



# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

## Junio 2011

---

# INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA

## Primer Semestre 2011

Rodrigo Vergara  
Consejero  
Banco Central de Chile



## Los riesgos inflacionarios se han atenuado desde el IPoM de marzo, en respuesta a los cambios en el escenario macroeconómico y la política monetaria.

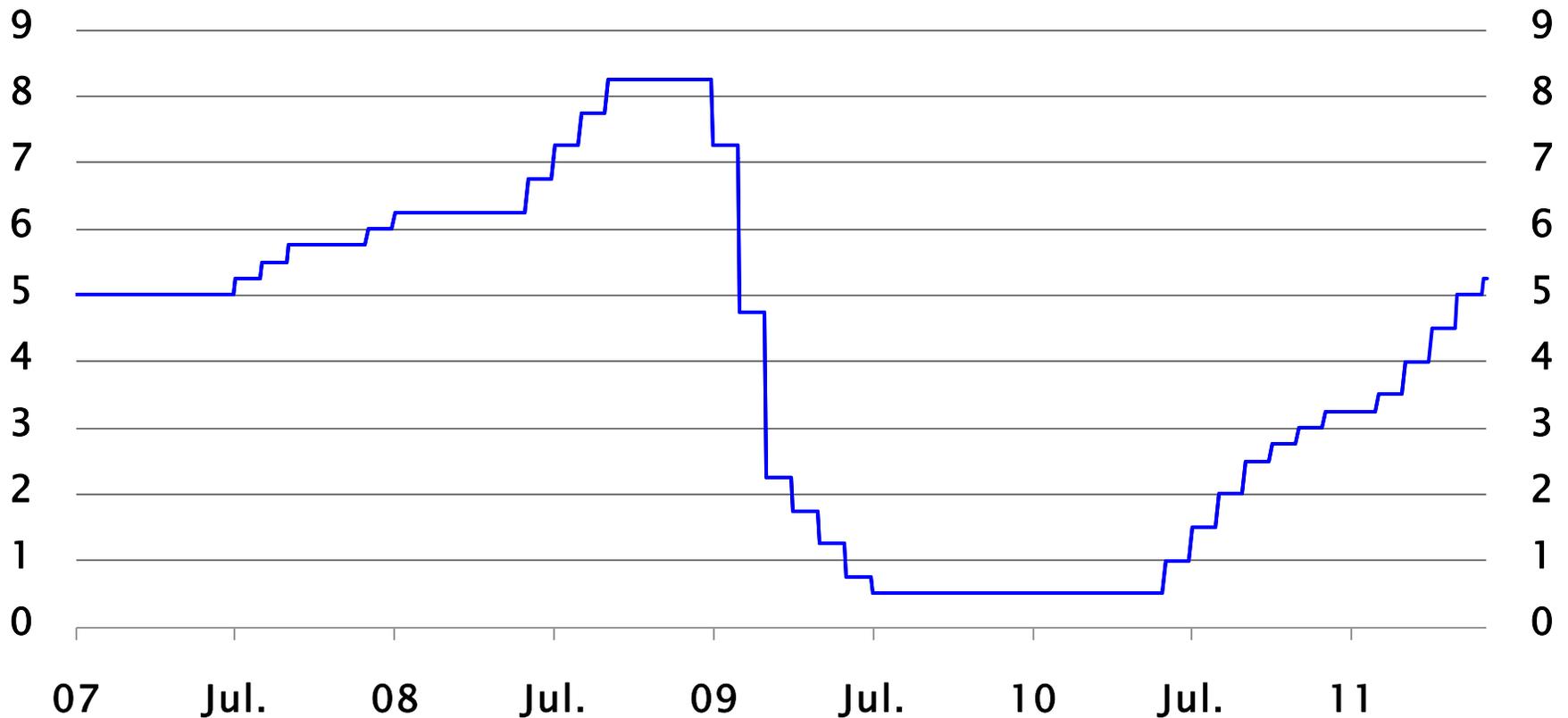
---

- 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 precios internacionales de las materias primas dejaron de aumentar al ritmo que venían haciéndolo desde mediados del año pasado, reflejando en parte un escenario de mayor debilidad de las economías desarrolladas.
- La actividad interna creció por sobre lo esperado en el primer trimestre. Sin embargo, los antecedentes de los últimos meses muestran una cierta moderación. Hacia fines de año debería expandirse en torno a su crecimiento de tendencia.
- El Consejo ha retirado el estímulo monetario, llevando la TPM a 5,25% en junio. Además, 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)

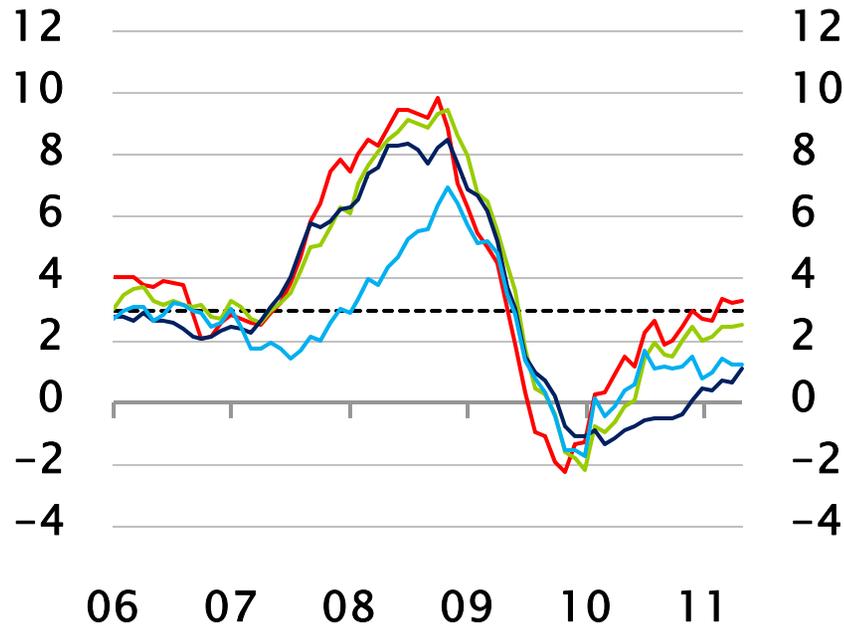


Fuente: Banco Central de Chile.



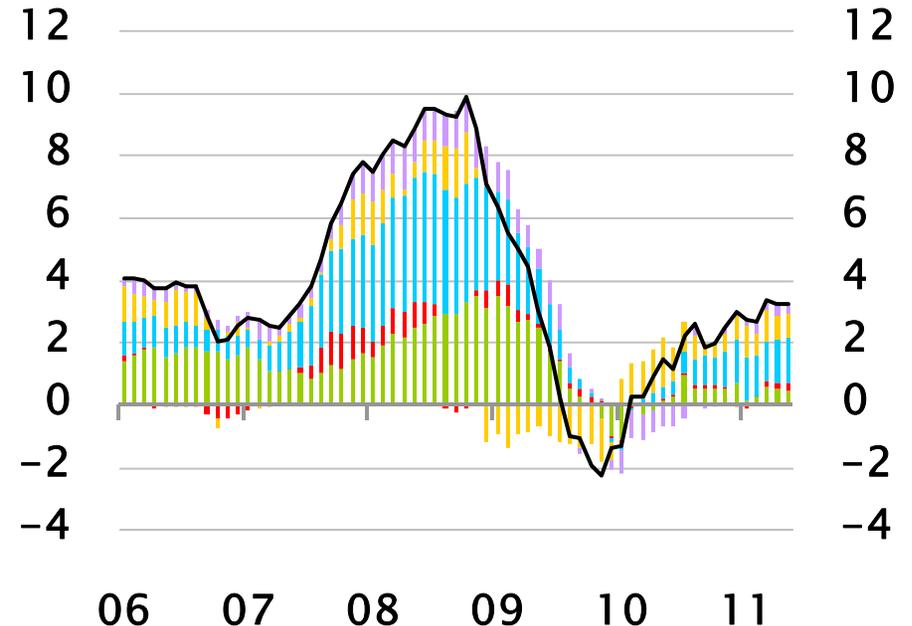
Los precios de los alimentos y de los combustibles continúan aportando la mayor incidencia a la inflación anual. Sin embargo, la medida subyacente, en particular el IPCX1, no da cuenta de una propagación inusual de estos *shocks*.

Indicadores de inflación  
(variación anual, porcentaje)



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

Incidencia en el IPC  
(variación anual, puntos porcentuales)

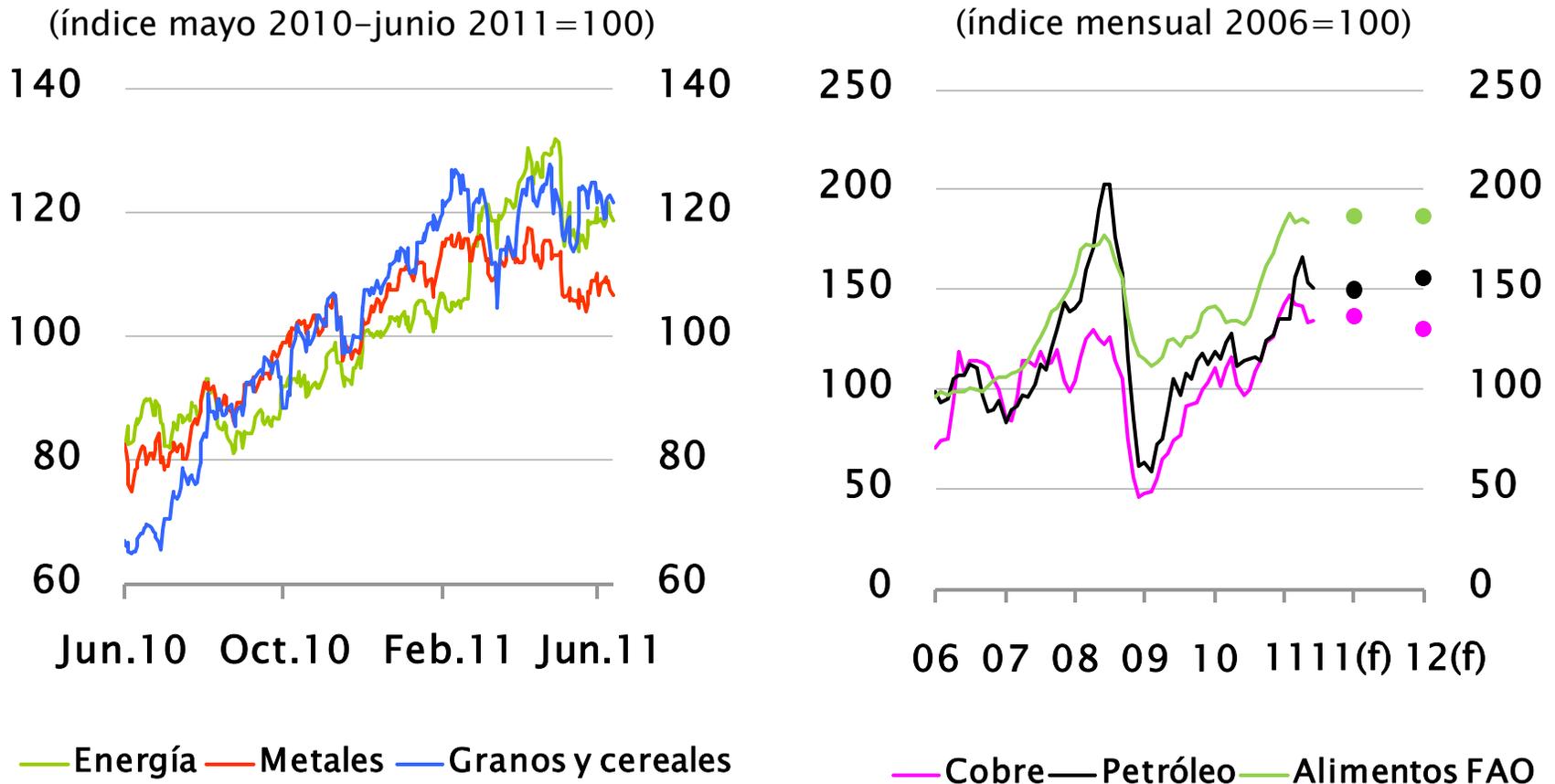


— Servicios públicos (5,4%) — Combustibles (5,7%)  
— Resto (64,7%) — Frutas y verduras frescas (2,9%)  
— Alimentos sin frutas y verduras frescas (21,3%)  
— IPC total



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 en niveles elevados y se estima que permanecerán en niveles altos.

### Precios de materias primas (1) (2)

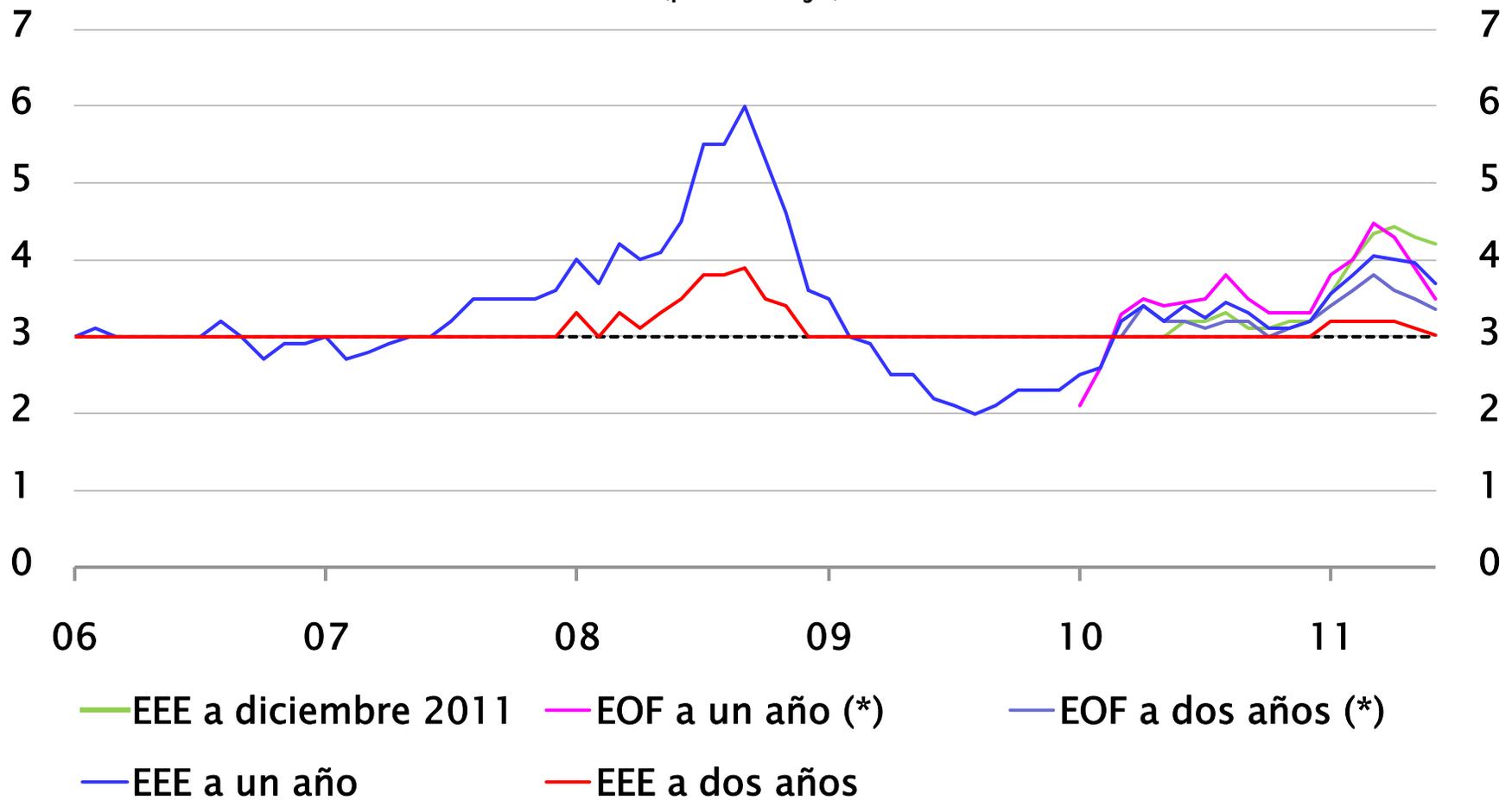


(1) Gráfico de la izquierda corresponde a los índices del agregado de S&P GSCI. (2) Gráfico de la derecha considera para alimentos información hasta mayo del 2011, para petróleo y cobre hasta junio. (f) Puntos corresponden a los precios promedio proyectados para el 2011 y 2012 en el IPoM de junio 2011. 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)



(\*) Para la EOF se considera la encuesta de la primera quincena del mes.

Fuente: Banco Central de Chile.



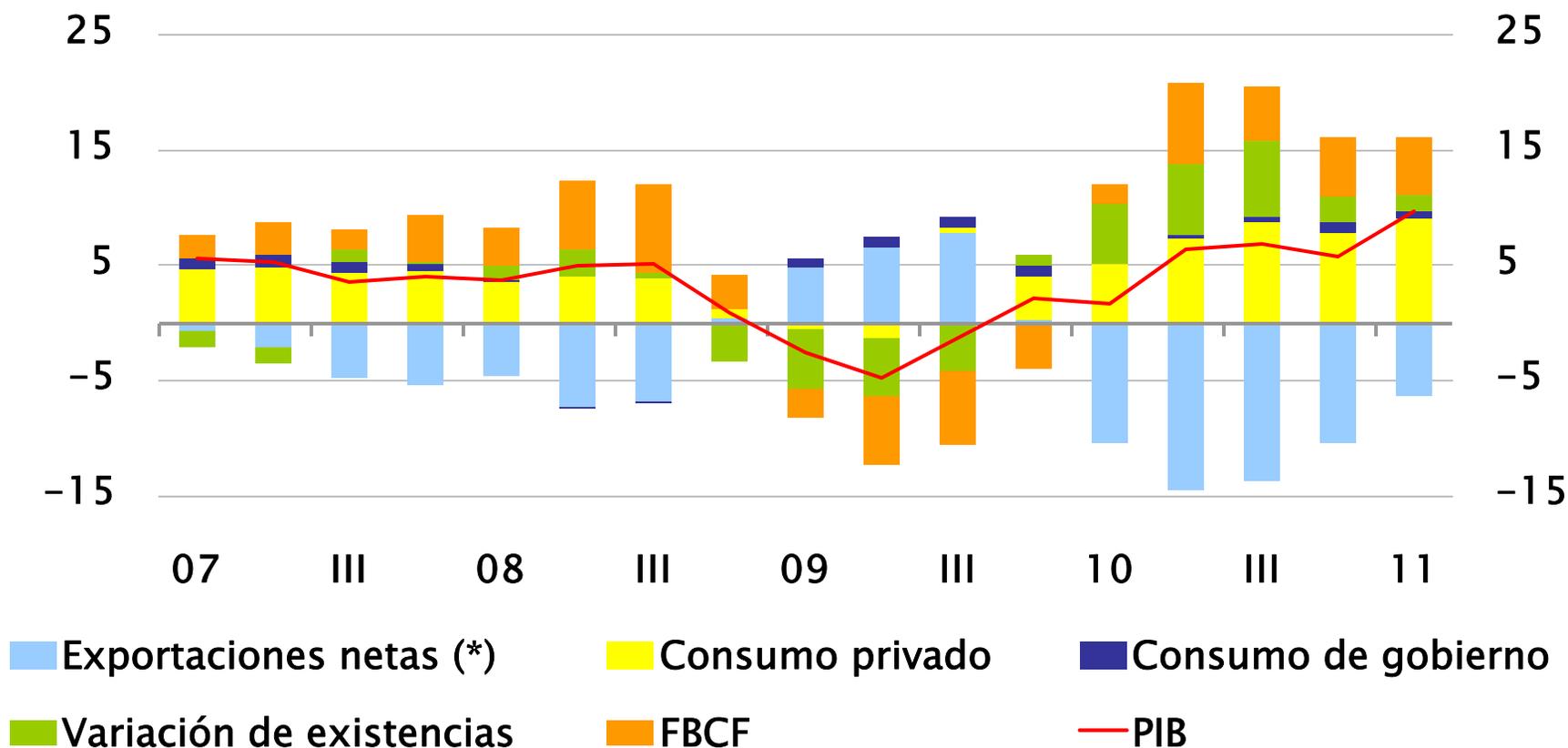
# Escenario macroeconómico



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)



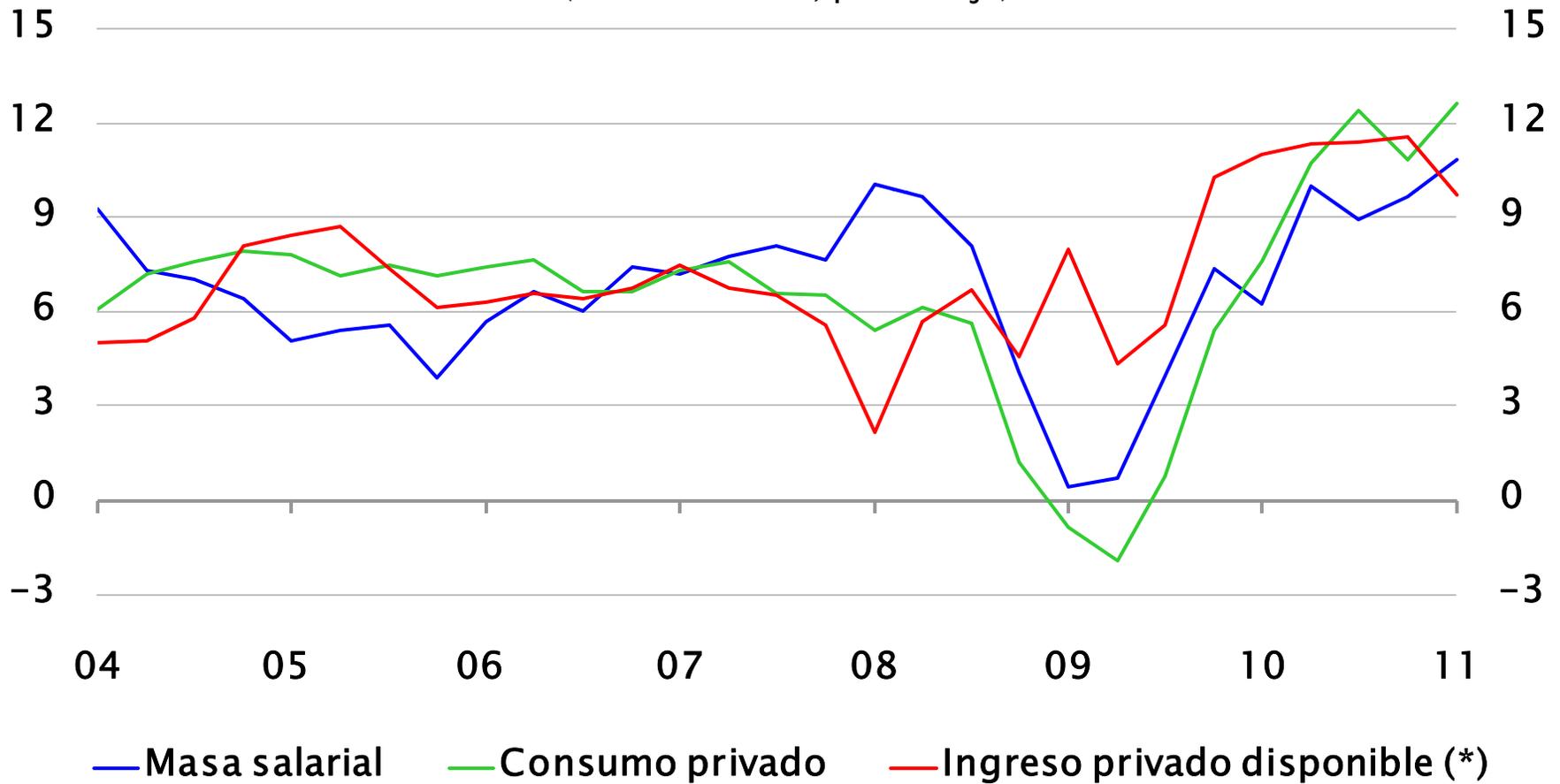
(\*) Exportaciones de bienes y servicios menos importaciones de bienes y servicios.

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)



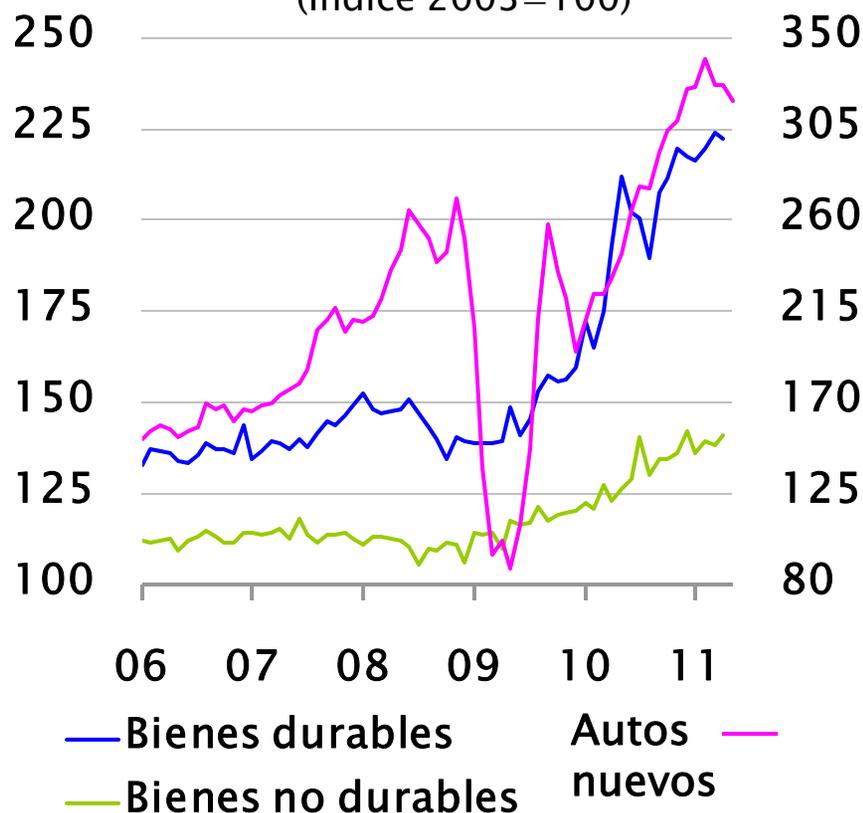
(\*) Promedio móvil anual.

Fuente: Banco Central de Chile.

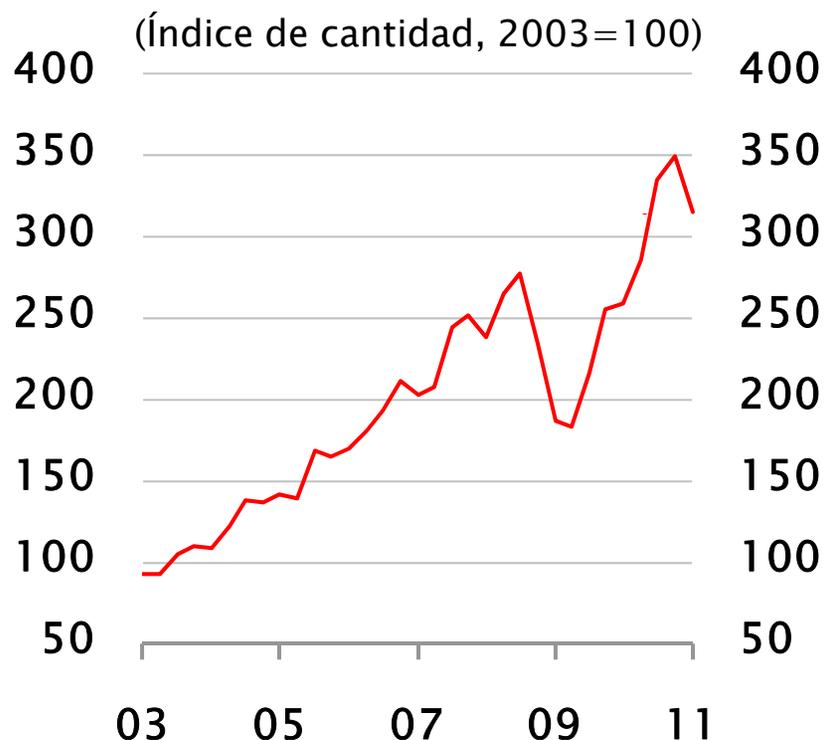


Indicadores parciales del segundo cuarto del año dan cuenta de una economía que, si bien sigue creciendo a tasas elevadas, presenta cierta moderación.

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



Importaciones de bienes de consumo  
(Índice de cantidad, 2003=100)



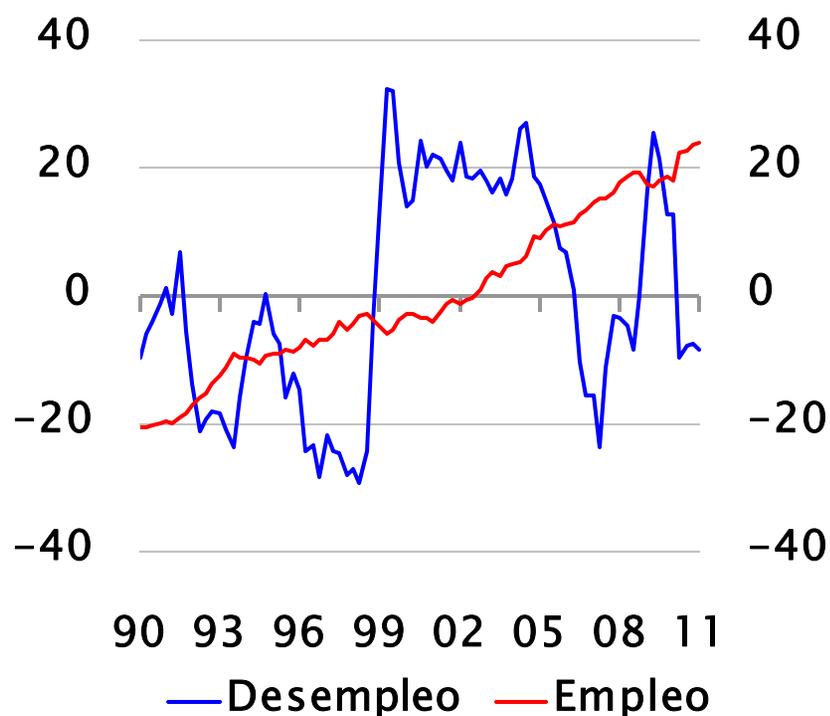
(\*) Ventas en el trimestre móvil. Series desestacionalizadas.

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

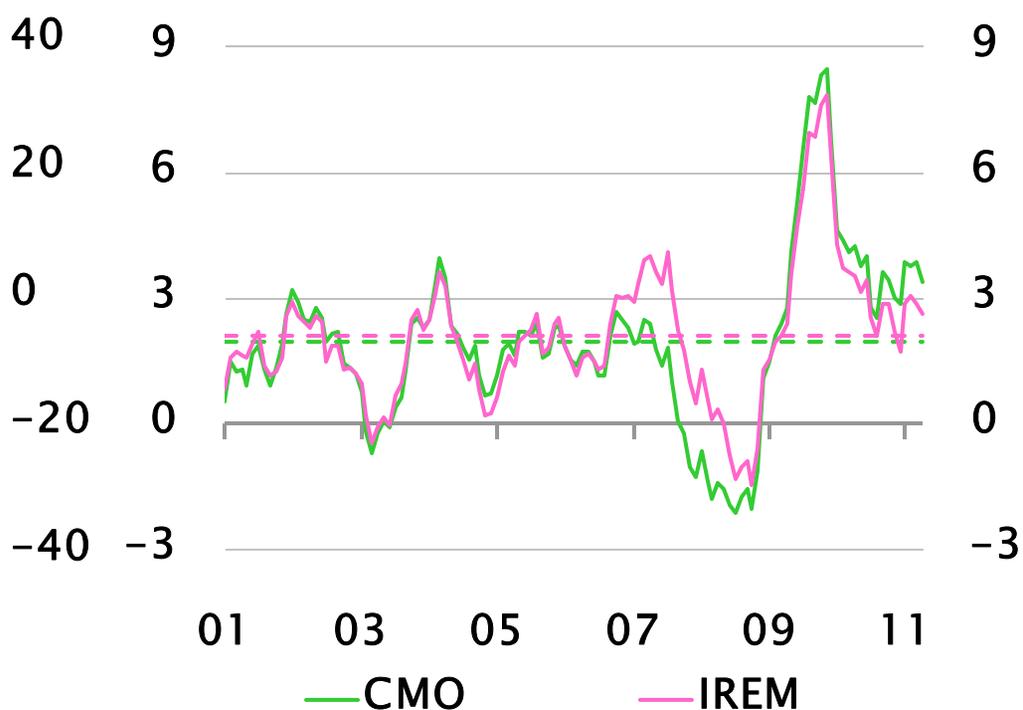


El mercado laboral muestra un dinamismo importante. La tasa de desocupación ha llegado a niveles históricamente bajos, junto con un importante aumento del empleo. El incremento anual de los salarios es mayor que a fines del 2010.

**Empleo y desempleo (1)**  
(índice, centrado en la media del período 1990–2011)



**Salarios reales (2)**  
(variación anual, porcentaje)



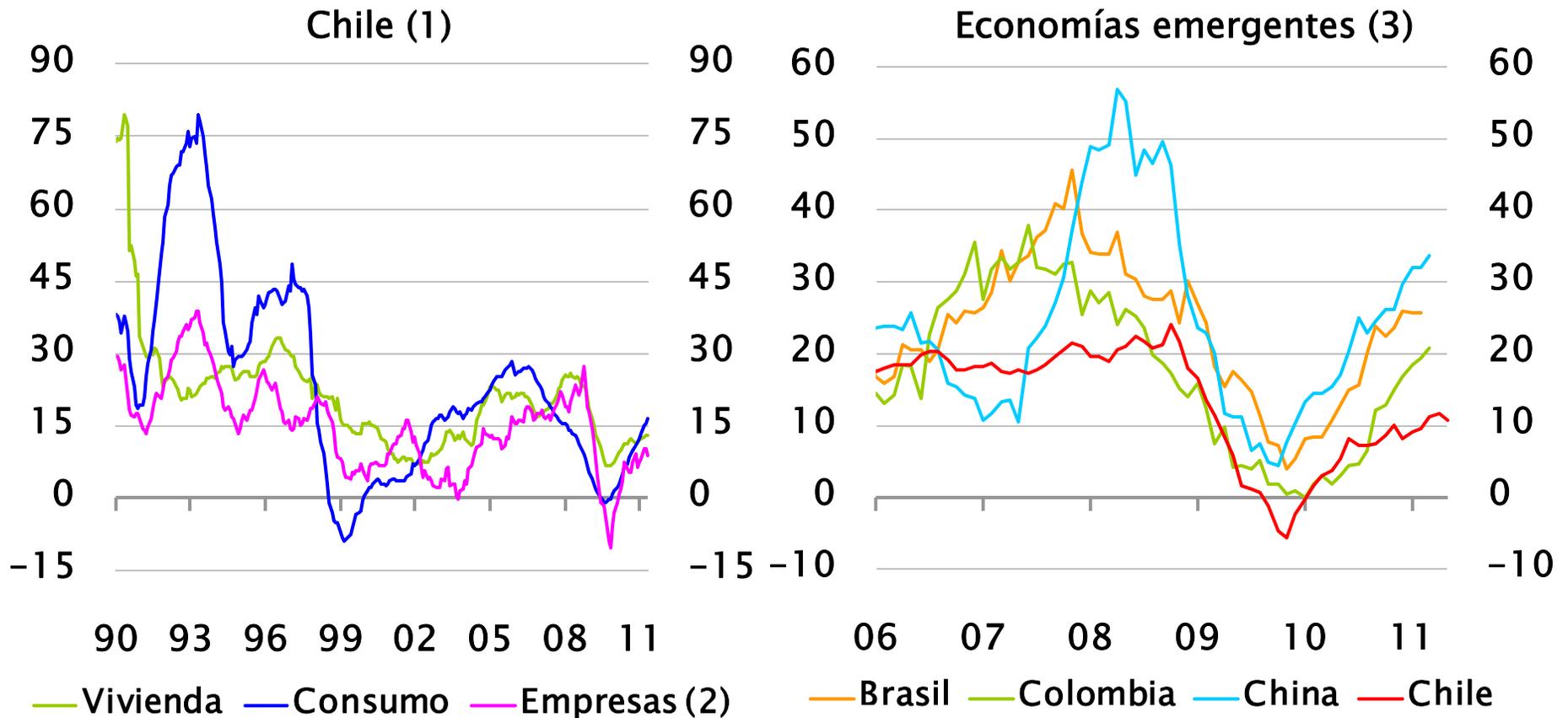
(1) Series desestacionalizadas. (2) Líneas punteadas corresponden al promedio 2001–2011.

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 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)

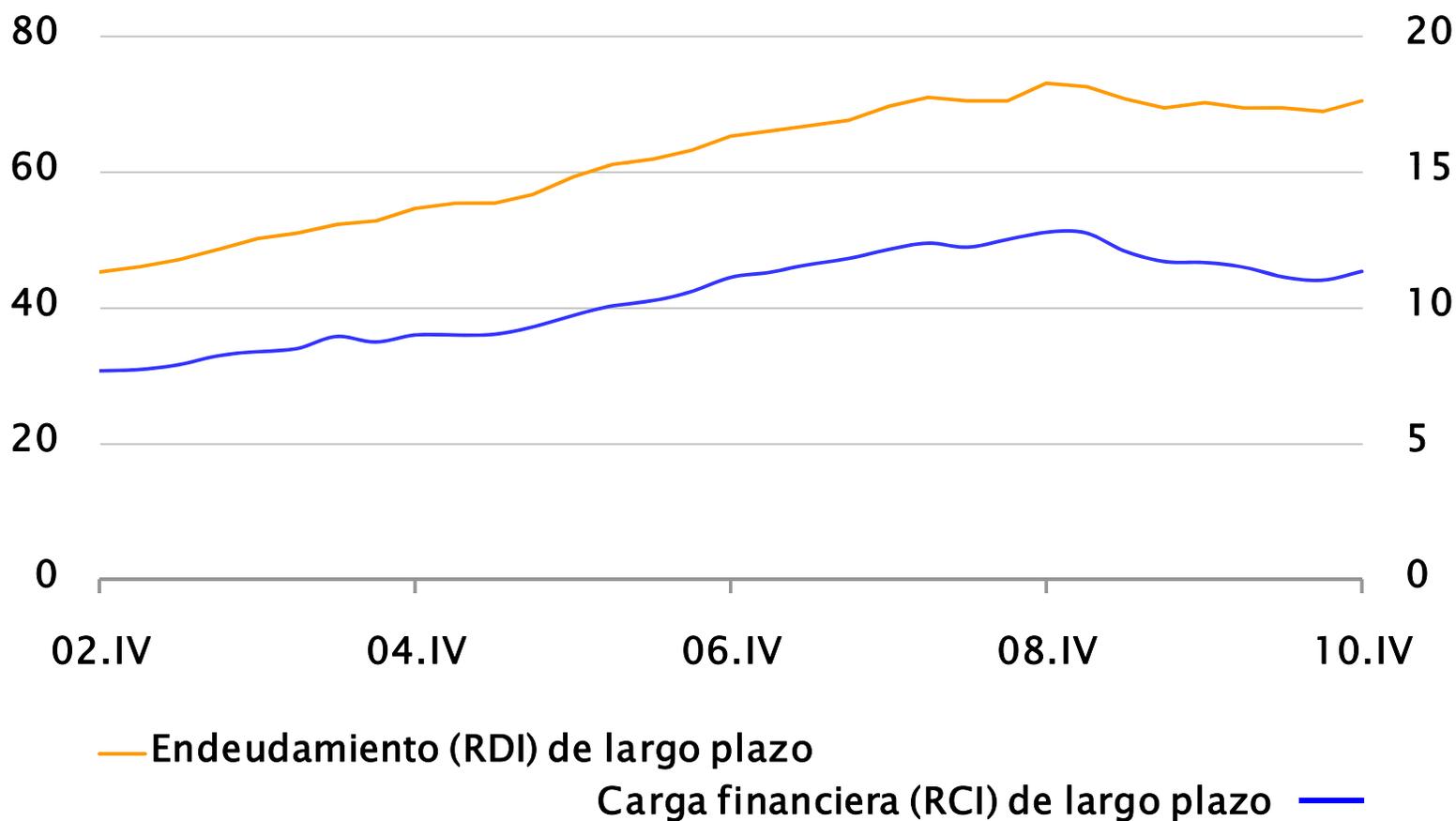


(1) Cifras preliminares para mayo del 2011. (2) Corresponden a la suma de los créditos comerciales y de comercio exterior. (3) Para Brasil, las cifras son hasta febrero del 2011. Para China y Colombia, hasta marzo del 2011. Fuentes: Banco Central de Chile, Fondo Monetario Internacional y Superintendencia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



Los indicadores de riesgo de crédito bancario de los hogares exhiben una mejora sostenida y tienden a estabilizarse durante el último año.

### Endeudamiento y carga financiera de largo plazo (porcentaje del ingreso disponible)





Hasta ahora, el endeudamiento no ha aumentado por sobre su tendencia de largo plazo, requiriéndose tasas de crecimiento futuras históricamente elevadas para llegar a niveles que configuren un escenario de riesgo sistémico.

### Deuda de los hogares (variación real anual, porcentaje)

	2002 - 2007 (1)	2008	2009	2010				2011	Contribución crecimiento (2)	Participación en la deuda
		IV	IV	I	II	III	IV	I		
Hipotecaria	14,1	12,9	7,3	7,7	8,6	9,0	7,0	7,6	4,2	55,8
Bancaria	15,3	13,1	8,6	9,2	10,0	10,4	9,0	9,3	4,5	49,3
No bancaria (3)	8,2	11,7	-0,5	-1,6	-1,0	-0,5	-6,0	-4,3	-0,3	6,3
Consumo	17,9	3,9	1,8	2,3	4,7	5,8	8,1	9,5	4,2	44,5
Bancaria	16,0	-0,3	2,2	2,7	5,1	7,5	8,6	11,8	2,8	24,3
No bancaria	20,7	9,1	1,4	1,9	4,3	3,8	7,6	6,8	1,4	20,2
Casas Comerciales	27,6	9,3	-7,9	-6,4	-1,2	3,6	11,9	10,4	0,7	7,0
CCAF (4)	19,9	9,6	8,3	7,5	6,9	1,3	2,9	6,2	0,3	4,4
Cooperativas	25,2	11,6	5,6	3,3	9,5	5,2	1,9	0,8	0,0	2,6
Otras (5)	13,5	7,6	6,7	7,6	6,8	5,2	8,8	6,1	0,4	6,3
<b>Total</b>	<b>15,8</b>	<b>8,7</b>	<b>4,8</b>	<b>5,3</b>	<b>6,8</b>	<b>7,6</b>	<b>7,5</b>	<b>8,4</b>	<b>8,4</b>	<b>100,0</b>

(1) Promedio. (2) Puntos porcentuales. (3) Incluye deuda hipotecaria securitizada. (4) Cajas de Compensación de Asignación Familiar. (5) Incluye financiamiento automotriz, deuda universitaria y compañías de seguros.  
Fuentes : Banco Central de Chile en base a información de la SBIF, SuSeSo y SVS.



## Caso La Polar

---

- Estos hechos son gravísimos y han causado un severo daño a sus clientes e inversionistas, entre otros. No obstante nuestra evaluación nos lleva a afirmar que no está en riesgo la estabilidad del sistema financiero y que sus implicancias sobre el sistema de pagos son acotadas.
- Los antecedentes públicamente conocidos apuntan a graves problemas en el gobierno corporativo de esta compañía, con políticas crediticias irresponsables y abusivas e importantes deficiencias en la información sobre su cartera de créditos que fue entregada a inversionistas y organismos supervisores. También es probable que se hayan cometido delitos sobre la provisión de información y la operación de las actividades crediticias.
- Este caso revela dos falencias importantes sobre las cuales debemos sacar lecciones en materia legislativa, regulatoria y de fiscalización. Lo que tenemos hoy día es ciertamente insuficiente.



## Caso La Polar

---

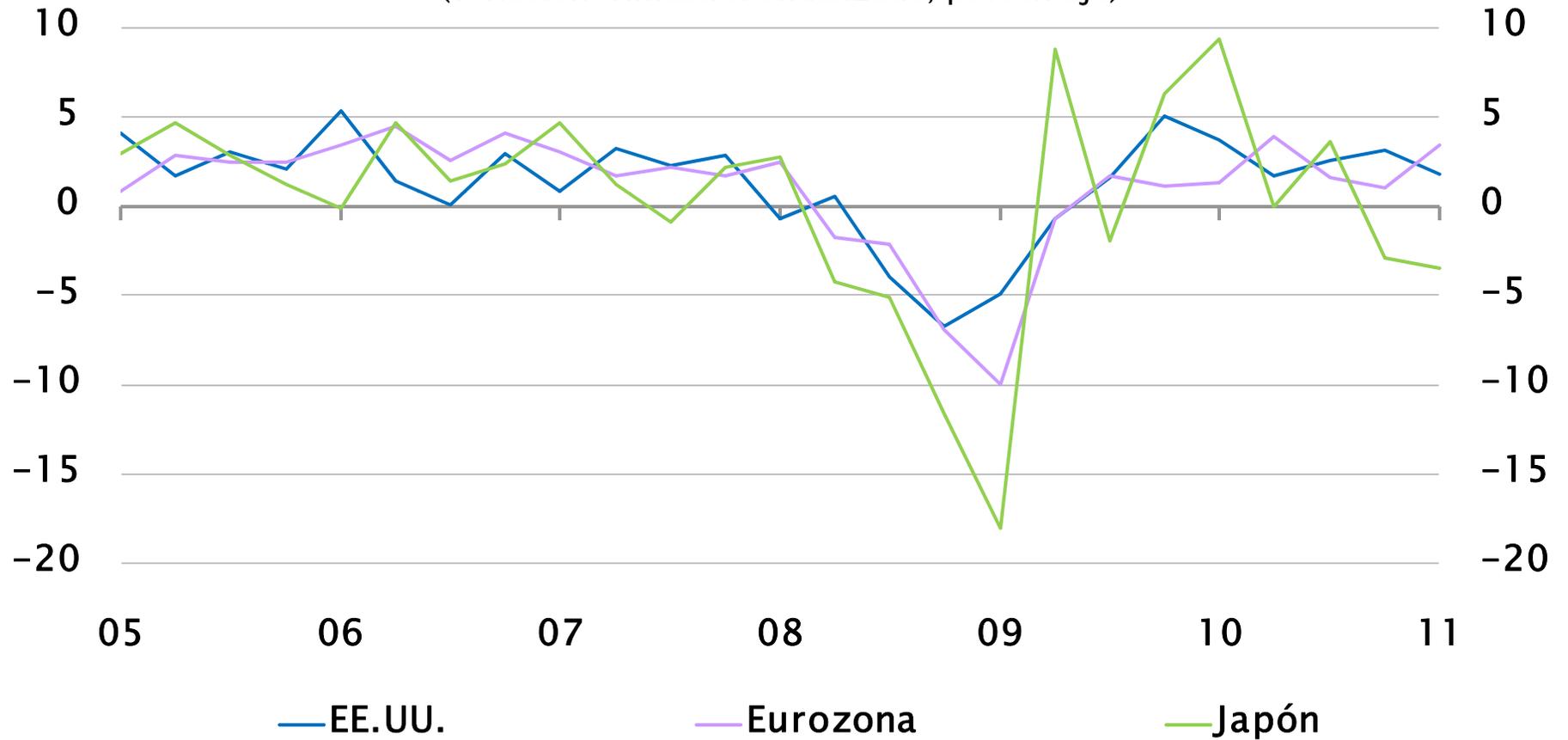
- La primera falencia es la defensa del cliente financiero. No queda duda de que es importante fortalecerla. El fortalecimiento del área financiera del Sernac y la implementación de contratos de créditos estandarizados, que sean muy claros en la reglas de reprogramación, prohibiendo prácticas abusivas, apuntan en esa dirección.
- El segundo aspecto se refiere a la protección de los inversionistas, asegurando que estos reciban una información confiable y se eviten los engaños que aparentemente habrían ocurrido.
- Otro aspecto importante de la operación de la industria del *retail* es la protección del normal funcionamiento del sistema de pagos, en la medida que hay comercios que aceptan las tarjetas de crédito de las casas comerciales como medio de pago. Este aspecto se encuentra regulado en la normativa del Banco Central. El sistema de pagos, que es una de las responsabilidades que la ley ha encargado al Banco Central, ha operado adecuadamente.



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 tasas de interés.

### Crecimiento economías desarrolladas

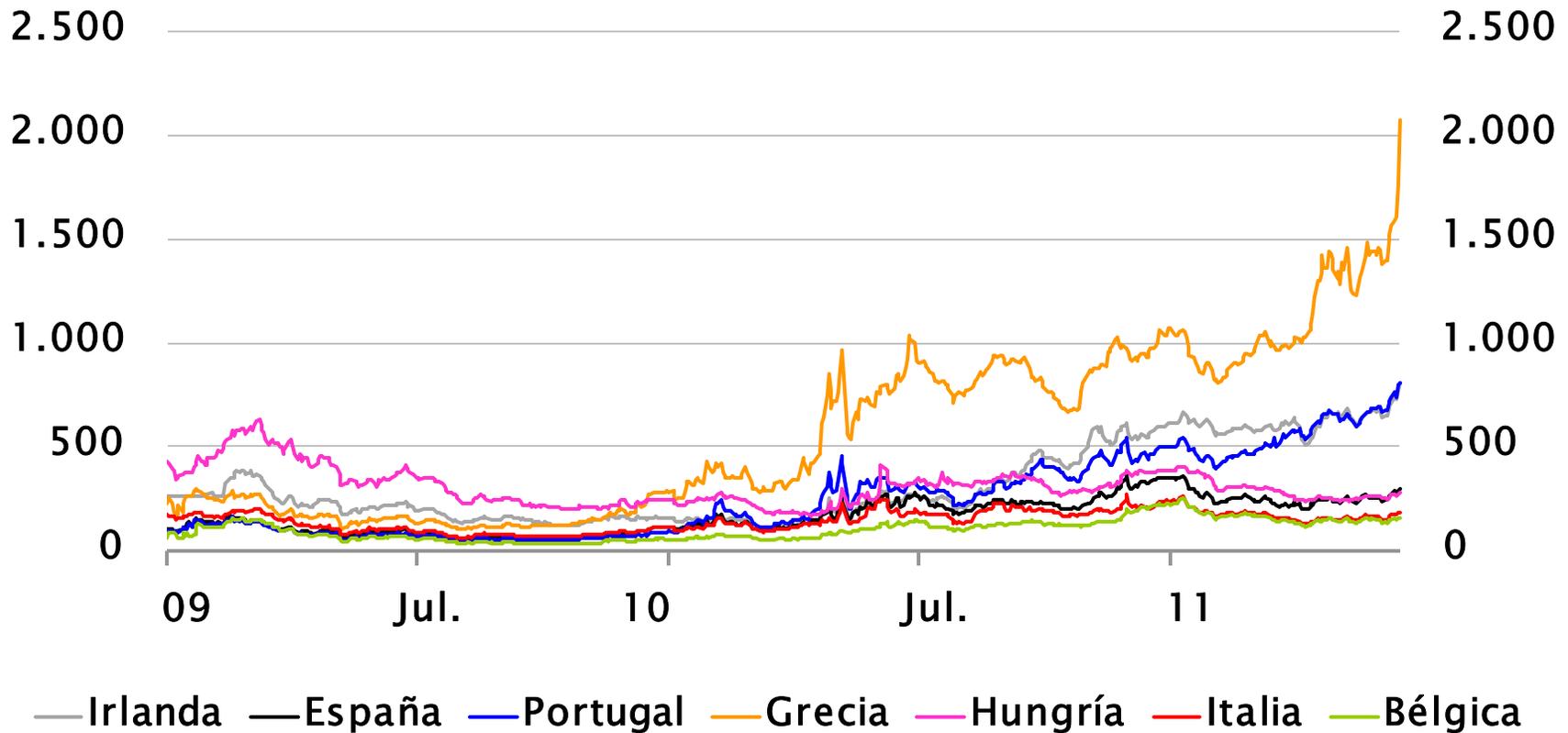
(variación trimestral anualizada, porcentaje)





La situación en algunas economías europeas sigue siendo un foco de tensión, que se ha elevado en los últimos días y sobre el cual aún no existe un camino claro de solución.

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

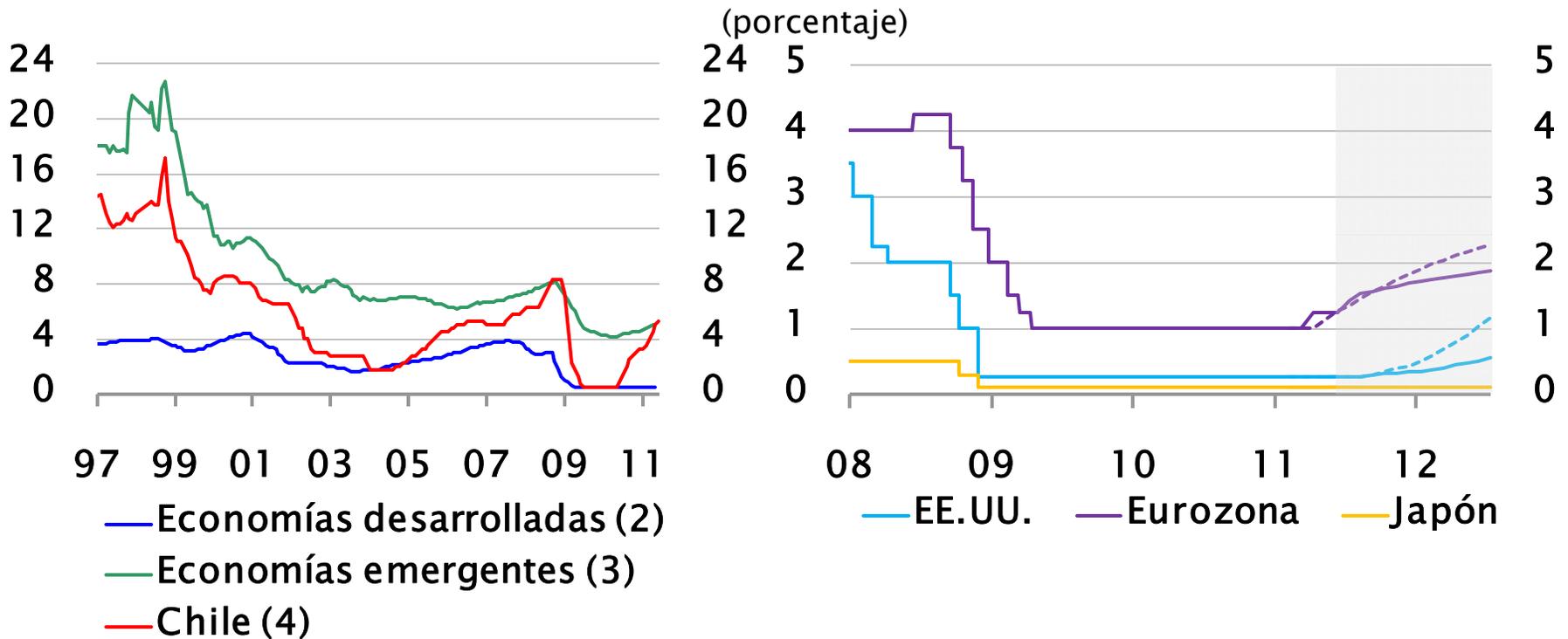


(\*) Medido a través de los premios CDS a 5 años.  
Fuente: Bloomberg.



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

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



(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.

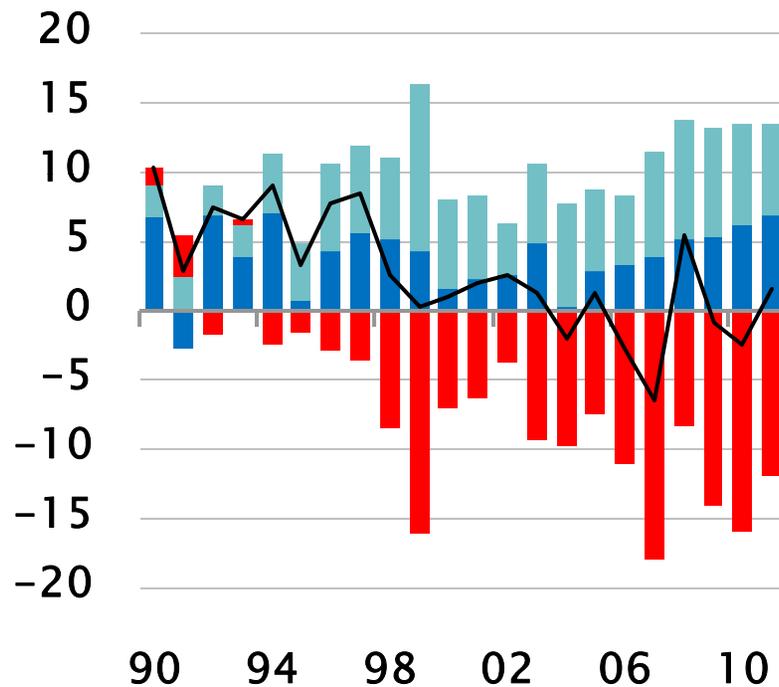


El abundante flujo de capitales que han recibido las economías emergentes a raíz de este escenario ha puesto una nota de cautela. Sin embargo, en términos netos los flujos de capitales son bajos.

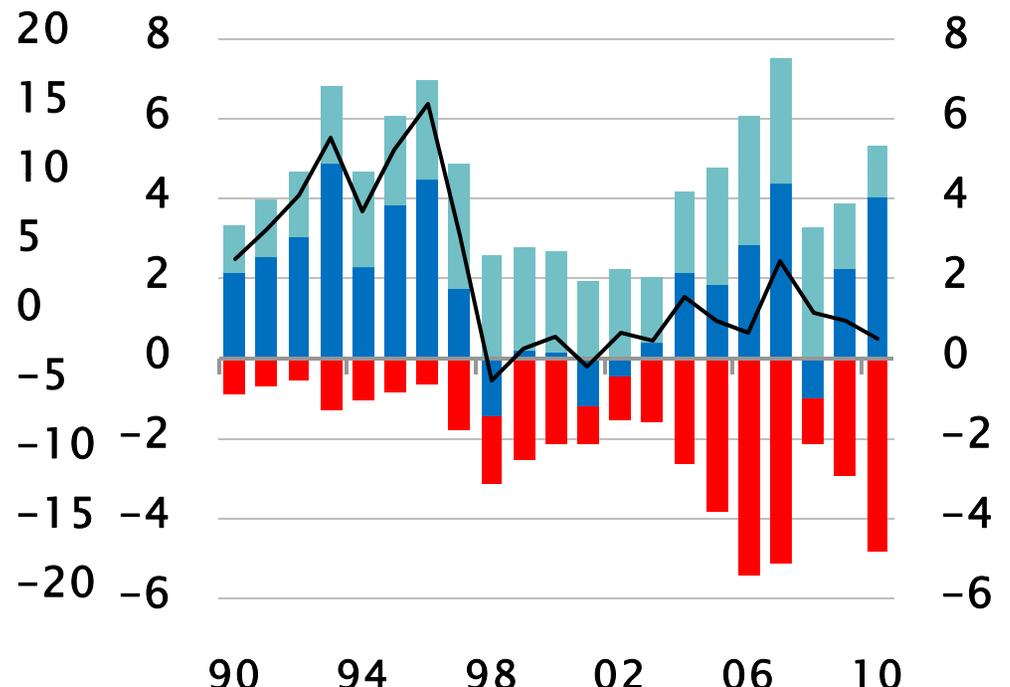
## Entrada y salida bruta de capitales (1)

(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.

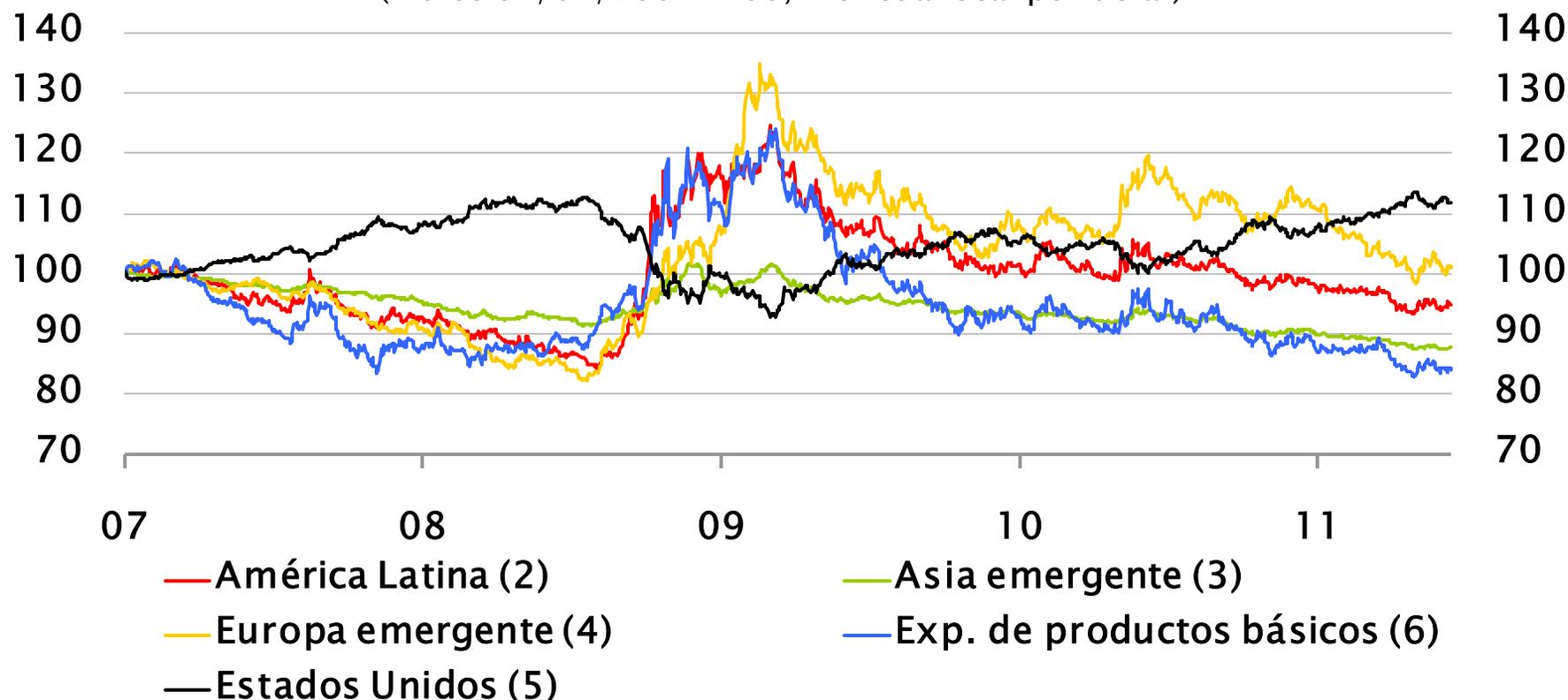
Fuentes: Banco Central de Chile y Fondo Monetario Internacional.



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 fue menor.

### Paridades de monedas (1)

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



(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. Fuentes: Bloomberg y Fondo Monetario Internacional.



## El Consejo anunció a comienzos de enero un programa de compra de divisas.

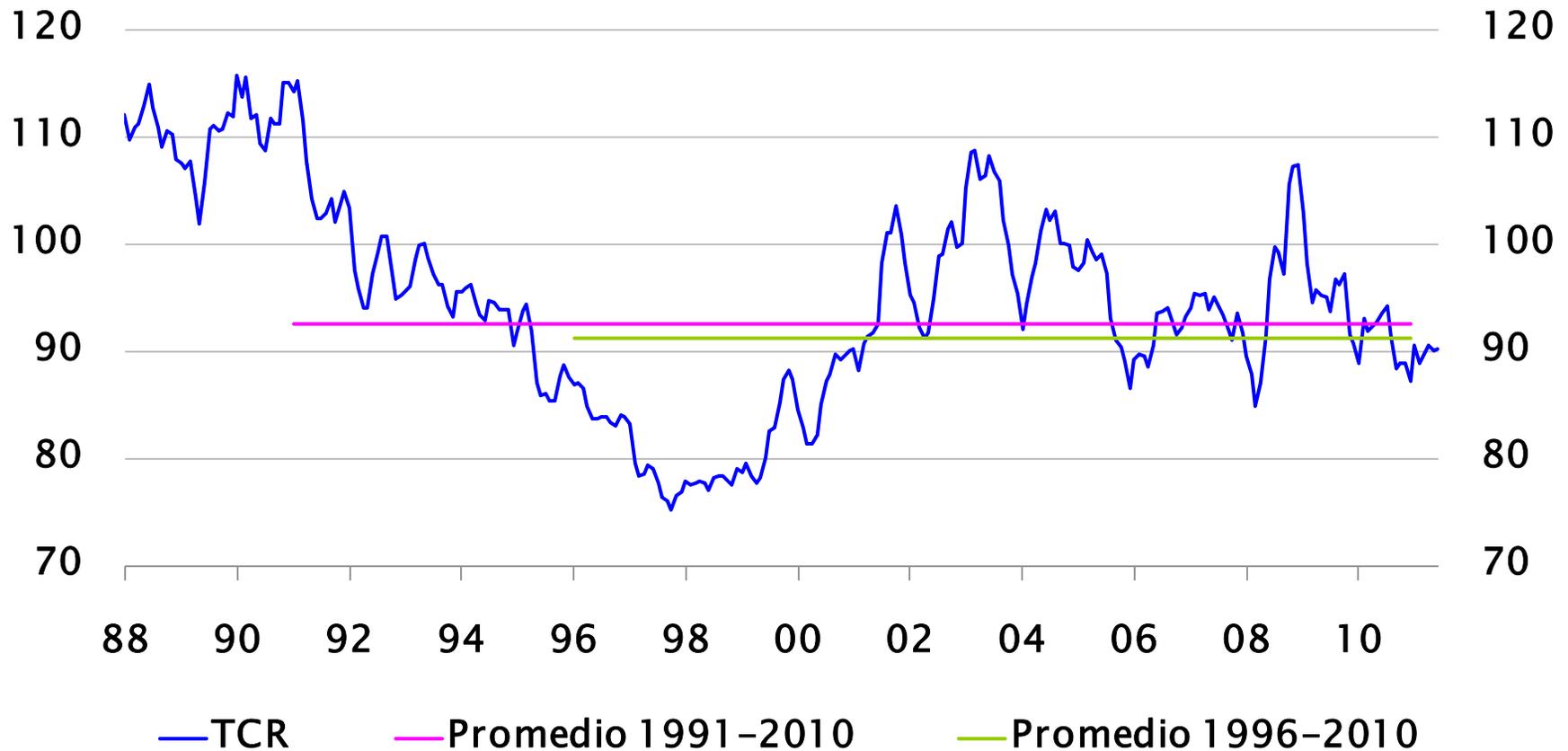
---

- Su objetivo es aliviar las tensiones cambiarias y llevar las reservas internacionales de Chile a un nivel similar al de otras economías emergentes. El programa considera la compra de US\$12 mil millones hasta diciembre de este año.
- Transcurridos seis meses y medio desde su anuncio, el Banco ha comprado aproximadamente US\$6.000 millones.
- Las grandes tendencias que han determinado la apreciación de monedas de la mayor parte de las economías emergentes, siguen presentes. En todo caso, de no haber intervenido el Banco Central, el nivel del tipo de cambio sería menor que el actual.



El peso en términos reales está en valores algo superiores a los de marzo. Comparado con el inicio de la intervención, el aumento del TCR es mayor.

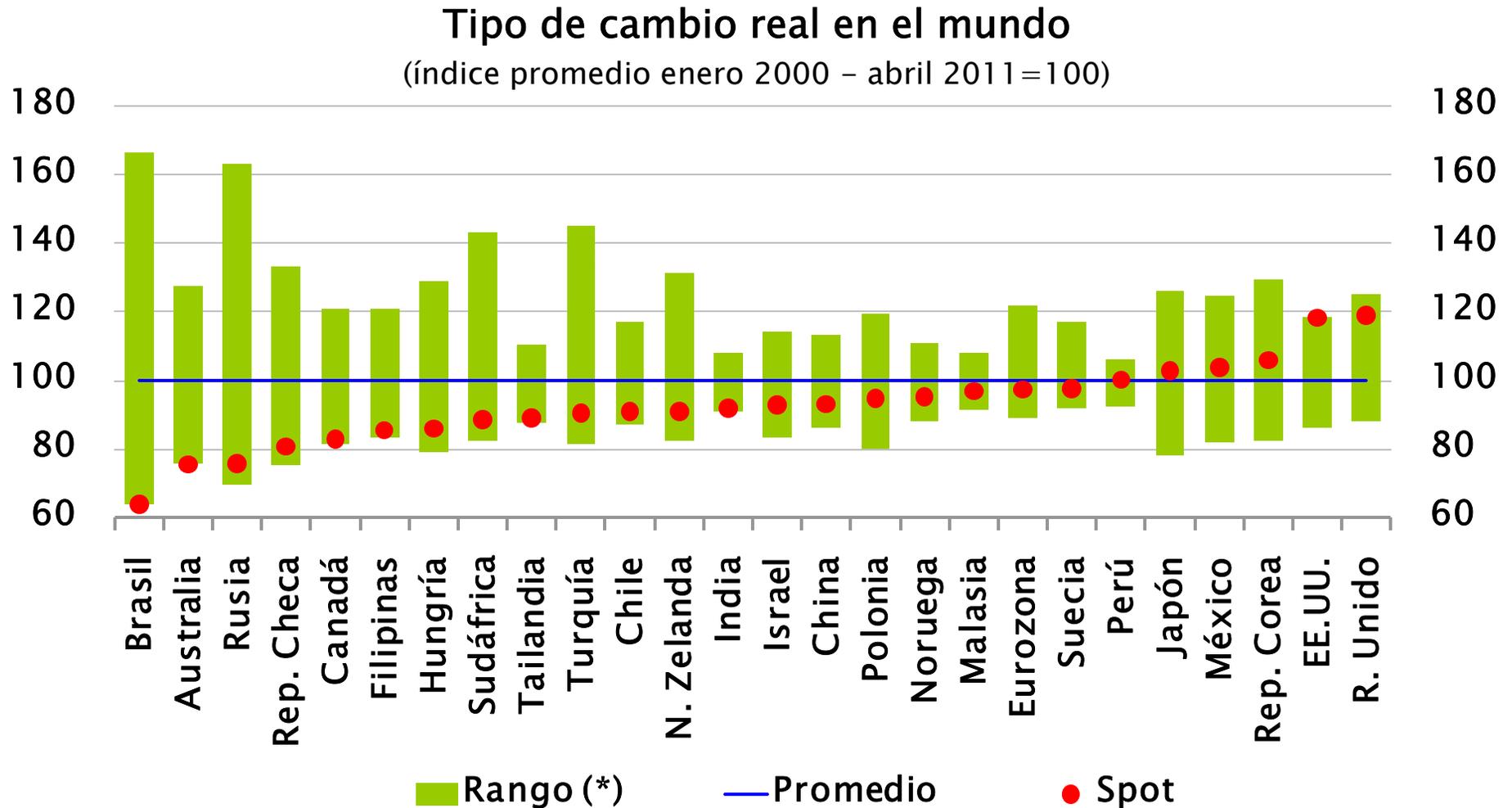
Tipo de cambio real (\*)  
(índice 1986=100)



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



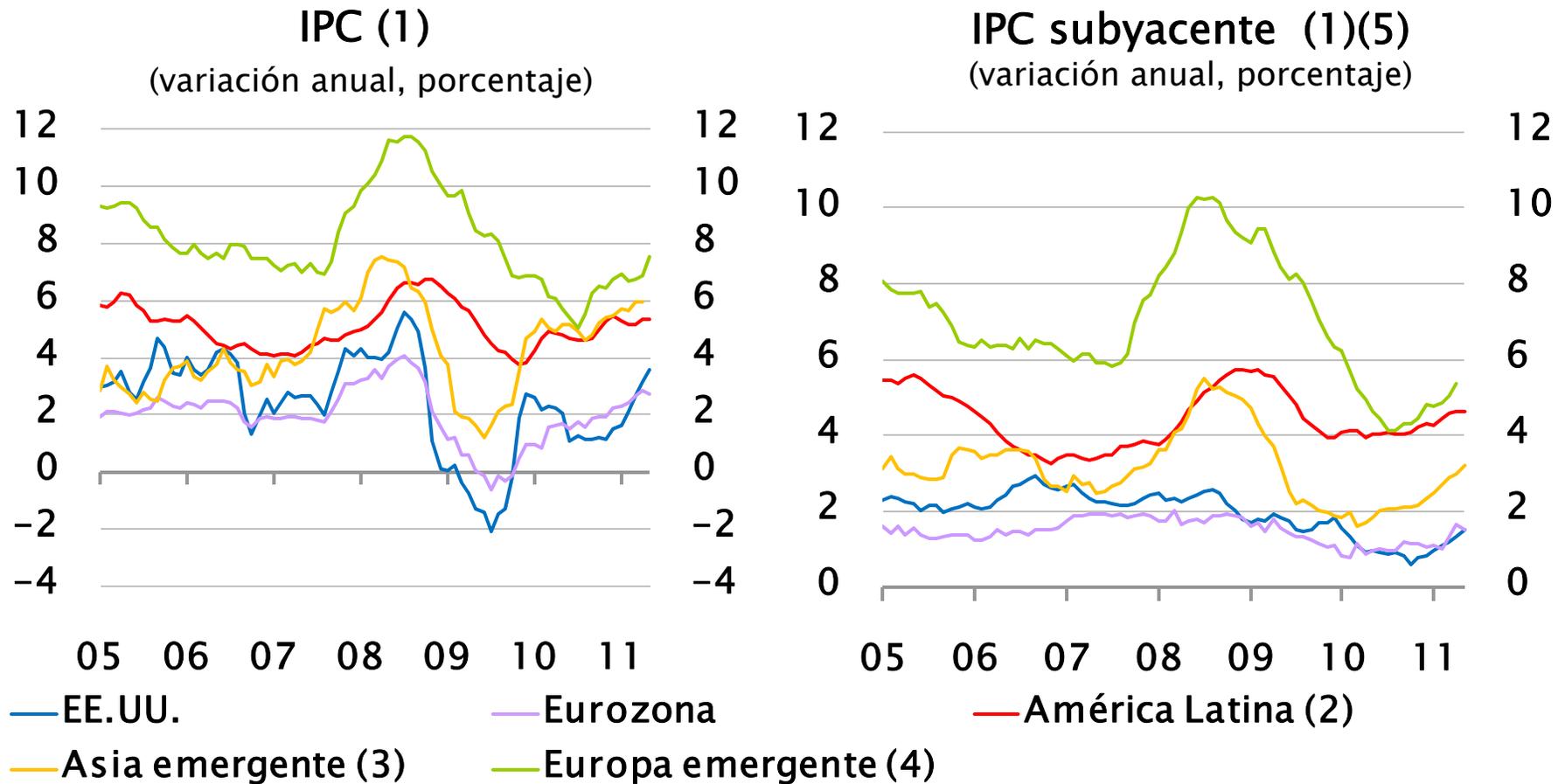
En todo caso, la persistente debilidad del dólar ha llevado a que los tipos de cambio real de distintas economías se ubiquen en los valores mínimos de la última década, o cerca de ellos.



(\*) 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).



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 disminuido.



(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.



# Perspectivas



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

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

	Promedio 00-08	2009	2010 (e)	2011 (f)			2012 (f)		
				IPoM mar.	IPoM jun.	CF may.	IPoM mar.	IPoM jun.	CF may.
				11	11	11	11	11	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.



En el escenario base, el crecimiento del PIB se ubicará este año en la parte alta del rango previsto en marzo, con un aumento entre 6 y 7%. El mayor crecimiento responde a cifras del primer trimestre superiores a las previstas en marzo.

### Crecimiento económico (variación anual, porcentaje)

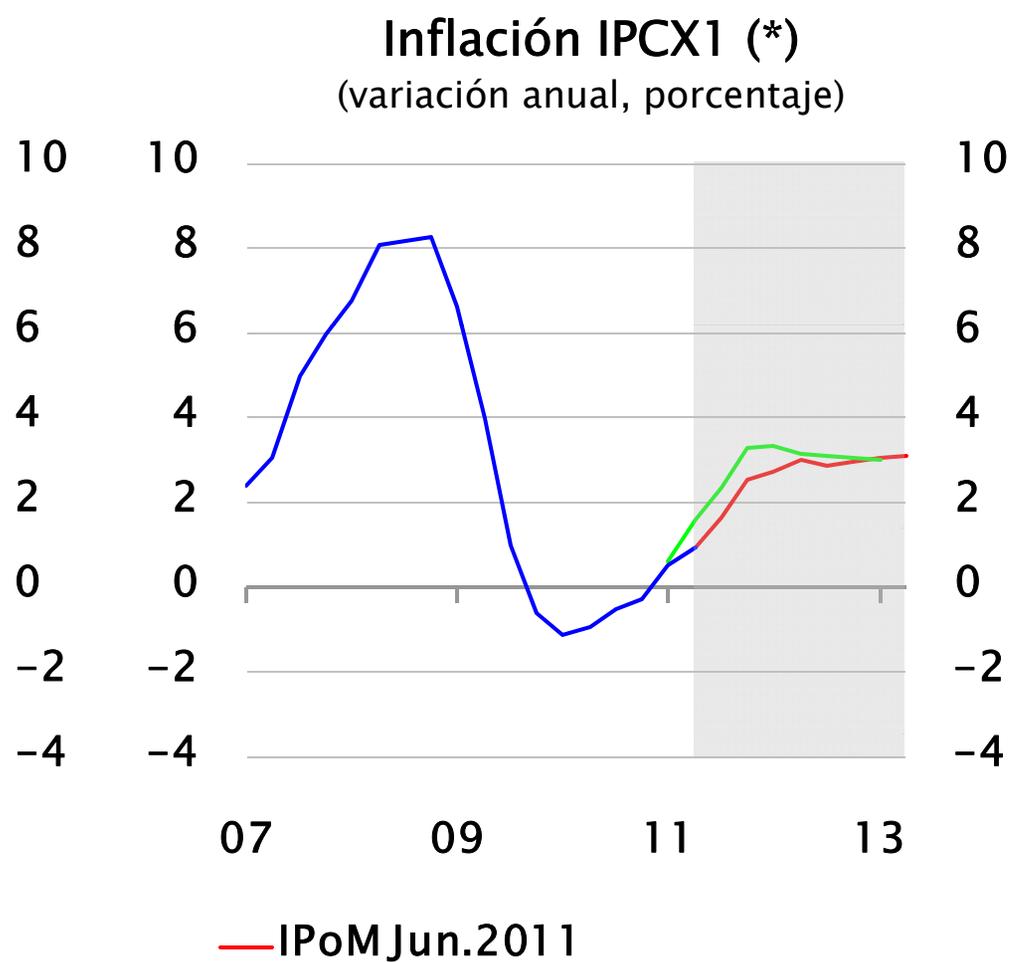
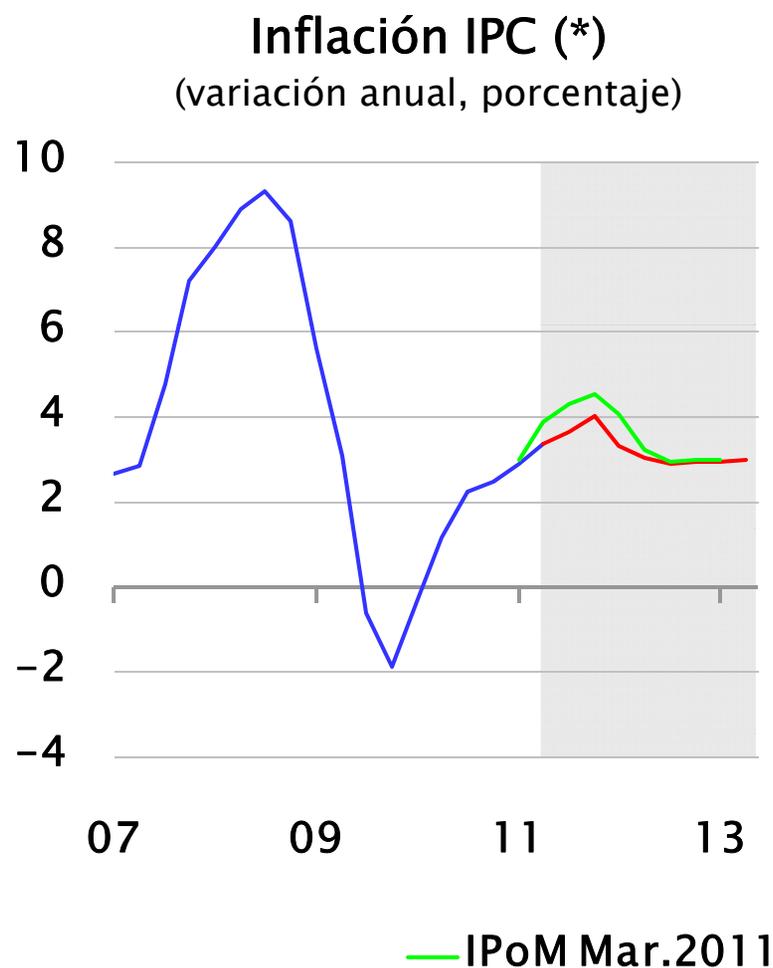
	2009	2010	2011 (f)
PIB	-1,7	5,2	6,0 – 7,0
Demanda interna	-5,9	16,4	8,5
Demanda interna (sin var. existencias)	-2,9	11,5	9,2
Formación bruta de capital fijo	-15,9	18,8	11,9
Consumo total	1,9	9,3	8,3
Exportaciones de bienes y servicios	-6,4	1,9	7,1
Importaciones de bienes y servicios	-14,6	29,5	11,0
Cuenta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

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



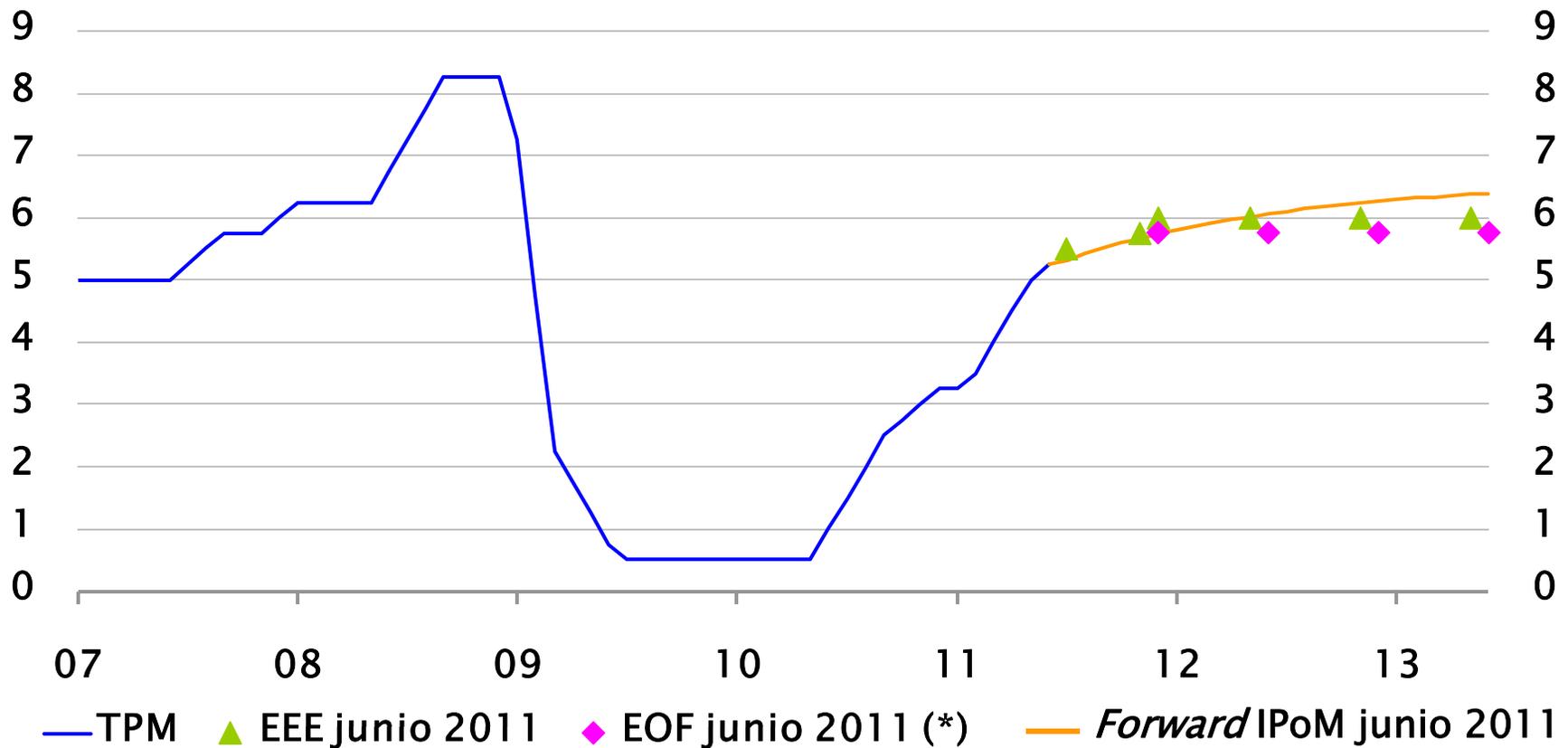
La inflación anual de IPC finalizará el año en 4%, ubicándose por algunos meses en torno a este valor. La inflación subyacente seguirá subiendo, y convergerá gradualmente a 3%.





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 Consejo estima que el balance de riesgos tanto para la inflación como para la actividad están equilibrados.

---

- Internamente, la persistencia y propagación del *shock* de precios específicos de los últimos trimestres sigue siendo importante, en especial por el estado de las holguras de capacidad.
  - El mercado laboral según distintas fuentes de información da cuenta de un estrechamiento.
  - La actividad y la demanda interna han mostrado un dinamismo mayor al esperado, en especial el consumo.
- Externamente, los riesgos se han intensificado.
  - Una mayor debilidad en el mundo desarrollado podría exacerbar los diferenciales de tasas, los movimientos de capitales hacia el mundo emergente y las tensiones cambiarias, dificultando el manejo de las políticas macroeconómicas. Los ajustes fiscales requeridos en parte de Europa y Estados Unidos son relevantes en este ámbito.
  - El riesgo de un ajuste más abrupto en el crecimiento de algunas economías emergentes, como China, impactaría el PIB mundial y los precios de las materias primas.



**En el escenario más probable, la economía chilena se enfrentará a un contexto favorable.**

---

- No obstante, persisten riesgos que deben ser considerados con atención, tanto por sus implicancias para el manejo de la política monetaria como por sus riesgos para la estabilidad financiera de nuestra economía.
- El Consejo estima que, en el escenario más probable, serán necesarios aumentos adicionales de la TPM, cuya oportunidad dependerá de la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas.
- En todo caso, reitera que seguirá usando sus políticas con flexibilidad para que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de proyección.



# Panorama regional



# Panorama regional

		Región de Arica y Parinacota
<b>Población</b>	Censo 1992	174.119
	Censo 2002	189.644
<b>Actividad Económica (*)</b>		
Participación en el PIB total (%, 2009)		3,5
<b>INACER (%v12m)</b>		
	2009	-8.9
	2010.III	6.5
	2010.IV	1.1
	2011.I	3.8
<b>Tasa de desempleo (%)</b>		
	Feb-Abr 10	7.7
	Dic 10-Feb 11	7.9
	Ene-Mar 11	8.8
	Feb-Abr 11	7.6

(\*) Cifras consideran conjuntamente la I Región de Tarapacá y la XV Región de Arica y Parinacota.  
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



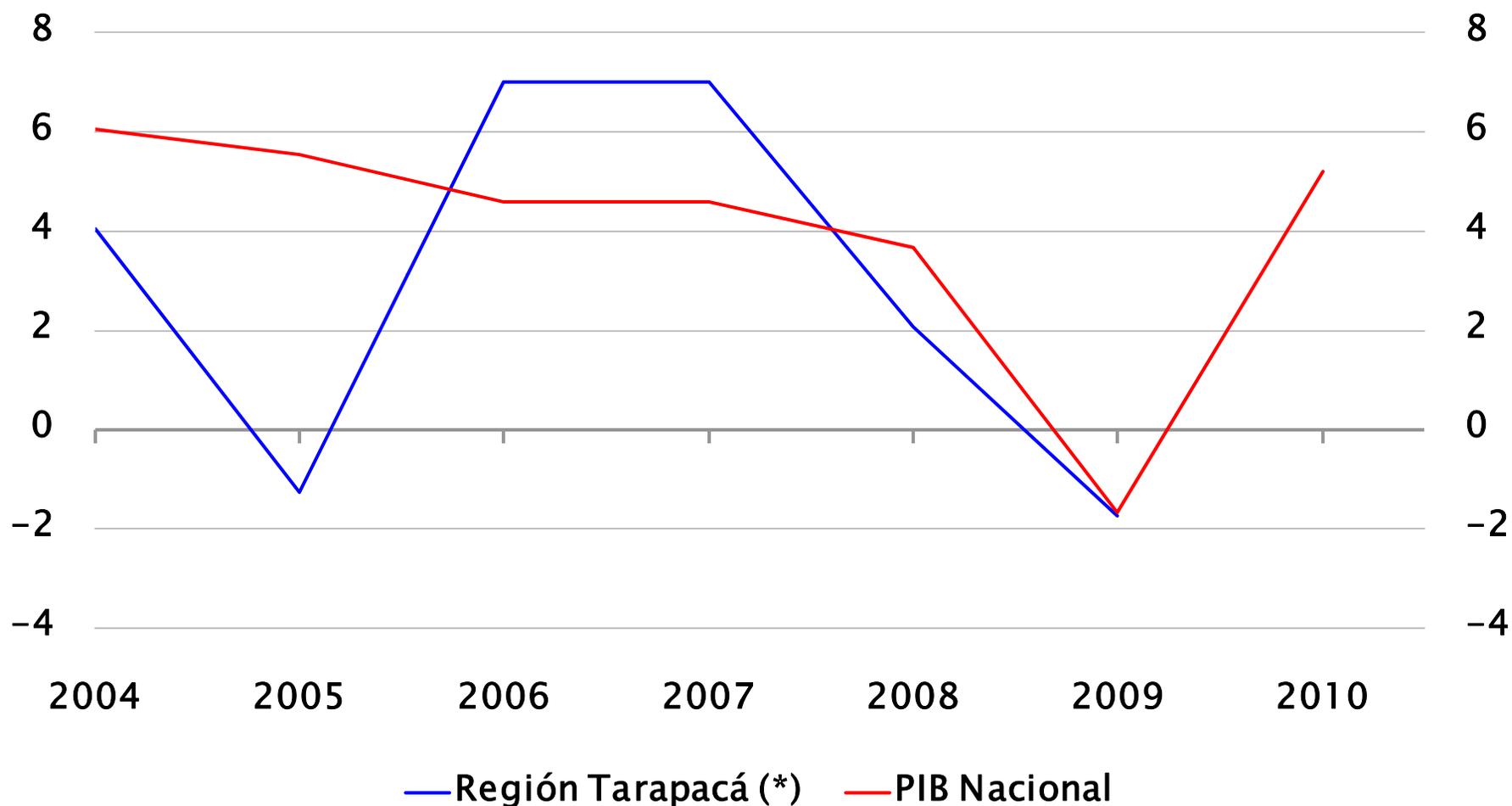
# Actividad regional (\*)

(índice, valor sobre (bajo) 100 indica mejor (peor) desempeño de la actividad regional respecto de la actividad nacional )





# Producto interno bruto (variación anual, porcentaje)

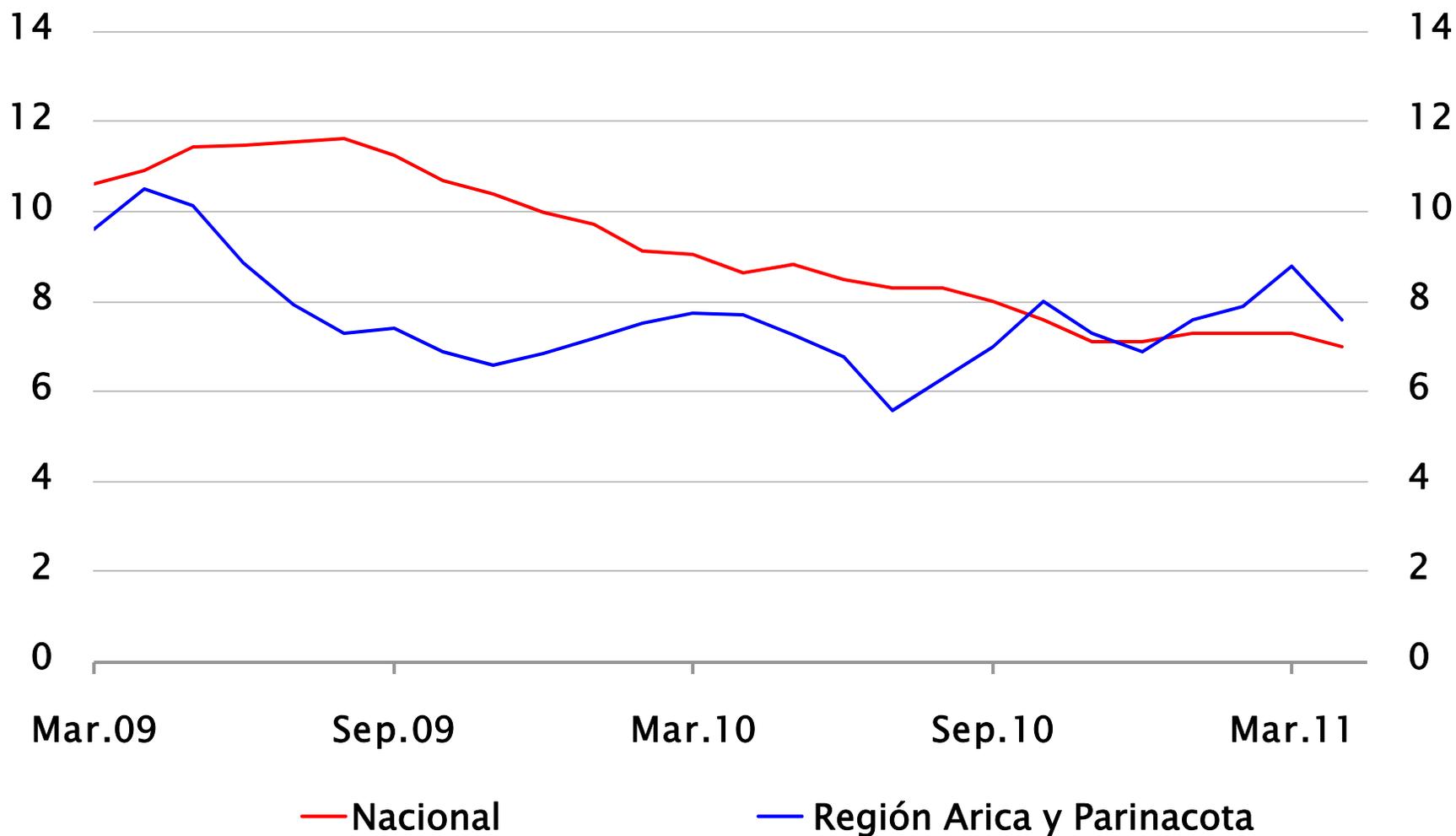


(\*) Incluye Región de Arica y Parinacota. Desde el 8 de octubre de 2007, se crea la XV Región de Arica y Parinacota.

Fuente: Banco Central de Chile.

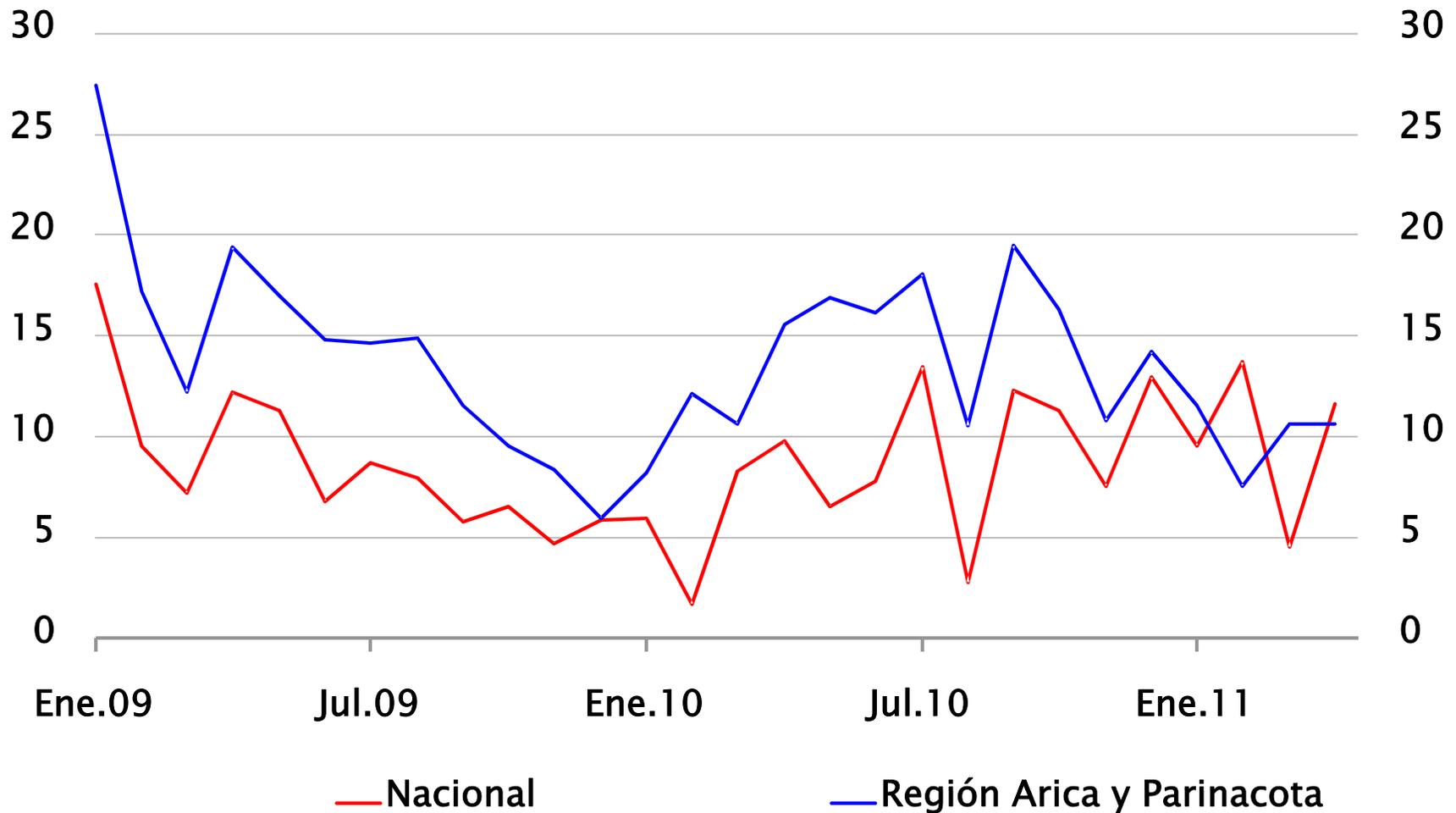


# Tasa de desempleo (porcentaje)





# Comercio: ventas de supermercado (\*) (variación anual, porcentaje)





# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

## Junio 2011

---

# INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA

## Primer Semestre 2011

Rodrigo Vergara  
Consejero  
Banco Central de Chile