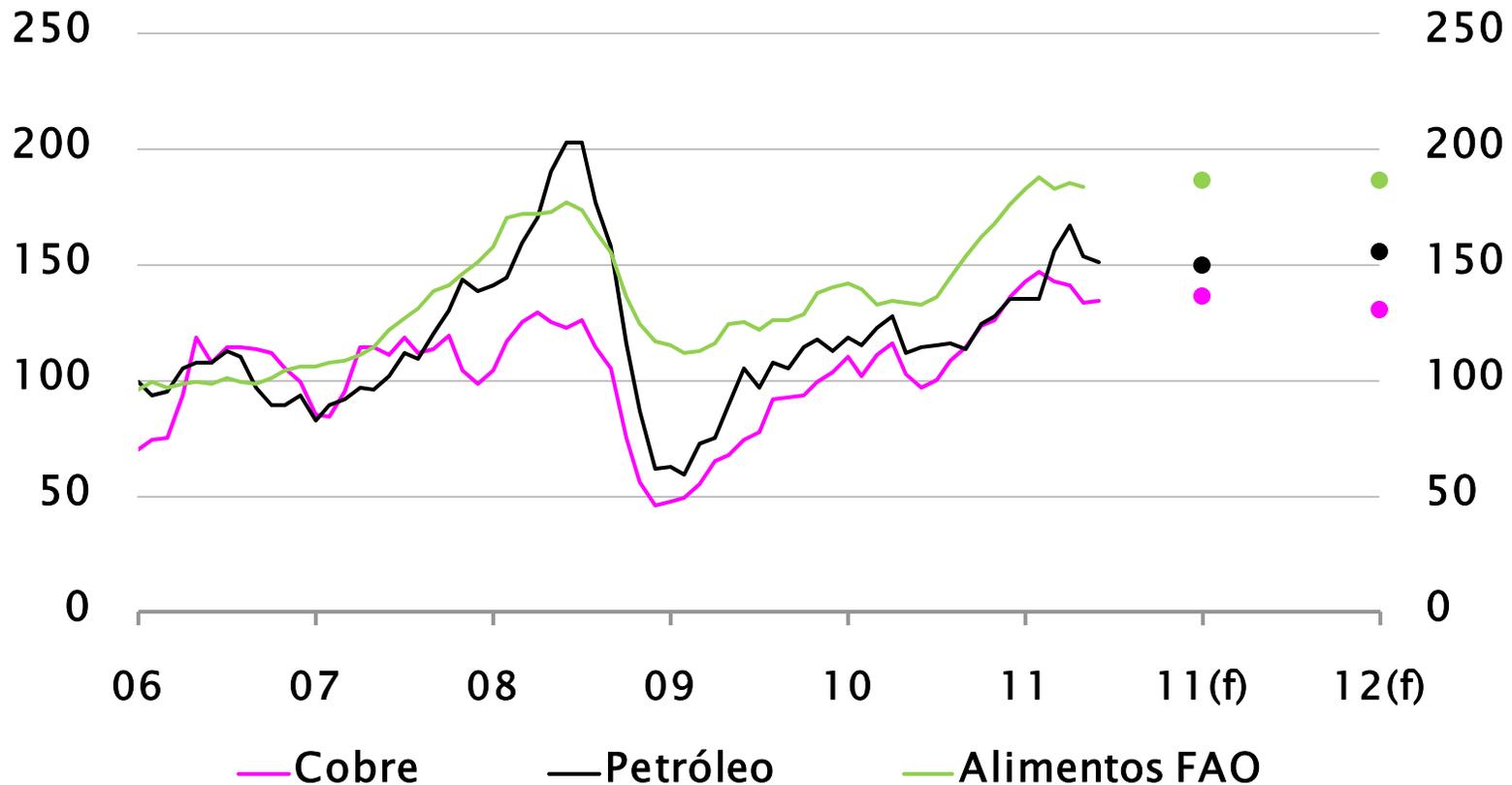


■ Servicios públicos (5,4%) ■ Combustibles (5,7%)  
■ Resto (64,7%) ■ Frutas y verduras frescas (2,9%)  
■ Alimentos sin frutas y verduras frescas (21,3%)  
— IPC total



Los precios internacionales de las materias primas no siguieron aumentando al ritmo que lo hicieron entre mediados del 2010 y comienzos del 2011. No obstante, están y se espera que permanezcan en niveles elevados.

Precios de materias primas (\*)  
(índice mensual 2006=100)



(\*) Para alimentos considera información hasta mayo del 2011, para petróleo y cobre hasta junio.  
(f) Puntos corresponden a los precios promedio proyectados para el 2011 y 2012 en el IPoM de junio 2011.

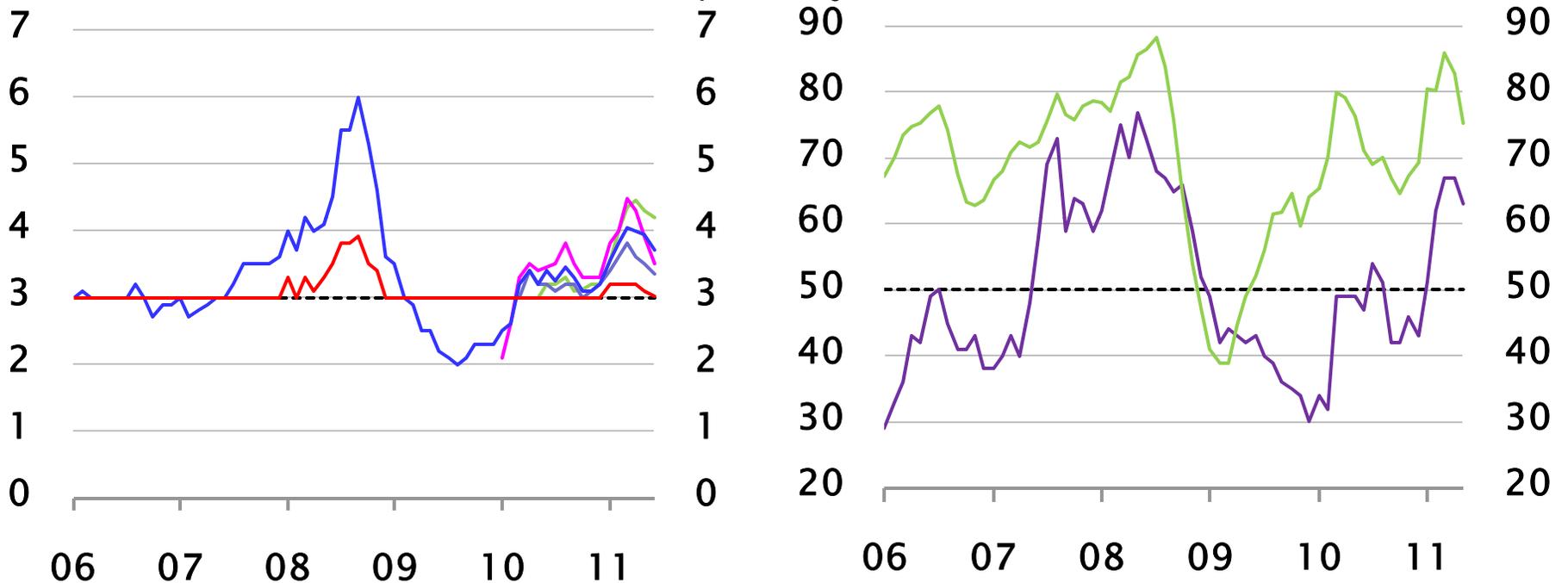
Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg .



Esto y las decisiones de política monetaria adoptadas por el Consejo han colaborado para que menguaron los temores de una mayor aceleración inflacionaria identificada en marzo y redundado en un descenso de las expectativas privadas.

### Expectativas de inflación

(porcentaje)



- EEE a diciembre 2011
- EOF a un año (1)
- Percepción inflación IPEC (2)
- EOF a dos años (1)
- EEE a un año
- IMCE costos a 3 meses (3)
- EEE a dos años

(1) Para la EOF se considera la encuesta de la primera quincena del mes. (2) Corresponde al porcentaje de encuestados que creen que la inflación subirá "mucho" en los próximos doce meses. (3) Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica mayores (menores) costos en tres meses más.

Fuentes: Adimark, Banco Central de Chile y Universidad Adolfo Ibañez/Icare.



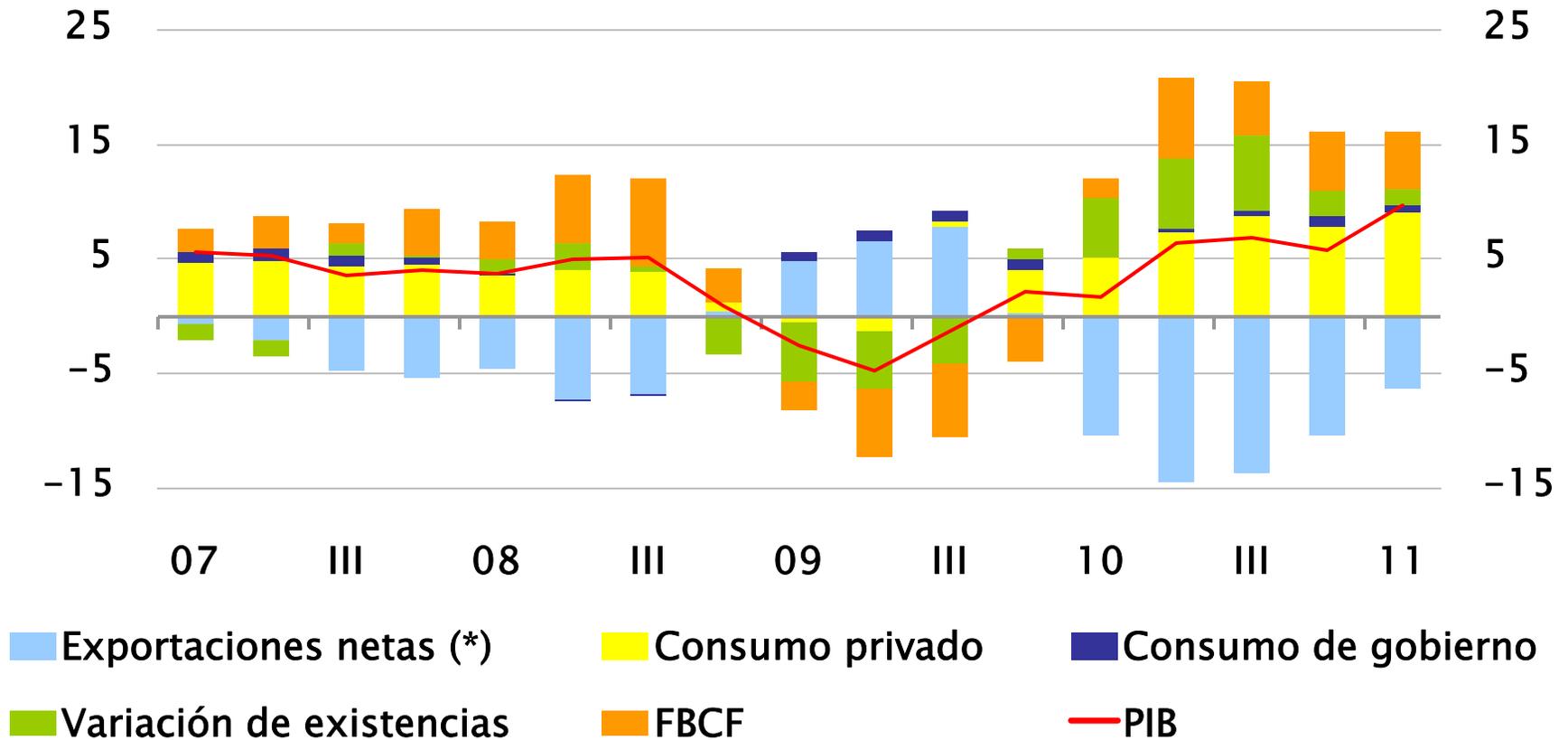
# Escenario macroeconómico



Los datos del primer trimestre mostraron una rápida expansión de la demanda interna, en particular destaca la fortaleza del dinamismo del consumo privado y, en menor medida, del componente de maquinaria y equipos de la inversión.

### Contribución al crecimiento anual del PIB

(variación real anual, puntos porcentuales)



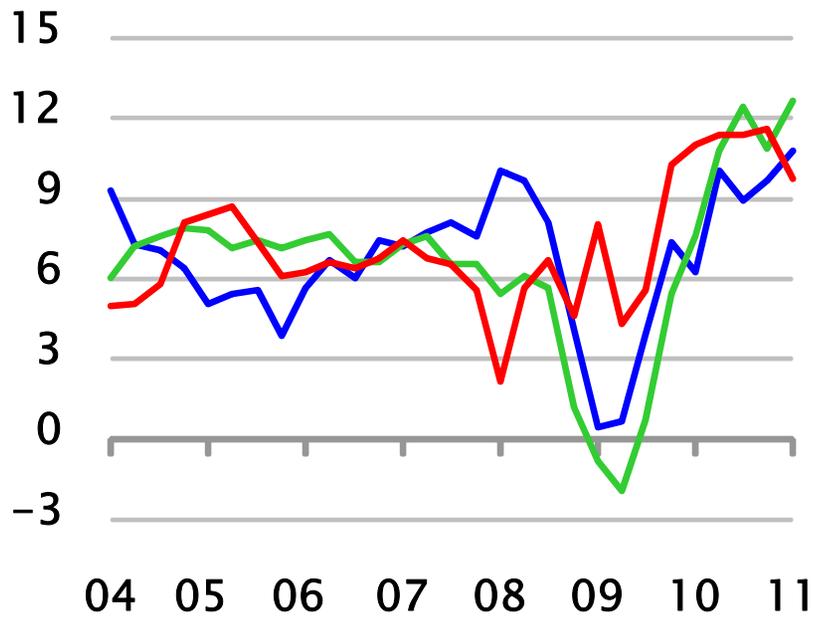
(\*) Exportaciones de bienes y servicios menos importaciones de bienes y servicios.

Fuente: Banco Central de Chile.



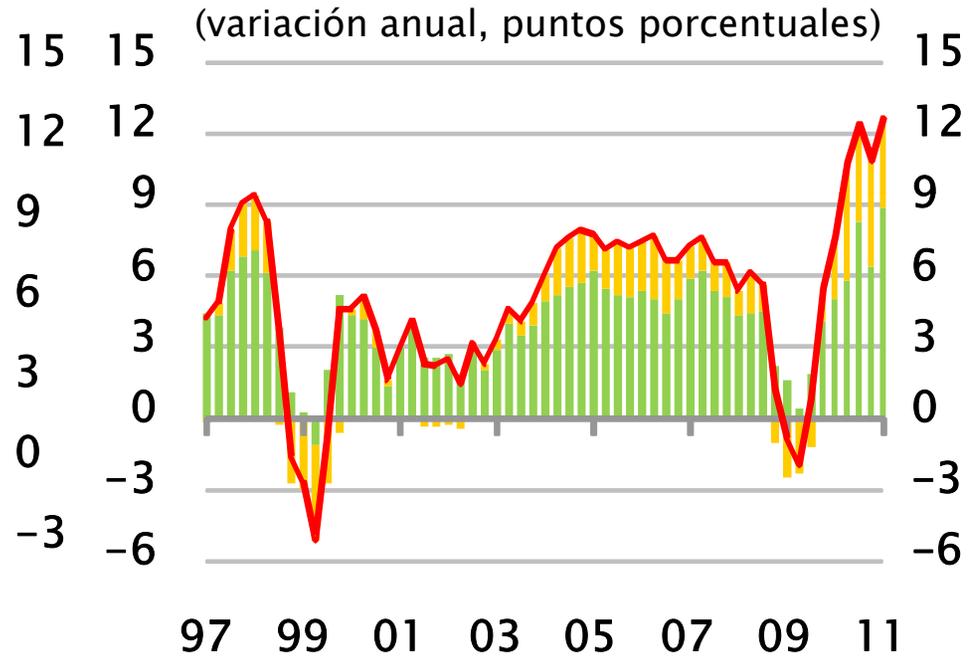
La evolución del consumo privado ha sido coherente con sus determinantes, en particular con el incremento del ingreso de los hogares. Una parte relevante del consumo de bienes durables, que exhiben los mayores aumentos, es importada.

**Ingreso y consumo privado**  
(variación anual, porcentaje)



— Masa salarial  
— Consumo privado  
— Ingreso privado disponible (\*)

**Incidencia en el crecimiento real del consumo privado**  
(variación anual, puntos porcentuales)



■ No durables ■ Durables  
— Total

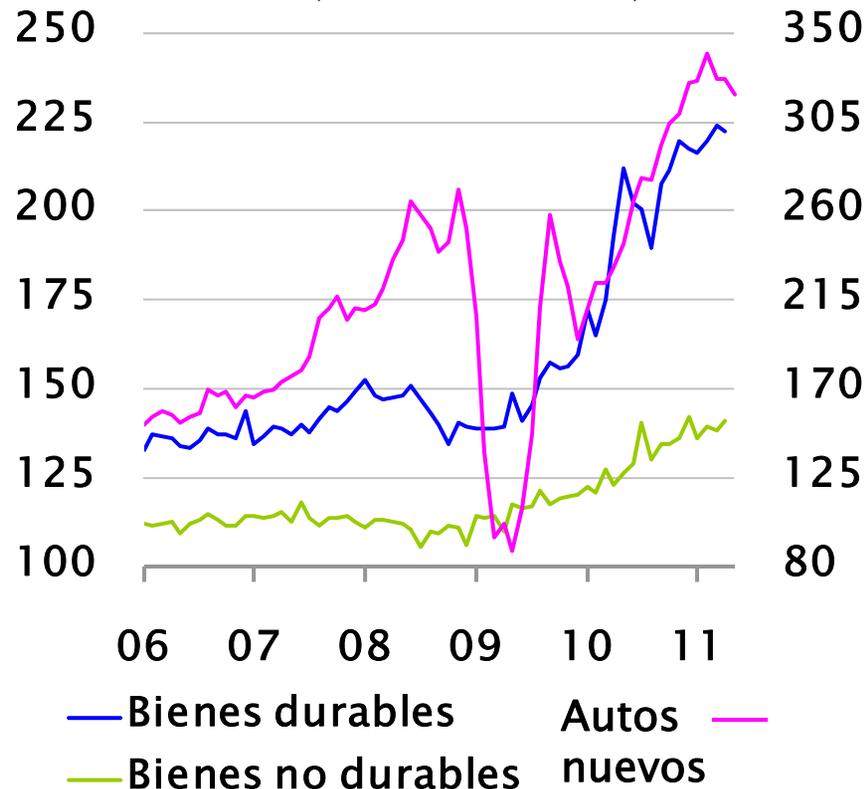
(\*) Promedio móvil anual.



Indicadores parciales del segundo cuarto del año dan cuenta de una economía que, si bien sigue creciendo a tasas elevadas, presenta cierta moderación.

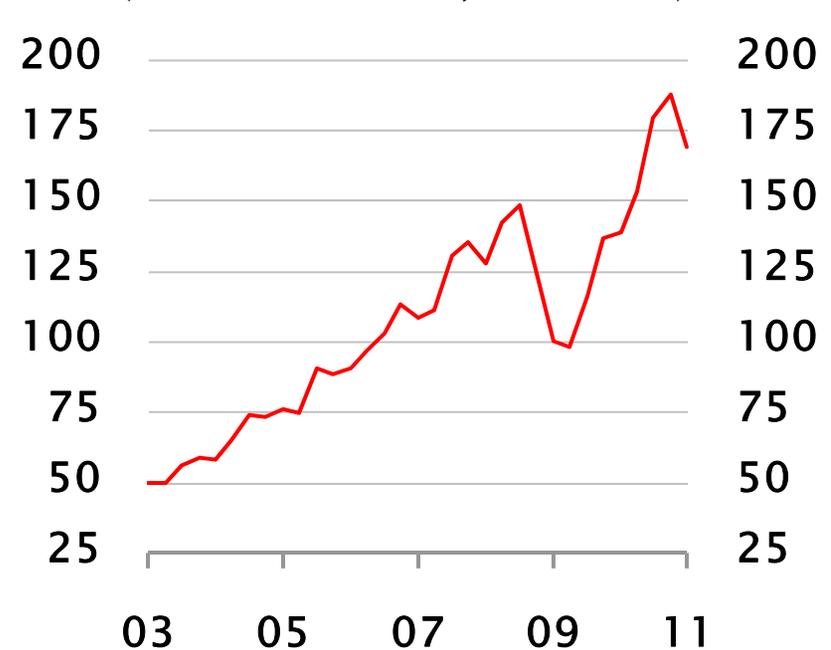
Ventas del comercio minorista y de autos nuevos (\*)

(Índice 2003=100)



Importaciones de bienes de consumo

(Índice de cantidad, 2003=100)

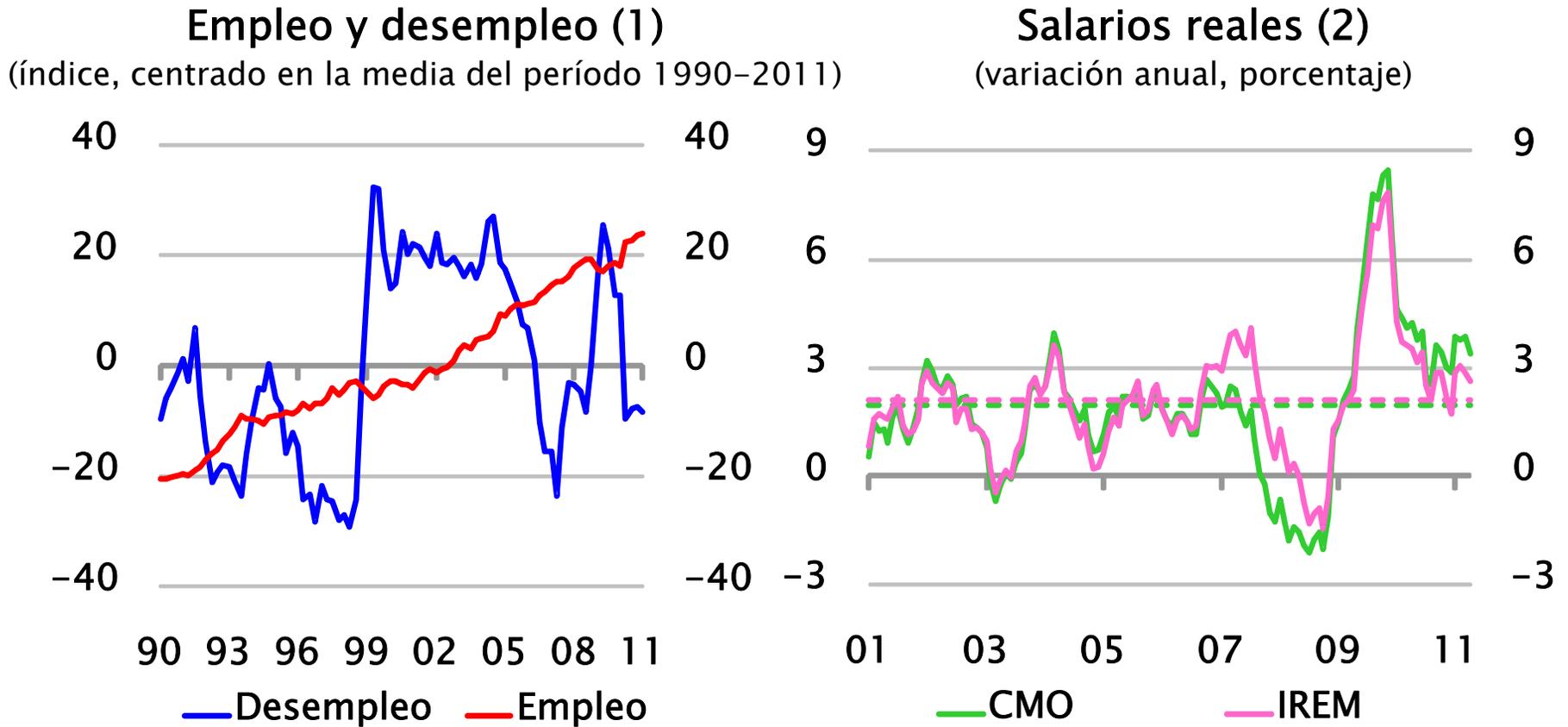


(\*) Ventidas en el trimestre móvil. Series desestacionalizadas.

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



El mercado laboral muestra un dinamismo importante. La tasa de desocupación ha llegado a niveles históricamente bajos, junto con un importante aumento del empleo. El incremento anual de los salarios es mayor que a fines del 2010.

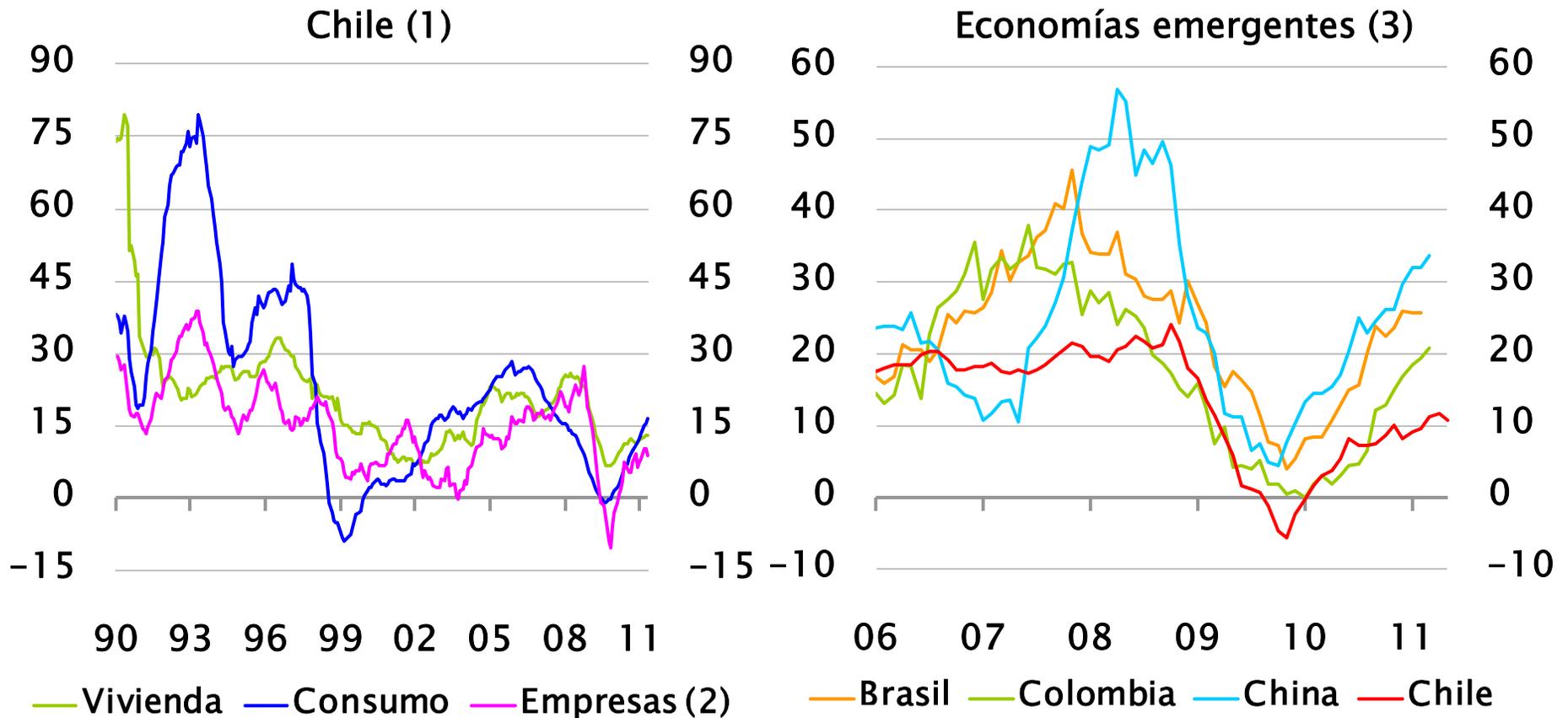


(1) Series desestacionalizadas. (2) Líneas punteadas corresponden al promedio 2001–2011.



Las condiciones financieras siguen favorables. El crecimiento del crédito de consumo, aunque con mayor velocidad en el margen, es menor que lo observado en fases de expansión previas o en otras economías emergentes.

### Crecimiento de las colocaciones (variación anual, porcentaje)

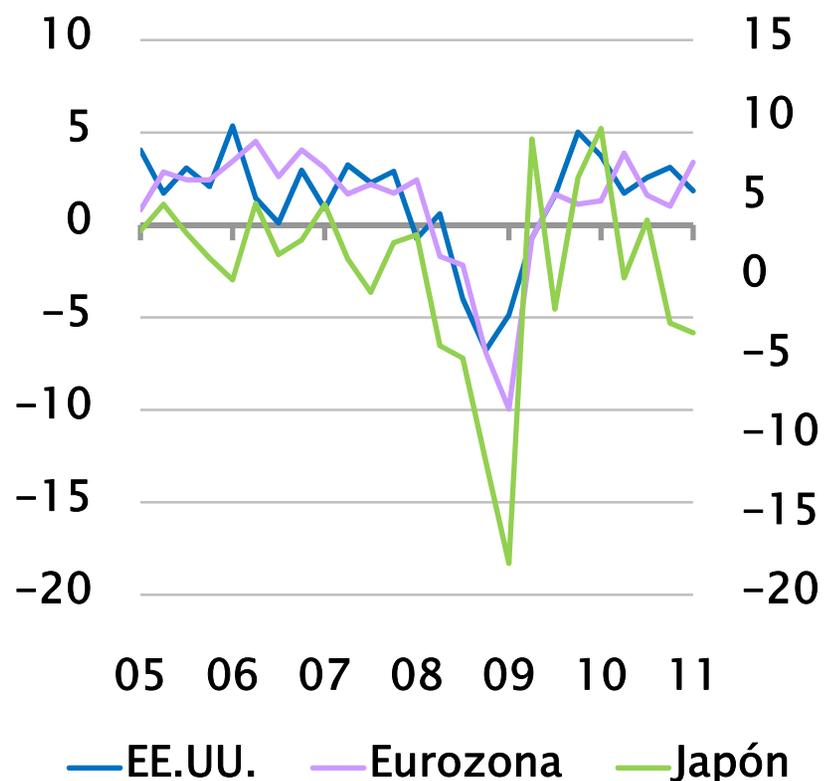


(1) Cifras preliminares para mayo del 2011. (2) Corresponden a la suma de los créditos comerciales y de comercio exterior. (3) Para Brasil, las cifras son hasta febrero del 2011. Para China y Colombia, hasta marzo del 2011. Fuentes: Banco Central de Chile, Fondo Monetario Internacional y Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

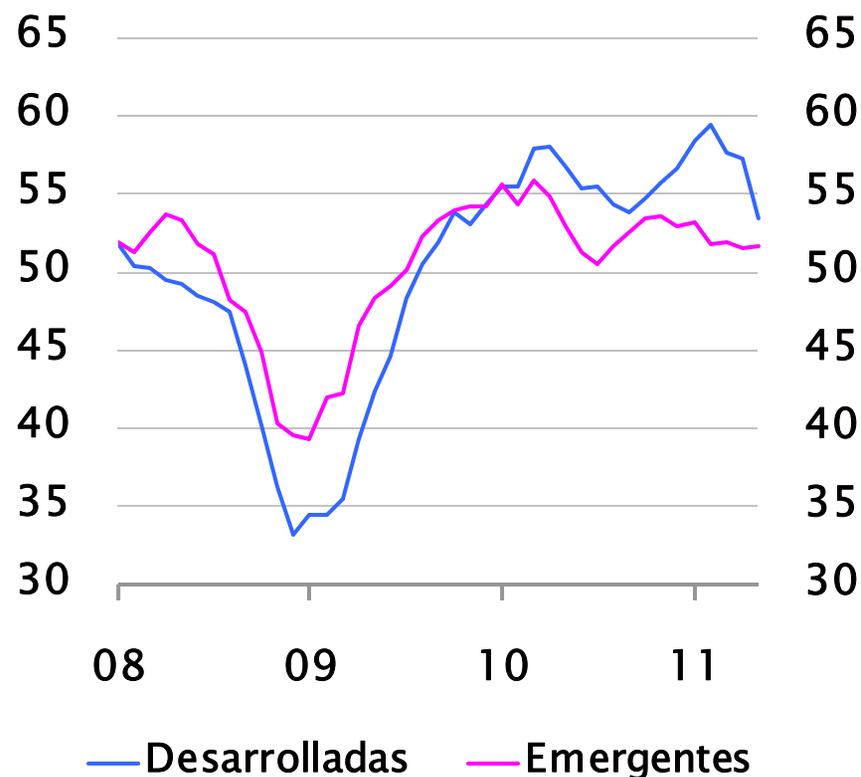


# El panorama externo sigue siendo favorable para Chile, pero se ha acrecentado la dicotomía entre economías desarrolladas y emergentes en las perspectivas de crecimiento y en tasas de interés.

### Crecimiento economías desarrolladas (variación trimestral anualizada, porcentaje)



### PMI manufacturero (\*) (índice de difusión, pivote = 50)

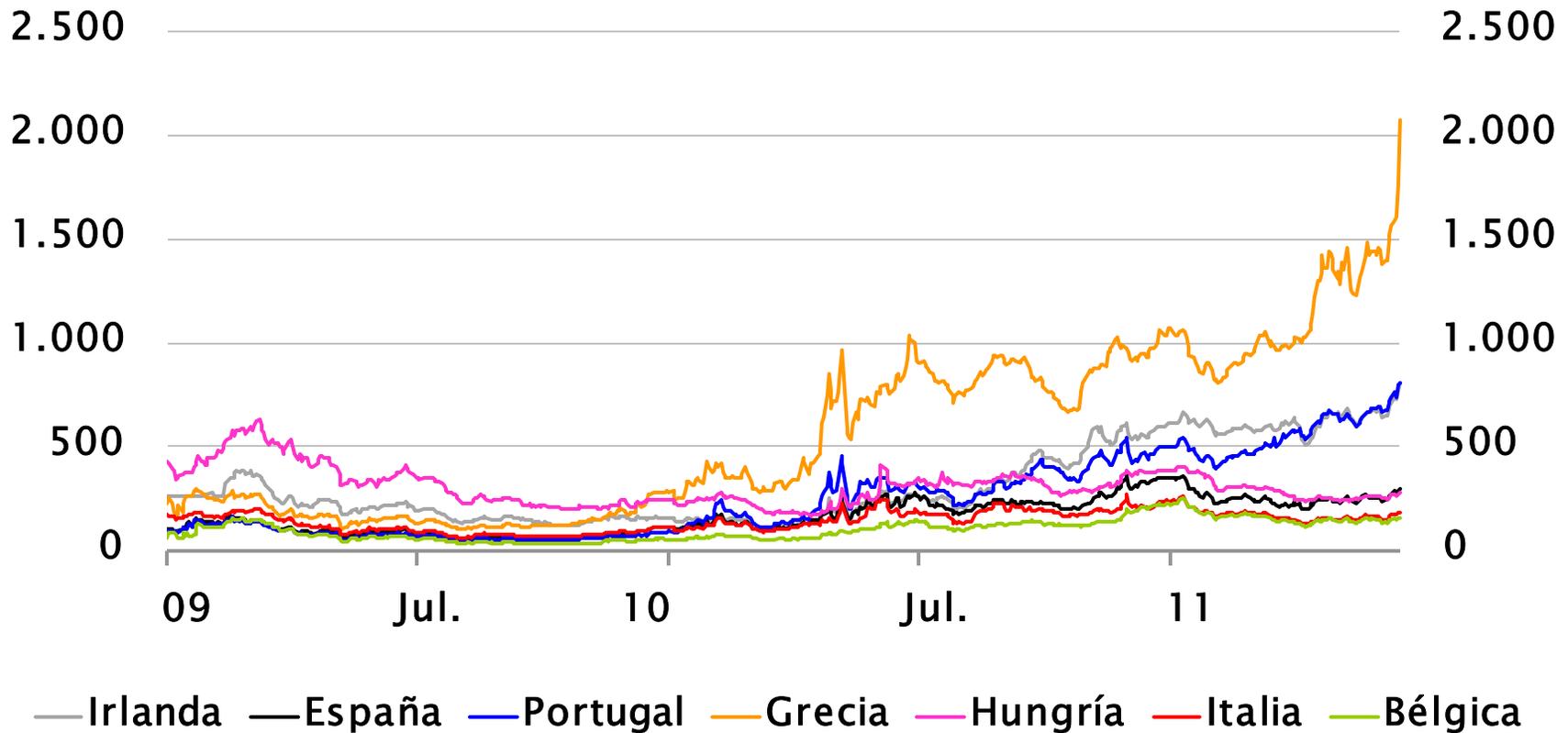


(\*) Corresponde a un promedio ponderado a PPC. Para las economías desarrolladas incluye Estados Unidos, Eurozona, Japón y Reino Unido. Para las emergentes incluye Brasil, Chile, China, México y Rep. Corea. Para Chile, se considera el IMCE. Fuentes: Banco Central de Chile en base a Bloomberg, Fondo Monetario Internacional e Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.



La situación en algunas economías europeas sigue siendo un foco de tensión, pero sus réplicas no han afectado a los mercados mundiales como lo hicieron en el 2010.

Premios por riesgo soberano (\*)  
(puntos base)



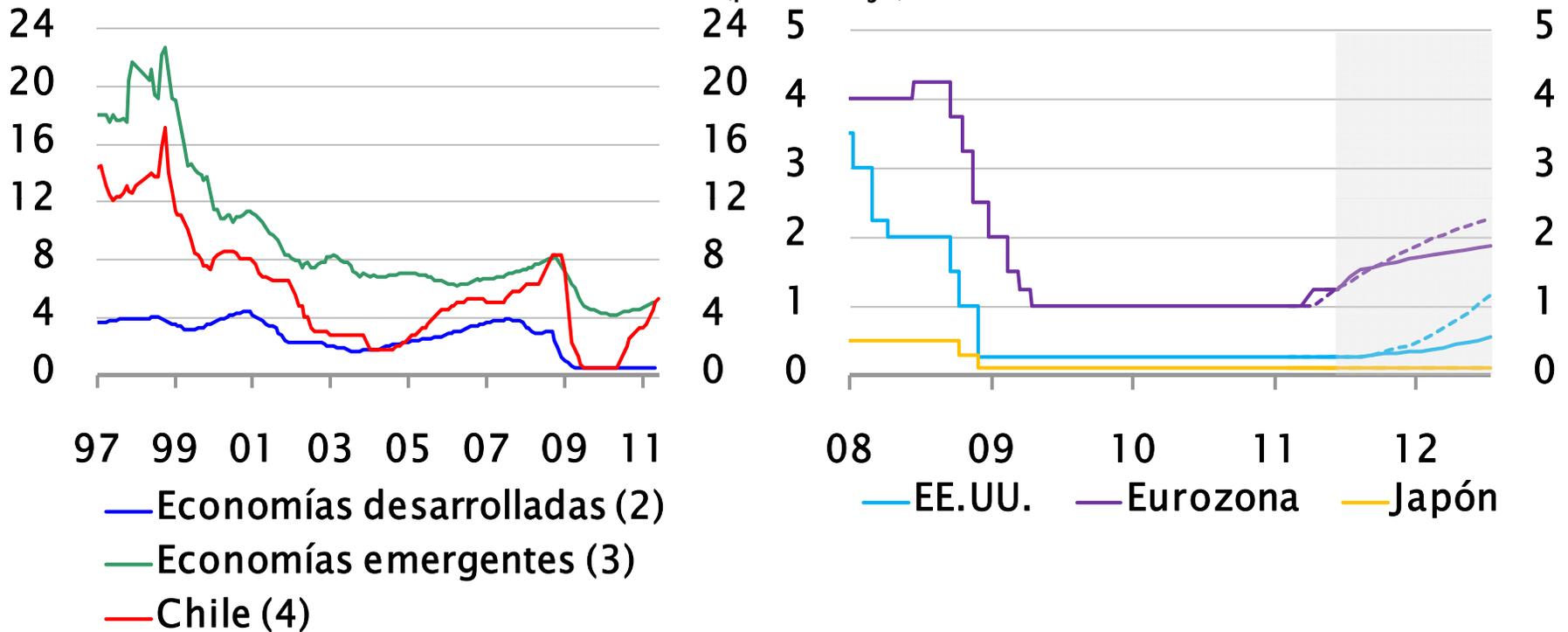
(\*) Medido a través de los premios CDS a 5 años.  
Fuente: Bloomberg.



# El diferencial de las tasas de interés entre las economías desarrolladas y las emergentes se ha ido ampliando a todos los plazos.

## TPM efectiva y esperada (1) (5)

(porcentaje)



(1) En el gráfico a la izquierda, se utiliza un promedio simple de las tasas de referencia de cada conjunto de países. (2) Incluye EE.UU., Eurozona, Japón y Reino Unido. (3) Incluye Brasil, China, Colombia, Hungría, México, Perú, Polonia, Rep. Checa, Rep. Corea y Sudáfrica. (4) Datos anteriores a la nominalización de la tasa de referencia (agosto del 2001), consideran la tasa de interés real interbancaria a un día más la inflación del IPC. (5) En el gráfico a la derecha, el área gris indica la trayectoria implícita en los contratos futuros. Línea punteada muestra lo proyectado por el mercado al cierre estadístico del IPoM de marzo del 2011. Fuentes: Banco Central de Chile, bancos centrales de los respectivos países, Bloomberg y Fondo Monetario Internacional.

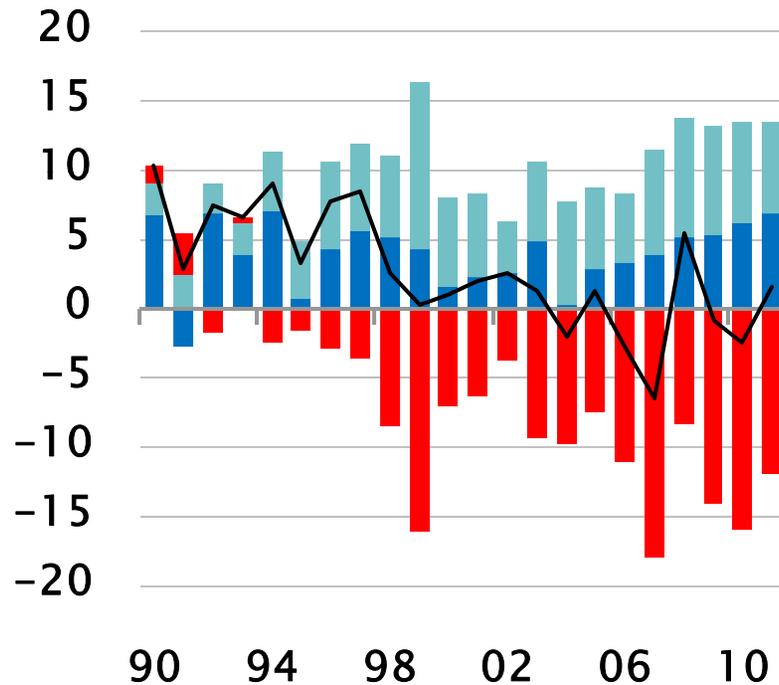


El abundante flujo de capitales que han recibido las economías emergentes a raíz de este escenario ha puesto una nota de cautela. Sin embargo, en términos netos los flujos de capitales son bajos.

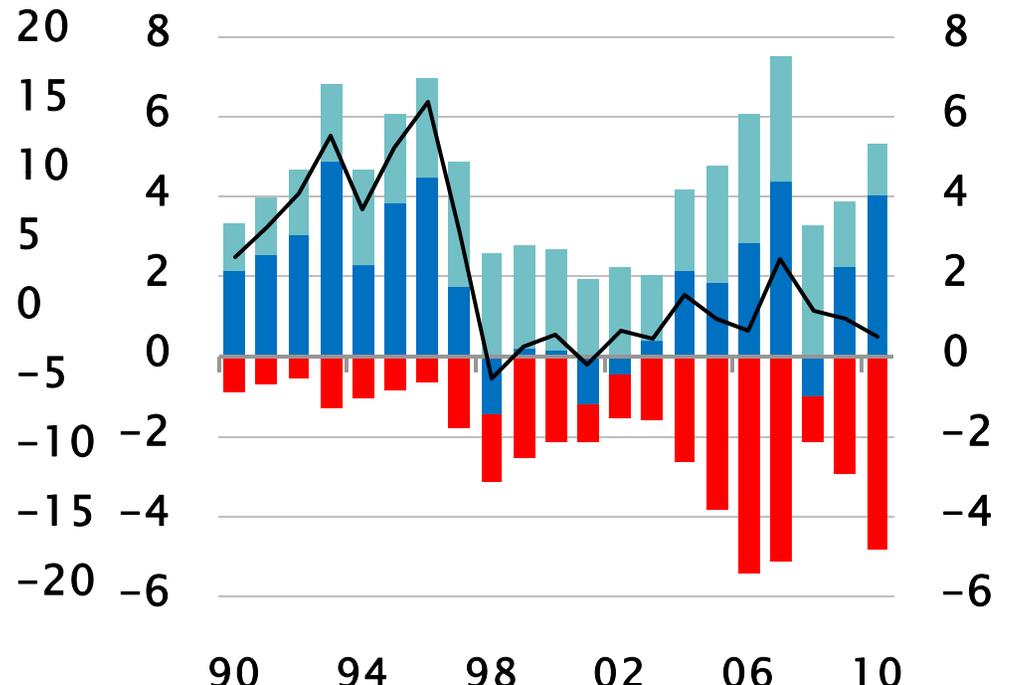
## Entrada y salida bruta de capitales (1)

(porcentaje del PIB)

### Chile (2)



### Economías emergentes (3)



Entrada bruta

Salida bruta

Entrada bruta de portafolio y deuda

Flujo neto

(1) Flujos anuales. (2) Flujo acumulado anual hasta el primer trimestre del 2011. (3) Promedio simple de los siguientes países: Brasil, Colombia, Filipinas, Indonesia, Malasia, México, Perú, Rep. Corea, Tailandia y Turquía. Cifras para el 2010 corresponden al flujo acumulado anual hasta el tercer trimestre del 2010.

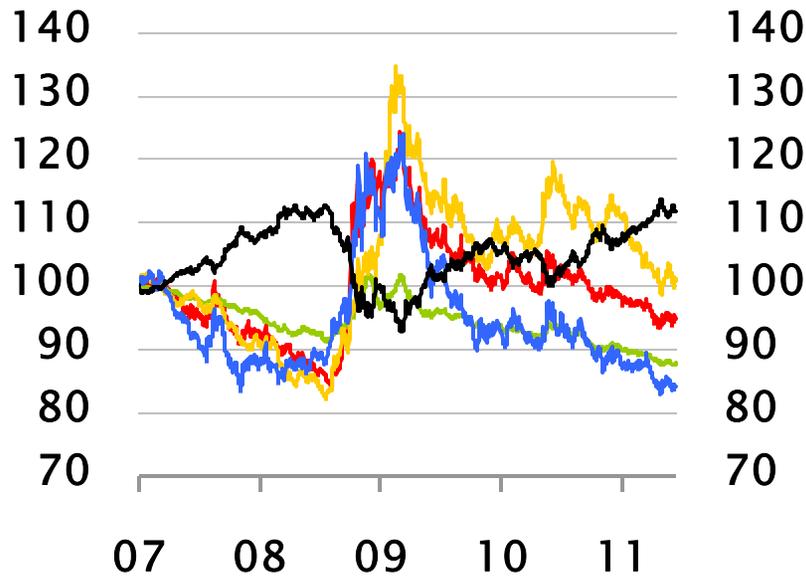
Fuentes: Banco Central de Chile y Fondo Monetario Internacional.



El dólar ha continuado depreciándose y las monedas emergentes han seguido ganando valor. El peso chileno no ha estado ajeno a este proceso. En términos multilaterales la apreciación ha sido menor.

### Paridades de monedas (1)

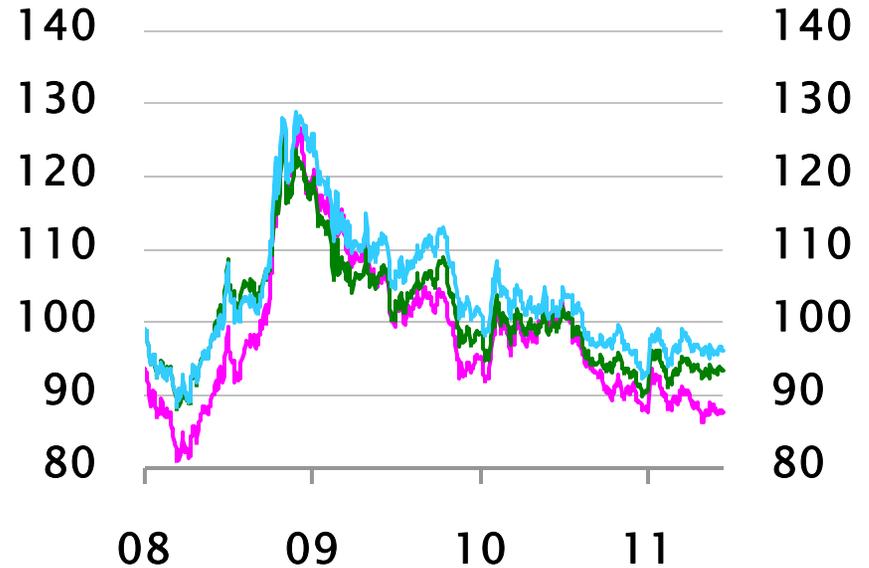
(índice 01/01/2007=100, moneda local por dólar)



- América Latina (2)
- Asia emergente (3)
- Europa emergente (4)
- EE.UU. (5)
- Exp. de productos básicos (6)

### Chile: Tipo de cambio nominal

(índice 02/1/2008-14/6/2011=100)



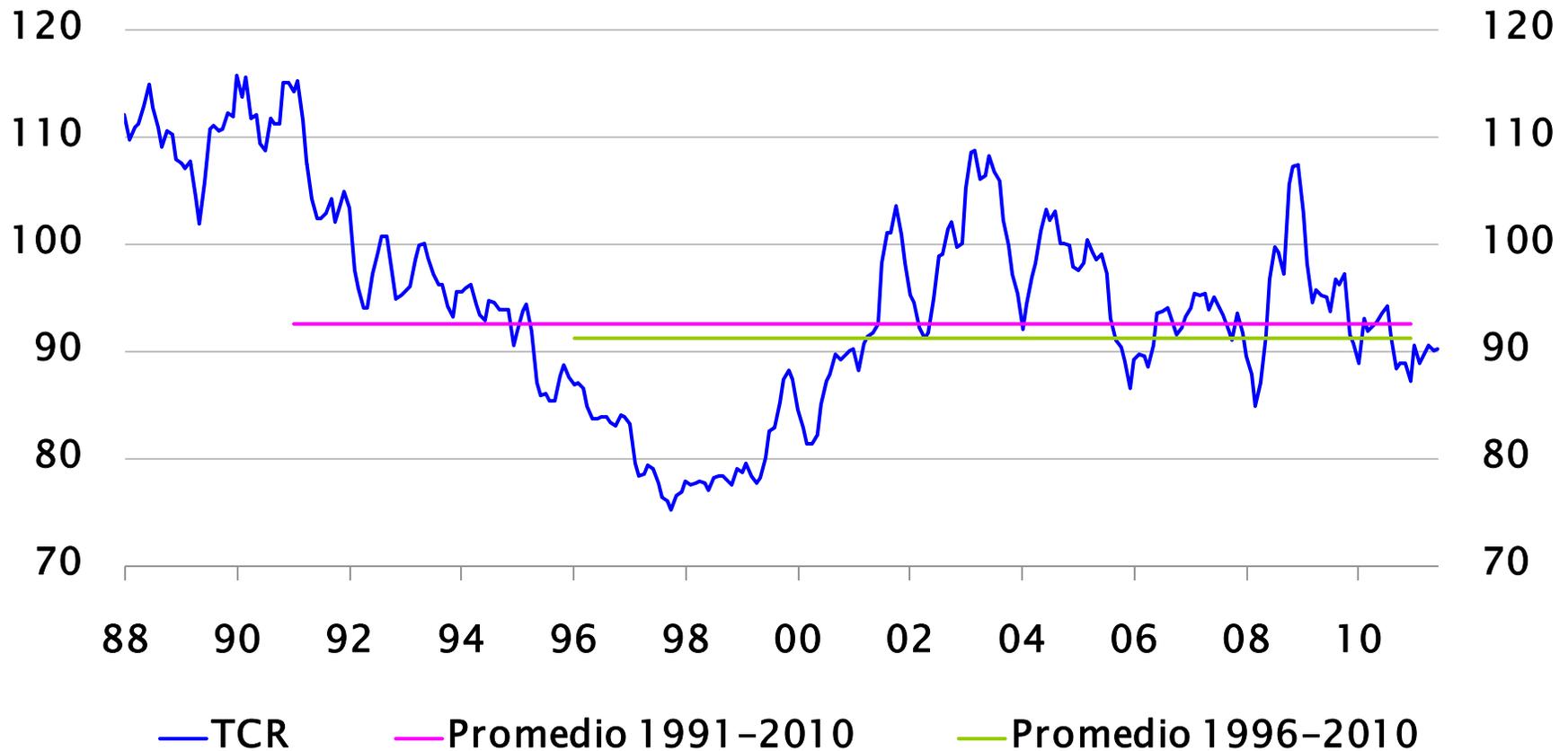
- TCO
- TCM
- TCM-5

(1) Corresponde al promedio ponderado a PPC para cada región. Aumento indica depreciación. (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.



El peso en términos reales está en valores similares a los de marzo. Con todo, el nivel es coherente con sus fundamentos de largo plazo.

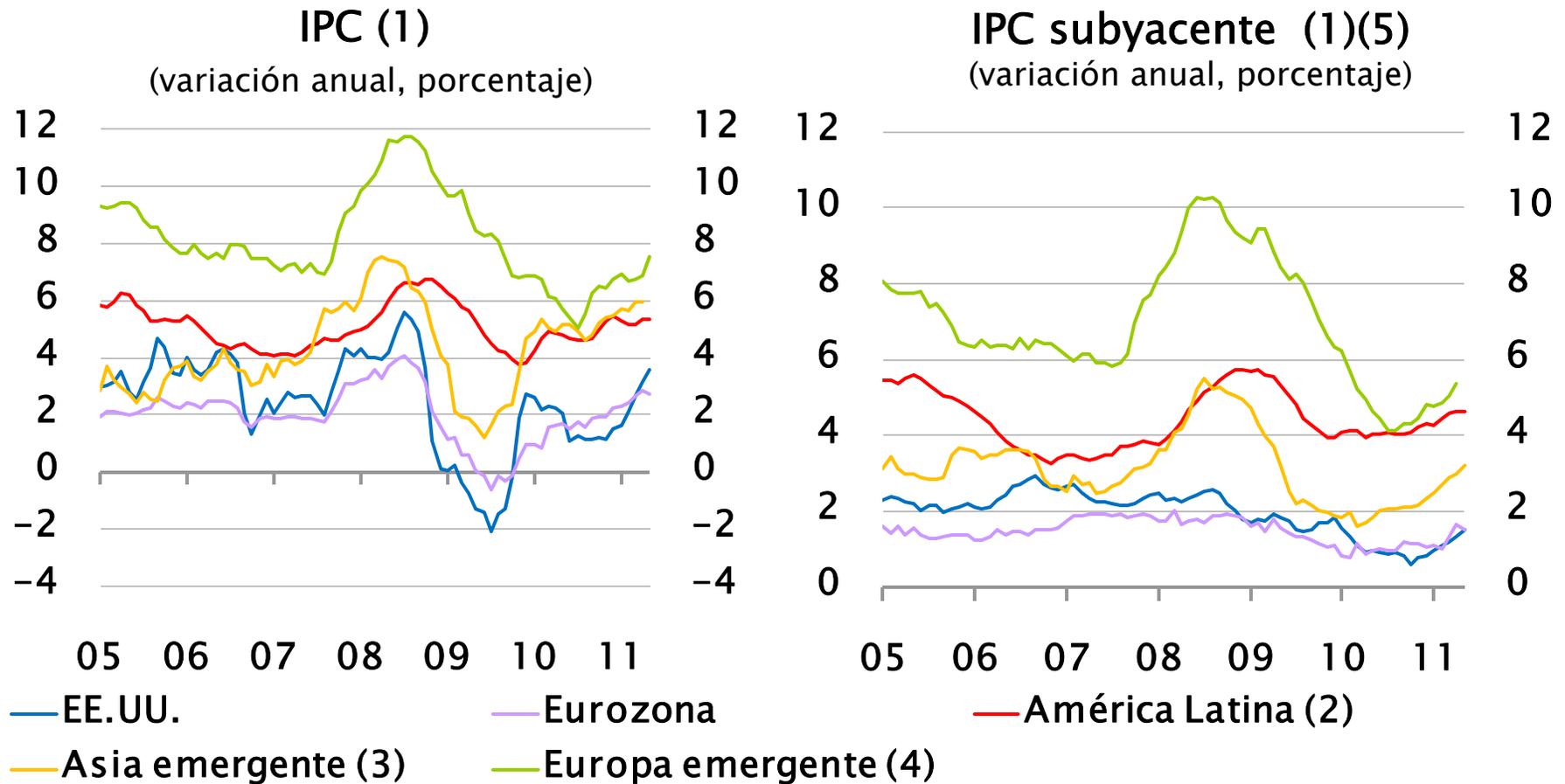
Tipo de cambio real (\*)  
(índice 1986=100)



(\*) Información al 14 de junio de 2011.  
Fuente: Banco Central de Chile.



Los registros de inflación han continuado aumentando en varios países, pero, al igual que en Chile, la preocupación generalizada que existía a comienzos de año por el devenir del escenario inflacionario ha amainado.



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

Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg, CEIC Data y Fondo Monetario Internacional.



## Crisis de La Polar

---

- Los hechos conocidos son gravísimos y han provocado un severo daño a clientes e inversionistas.
- Se requiere una profunda investigación sobre lo ocurrido y los que resulten responsables deben ser severamente sancionados. Ello contribuirá a evitar que estos hechos vuelvan a repetirse.
- Con todo, las implicancias para el mercado financiero y el sistema de pagos en su conjunto se estiman acotadas.



## Crisis de La Polar

---

- En un plazo prudente habrá que efectuar una evaluación rigurosa de la normativa en dos áreas donde se han producido fallas o irregularidades significativas como son, la protección de los consumidores y la protección de los inversionistas.
- En relación con la industria del *retail*, el rol del BC es velar por el normal funcionamiento del sistema de pagos. Para estos efectos, se han fijado normas orientadas a resguardar el pago oportuno de las obligaciones que asumen los sistemas de tarjeta de crédito con el comercio afiliado. En esta coyuntura, la cadena de pagos no se ha visto comprometida. Sin perjuicio de ello, esta crisis arrojará lecciones que deberán ser recogidas.



# Perspectivas



En el escenario base, la proyección de crecimiento mundial se mantiene respecto de marzo, aunque, hay importantes variaciones en su composición. Las proyecciones son similares al consenso de mercado, las que se ajustaron a la baja.

### Supuestos del escenario internacional (variación anual, porcentaje)

	Promedio 00-08	2009	2010 (e)	2011 (f)			2012 (f)		
				IPoM	IPoM	CF	IPoM	IPoM	CF
				mar. 11	jun. 11	may. 11	mar. 11	jun. 11	may. 11
Mundo a PPC	4,0	-0,6	4,9	4,1	4,1	4,2	4,4	4,5	4,6
Mundial a TC de mercado	3,1	-2,1	3,8	3,0	3,2	3,3	3,7	3,8	3,9
Estados Unidos	2,3	-2,6	2,9	3,0	2,7	2,7	3,2	3,2	3,2
Eurozona	2,0	-4,1	1,7	1,3	1,7	1,7	1,5	1,5	1,7
Japón	1,4	-6,3	4,0	0,8	-0,6	0,0	2,3	3,1	2,8
China	10,4	9,2	10,3	8,9	8,9	9,3	8,7	8,6	8,9
Resto de Asia	4,9	0,1	7,7	4,5	4,8	5,0	5,0	4,9	5,2
América Latina(excl. Chile)	3,6	-2,0	6,4	4,2	4,2	4,4	4,2	4,3	4,3
Exp. de productos básicos	2,9	-1,0	2,9	2,6	2,7	2,7	3,0	3,0	3,2
Socios comerciales	3,5	-0,3	5,9	4,4	4,3	4,6	4,6	4,7	4,9
Términos de intercambio		4,6	23,8	4,2	-1,6		-2,0	-2,1	
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)		234	342	420	415		400	400	
Precios del petróleo WTI(US\$/barril)		62	79	102	99		103	103	
Libor US\$ (nominal, 90 días, %)		0,7	0,3	0,4	0,3		1,4	0,9	

(e) Estimación.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



El crecimiento del PIB este año se ubicará en la parte alta del rango previsto en marzo, con un aumento entre 6 y 7%, coherente con el sesgo al alza que se identificó entonces.

### Crecimiento económico (variación anual, porcentaje)

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

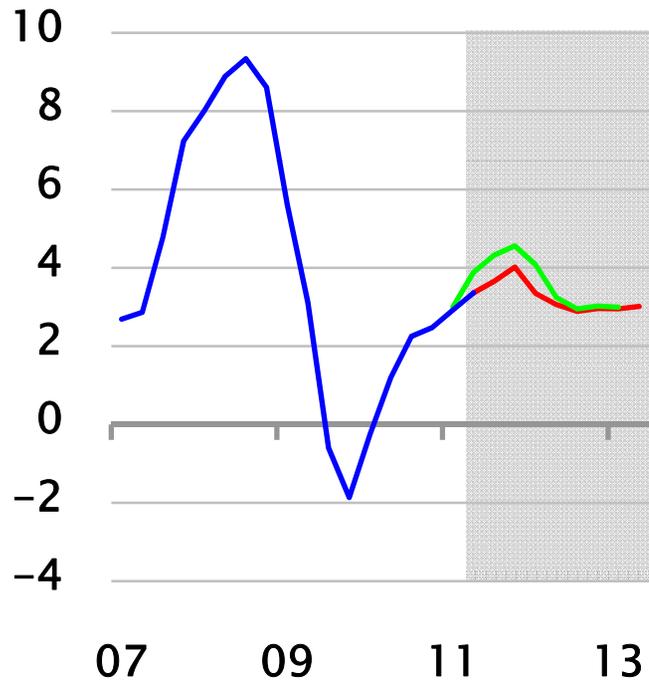
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



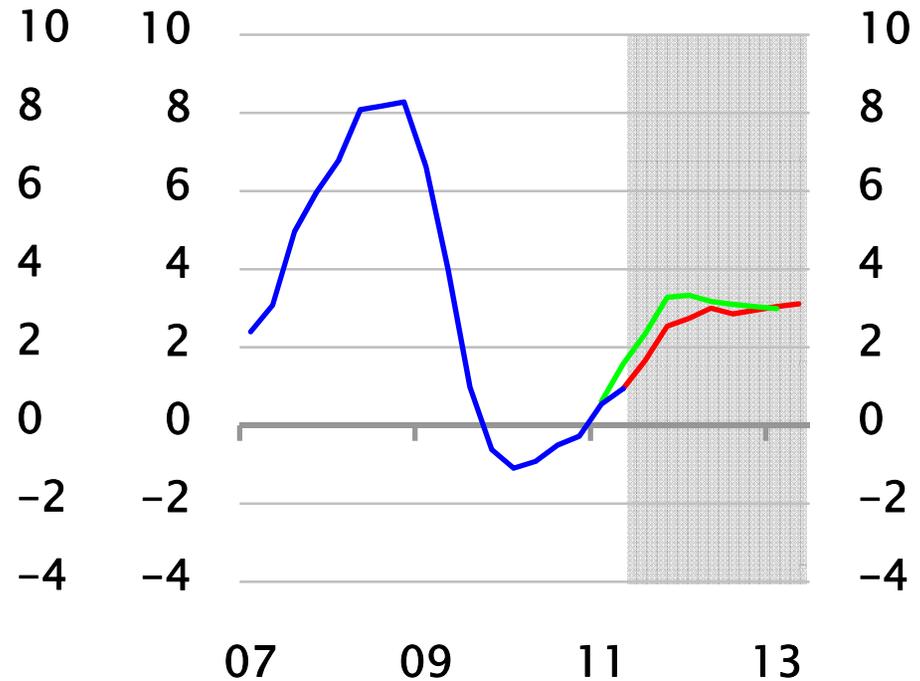
La inflación anual de IPC finalizará el año en 4%, ubicándose por algunos meses en torno a este valor. La inflación subyacente seguirá subiendo, y convergerá gradualmente a 3%.

**Inflación IPC (\*)**  
(variación anual, porcentaje)



— IPoM Mar.2011

**Inflación IPCX1 (\*)**  
(variación anual, porcentaje)



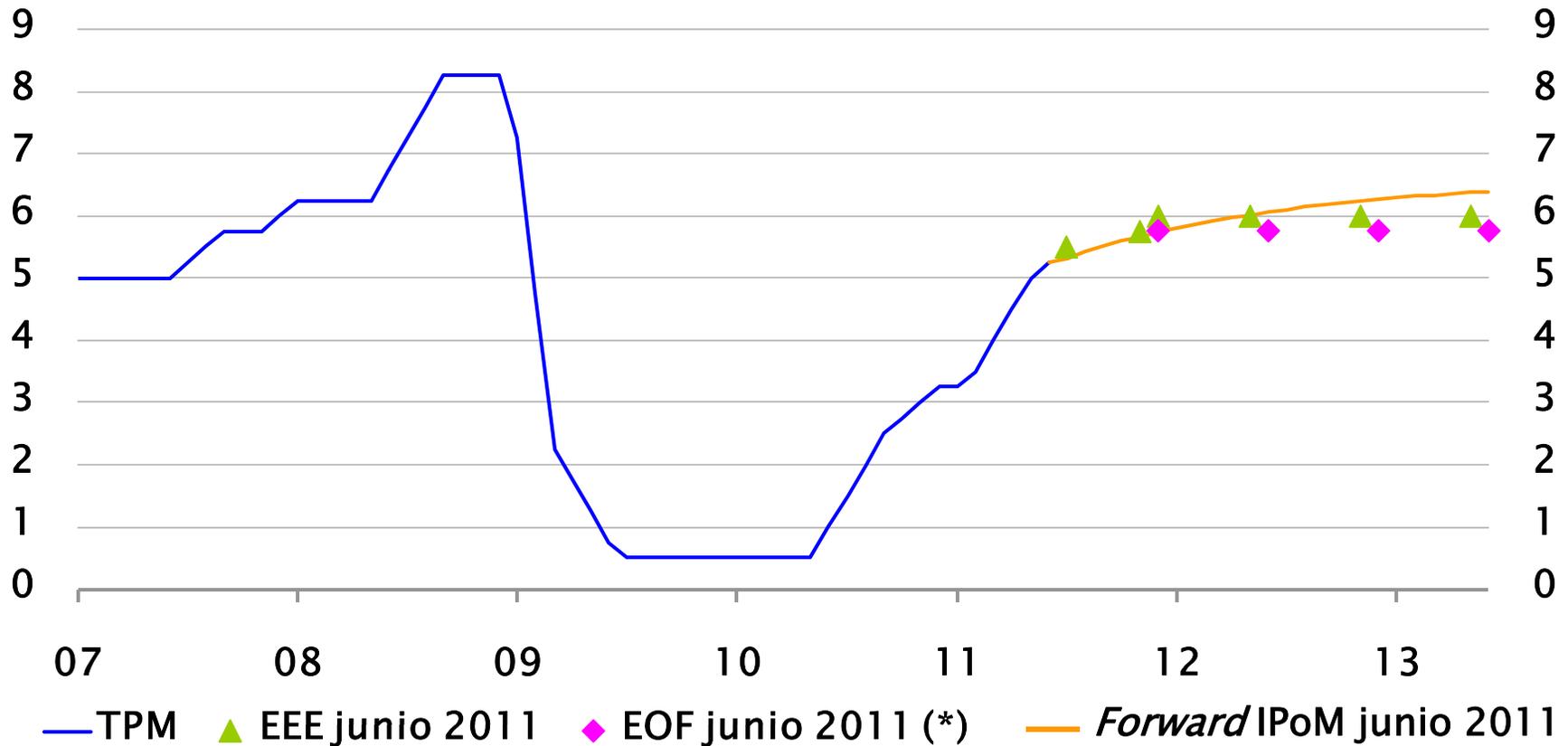
— IPoM Jun.2011

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



El escenario base considera como supuesto de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria comparable con la que se desprende de las diversas medidas de expectativas.

TPM y expectativas  
(porcentaje)



(\*) Para la EOF se considera la encuesta de la primera quincena del mes.  
Fuente: Banco Central de Chile.



## El balance de riesgos tanto para la inflación como para la actividad están equilibrados.

---

- Un riesgo, que se ha atenuado pero que sigue siendo relevante, es la persistencia y propagación del *shock* de precios específicos de los últimos trimestres.
- Si la actividad y la demanda siguieran creciendo con el dinamismo que exhibieron en el primer trimestre, se podría producir una sobreutilización de la capacidad instalada, con las consiguientes presiones inflacionarias.
- Una mayor debilidad en las economías desarrolladas podría exacerbar los diferenciales de tasas e intensificar las tensiones cambiarias, dificultando el manejo de las políticas macroeconómicas.



## El balance de riesgos tanto para la inflación como para la actividad están equilibrados.

---

- No está claro cómo se producirán los ajustes fiscales requeridos en Europa y Estados Unidos, en un contexto de escaso dinamismo de la demanda privada y con problemas para la banca aún no completamente resueltos.
- Finalmente, persiste preocupación sobre cómo reaccionarán las autoridades monetarias de las economías emergentes frente a presiones inflacionarias que podrían ir en aumento. Un ajuste en el crecimiento más abrupto que el contemplado, particularmente de China, impactaría el PIB mundial y los precios de las materias primas.
- Los riesgos para la estabilidad financiera que reporta el IEF están acotados y no muestran cambios significativos respecto del semestre anterior. Sin embargo, algunos de ellos, como los asociados al crédito de consumo, requiere que los intermediarios mantengan una actitud vigilante en esta fase del ciclo económico



## Comentarios finales

---

- La economía chilena se ha recuperado con fuerza y las distintas variables comienzan a converger a niveles estimados como de equilibrio, en un contexto de condiciones favorables, que en el escenario más probable se supone que continuarán presentes.
- Persisten riesgos que deben ser considerados con atención por sus implicancias tanto para la política monetaria como para la estabilidad financiera.
- Por lo anterior, y considerando el balance de riesgos que enfrentamos, lo más aconsejable es continuar retirando el impulso monetario. La oportunidad de estos cambios deberá revisarse reunión a reunión, incluyendo pausas que permitan evaluar los efectos de las decisiones ya adoptadas.
- Por lo tanto, el BC seguirá usando sus políticas con flexibilidad para que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de proyección.