



# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

## Septiembre 2012

Enrique Marshall  
Banco Central de Chile



## Introducción

---

- En los últimos meses, se han profundizado las diferencias entre el desempeño de la economía global y local.
- La situación externa sigue siendo compleja.
- El panorama de crecimiento es algo más débil, principalmente por una desaceleración del mundo emergente superior a la prevista.
- Las tensiones en los mercados financieros externos se han atenuado en algún grado, pero los riesgos siguen siendo elevados.



## Introducción

---

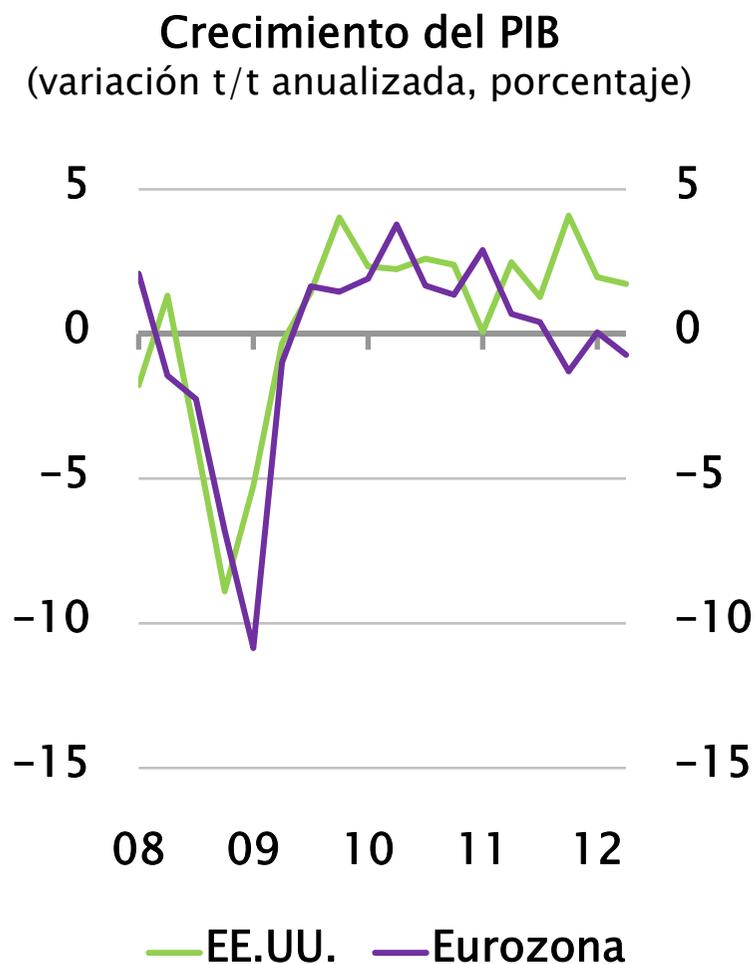
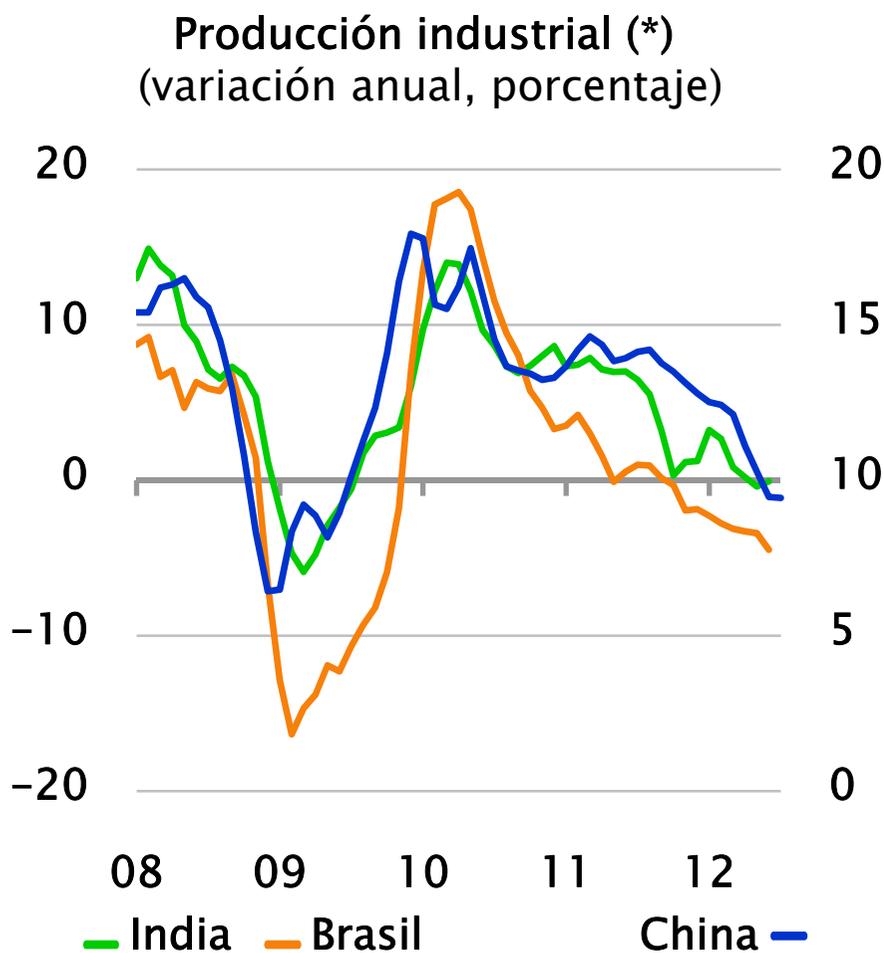
- En Chile, la economía creció por sobre lo previsto el segundo trimestre y los efectos del debilitado escenario externo han sido tenues. Con ello, se ha seguido intensificando el uso de la capacidad instalada.
- La inflación total ha sido menor que la esperada.
- Sin embargo, la inflación subyacente de servicios, más ligada al estado de las holguras de capacidad, se ha mantenido en niveles en torno a 5% anual, dando cuenta de la vigencia de los riesgos de mediano plazo para la inflación.
- En este contexto, desde enero pasado el Consejo ha mantenido la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 5,0%.



# Escenario internacional



Las economías del mundo emergente se han desacelerado más allá de lo previsto, al mismo tiempo que las economías desarrolladas continúan mostrando un crecimiento débil.



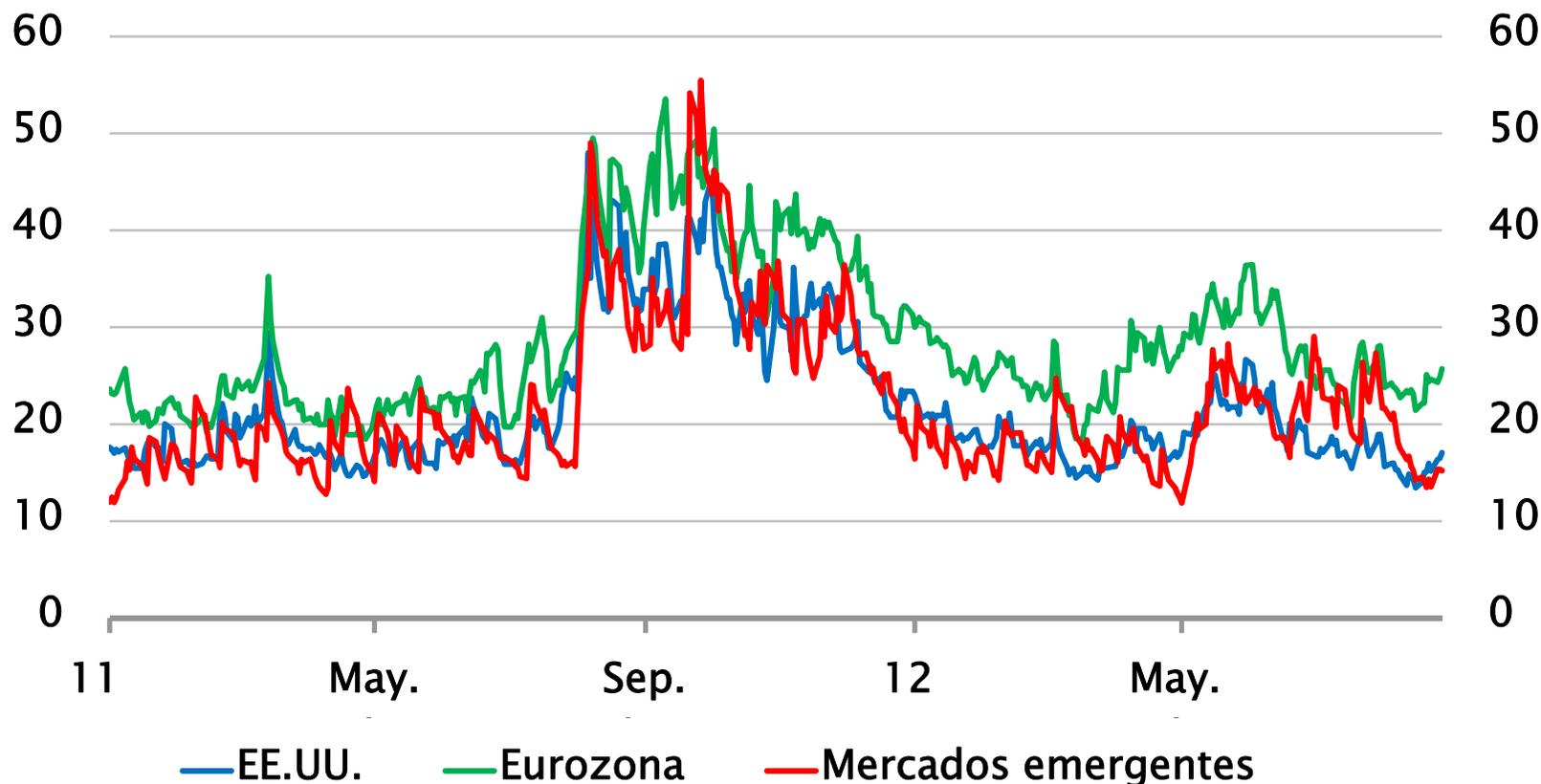
(\*) Promedio móvil trimestral.

Fuente: Bloomberg.



En las últimas semanas, los mercados financieros externos han mostrado cierta calma debido, entre otras razones, a la variedad de anuncios sobre posibles acciones de política en la Eurozona.

### Volatilidad de mercados bursátiles (\*) (porcentaje)



(\*) Corresponde al índice VIX para EE.UU., al Vstoxx para la Eurozona y a una estimación de la volatilidad histórica del índice MSCI denominado en dólares.

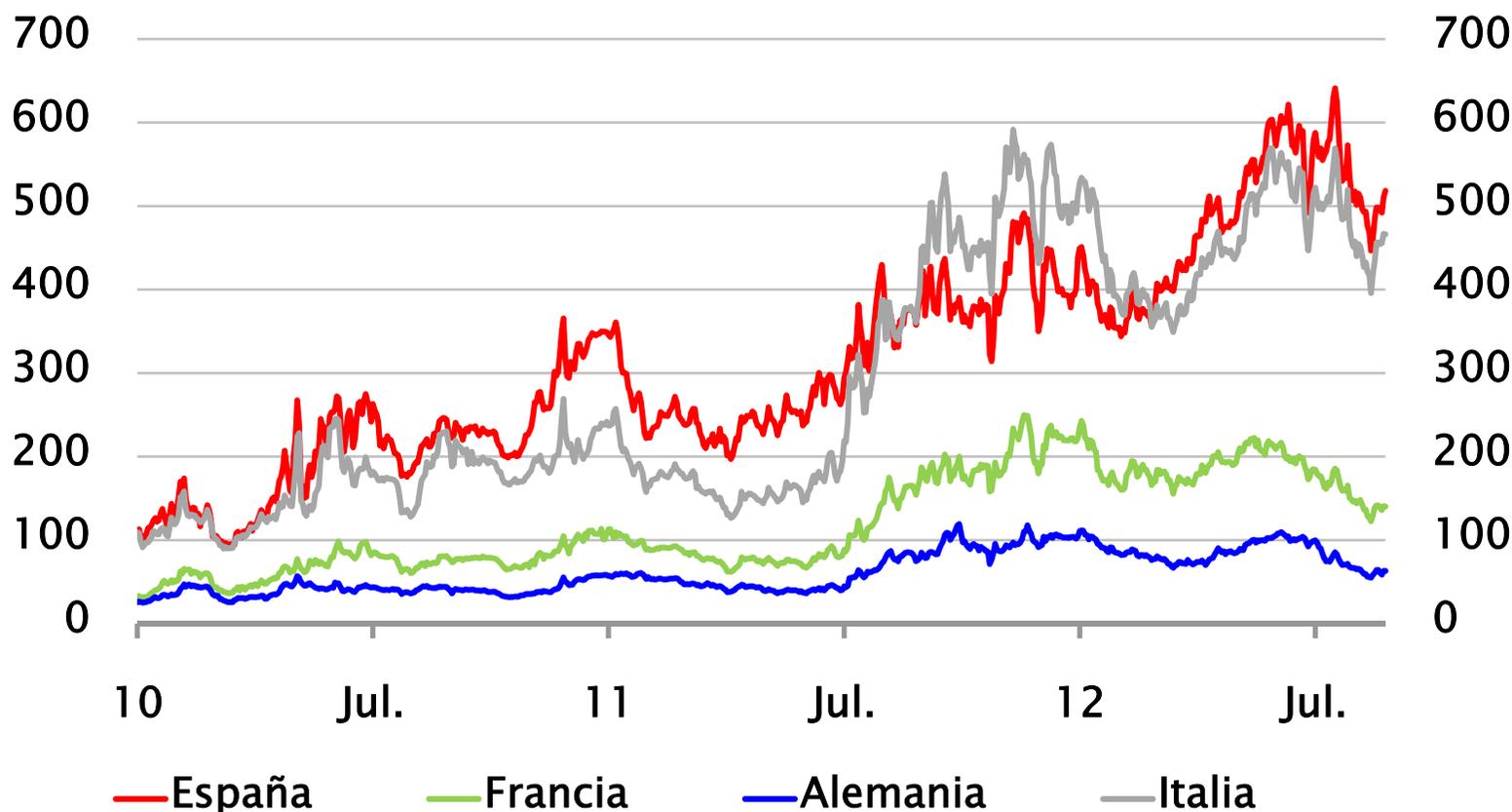
Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.



No obstante, las dificultades para concretar estas acciones son considerables. Lo anterior se refleja en que las primas por riesgo siguen elevadas en comparación histórica.

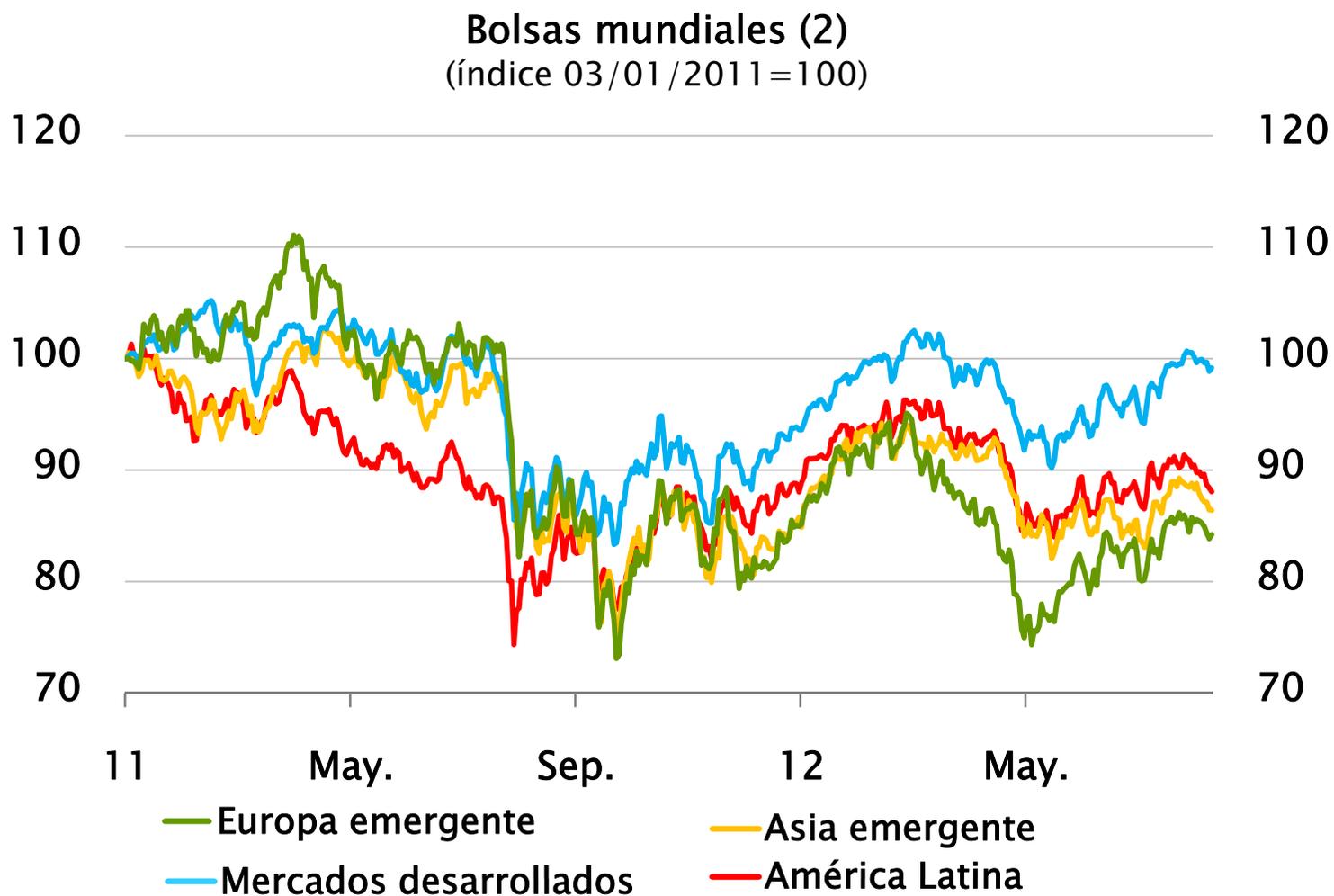
### Premios por riesgo soberano (\*)

(puntos base)





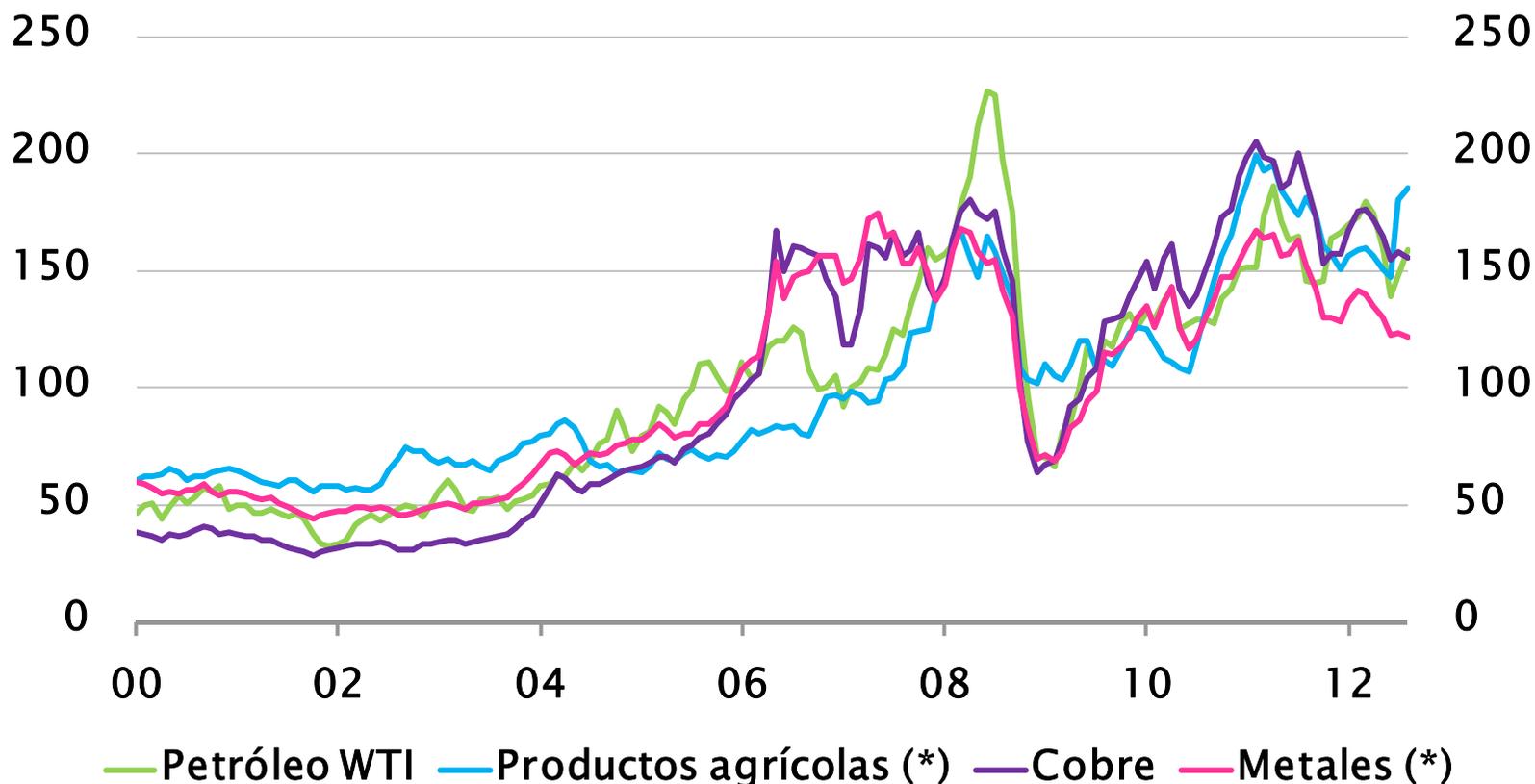
Por su parte, las bolsas están lejos de recuperar lo perdido en meses previos.





Las materias primas han seguido una trayectoria disímil. Los problemas de oferta han tenido efectos importantes en el petróleo y algunos alimentos.

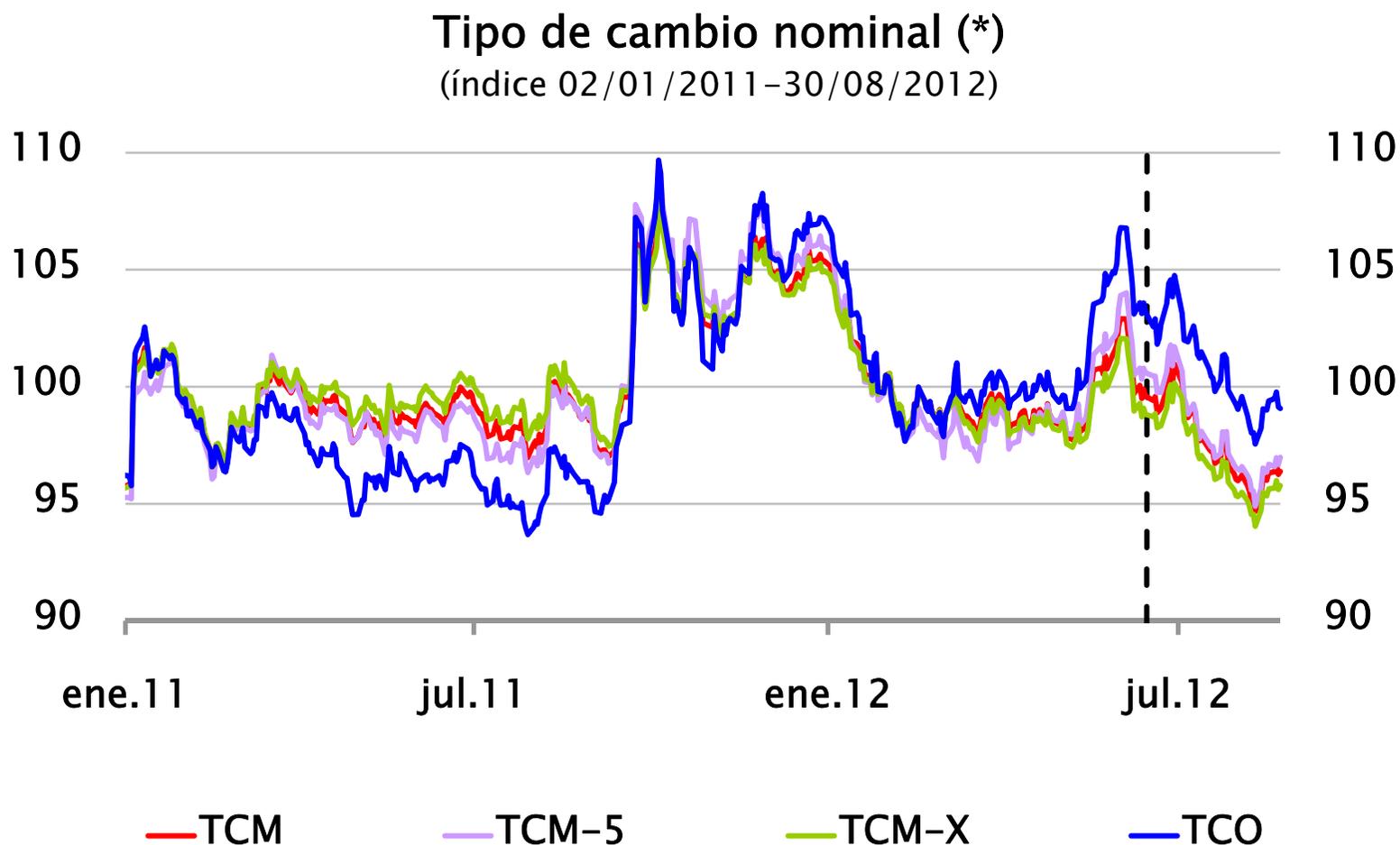
Precios de materias primas  
(índice enero 200-agosto 2012=100)



(\*) Corresponde al índice agregado de *Goldman Sachs*.



El dólar, con vaivenes, se ha depreciado a nivel global. En tanto, el peso se ha apreciado 5,3% desde el IPoM anterior.

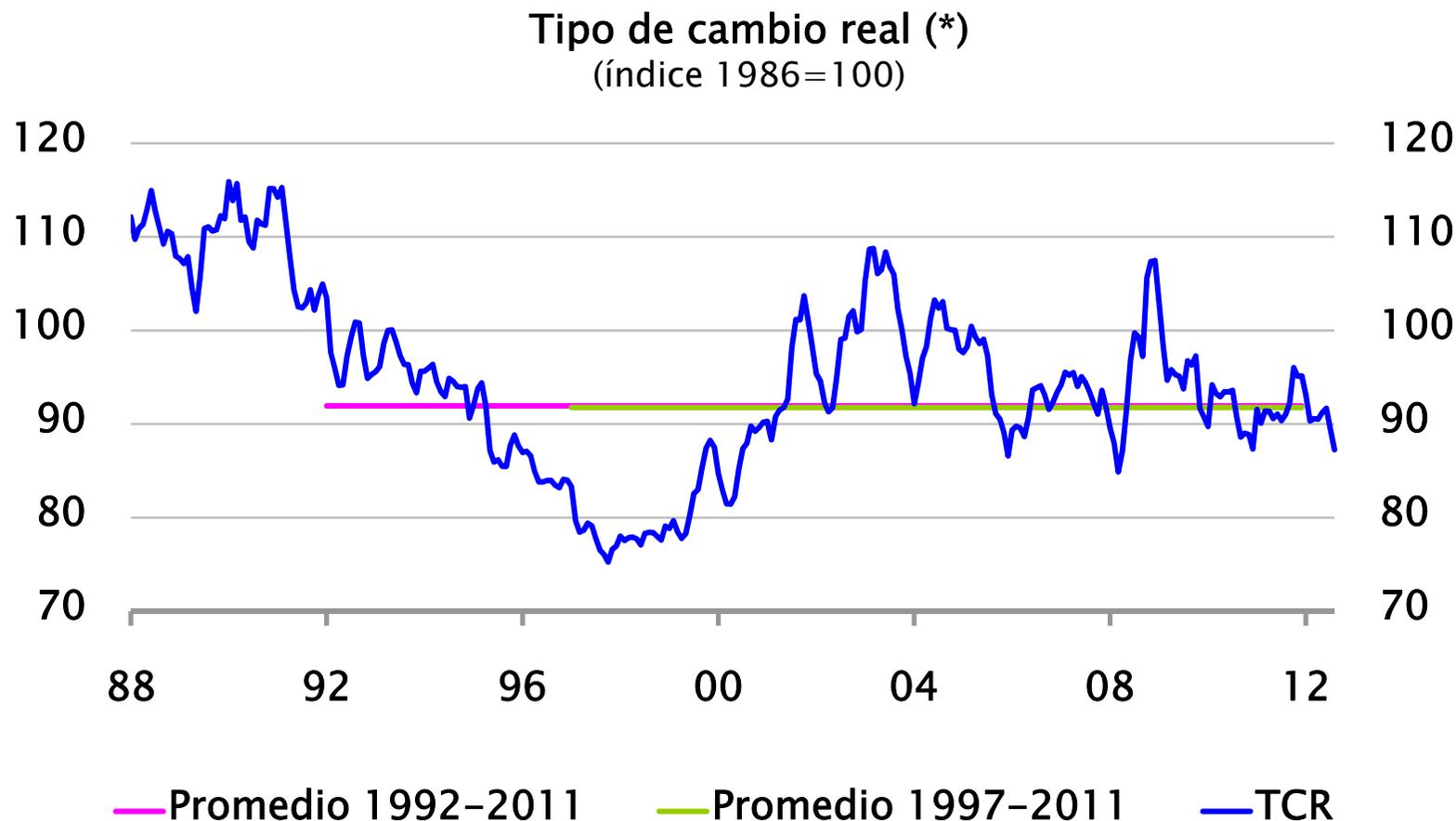


(\*) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio 2012.

Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



El tipo de cambio real también ha disminuido y se estima que está en la parte baja de los valores coherentes con sus fundamentos de largo de plazo.



(\*) Cifra de agosto incluye información hasta el 30 de agosto de 2012.

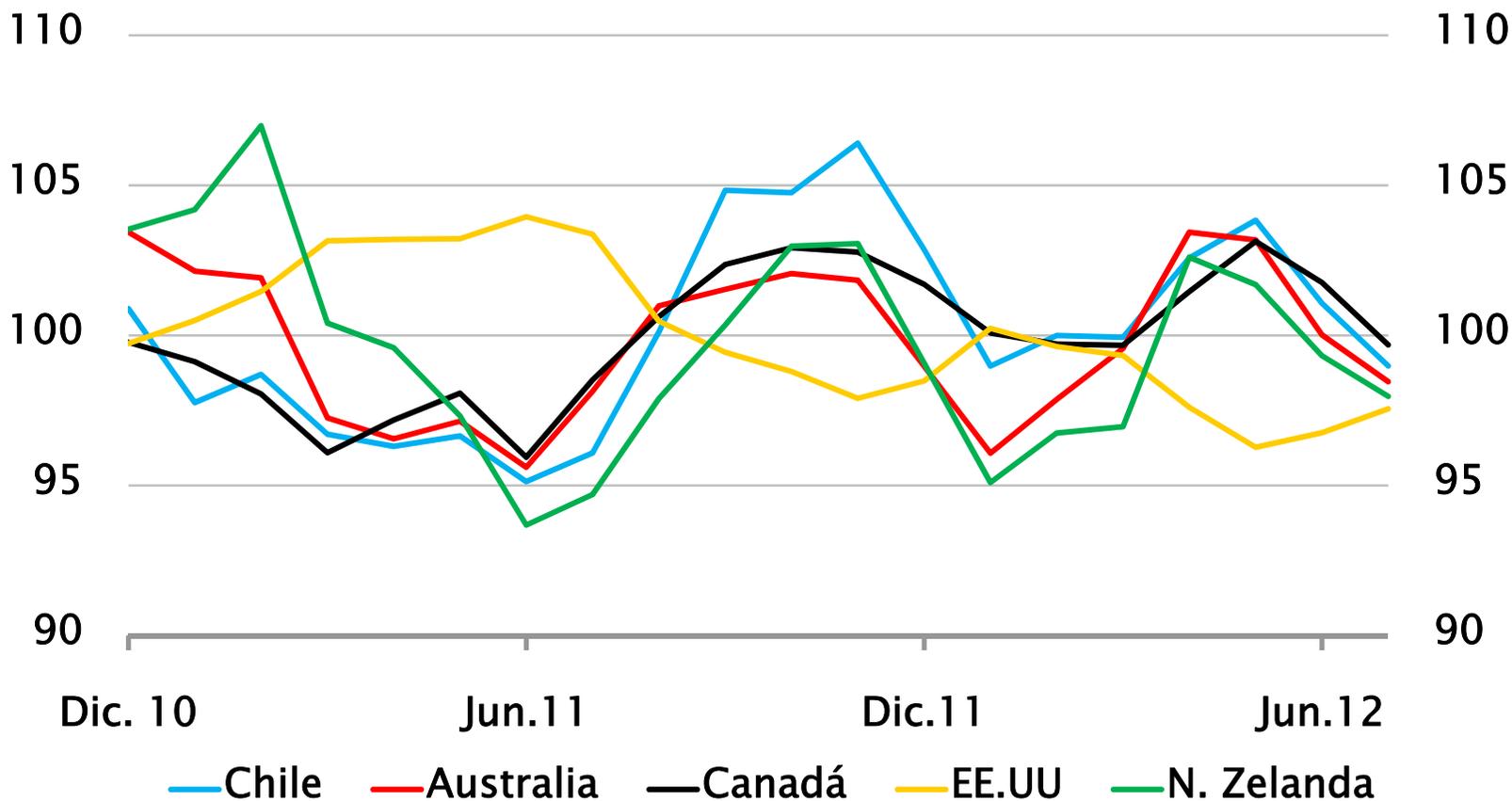
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



La apreciación del peso ha sido mayor que el promedio de las economías emergentes, pero similar a lo observado en monedas de otras economías exportadoras de materias primas.

### Tipo de cambio nominal en el mundo

(índice 01/12/2010-31/09/2012=100)



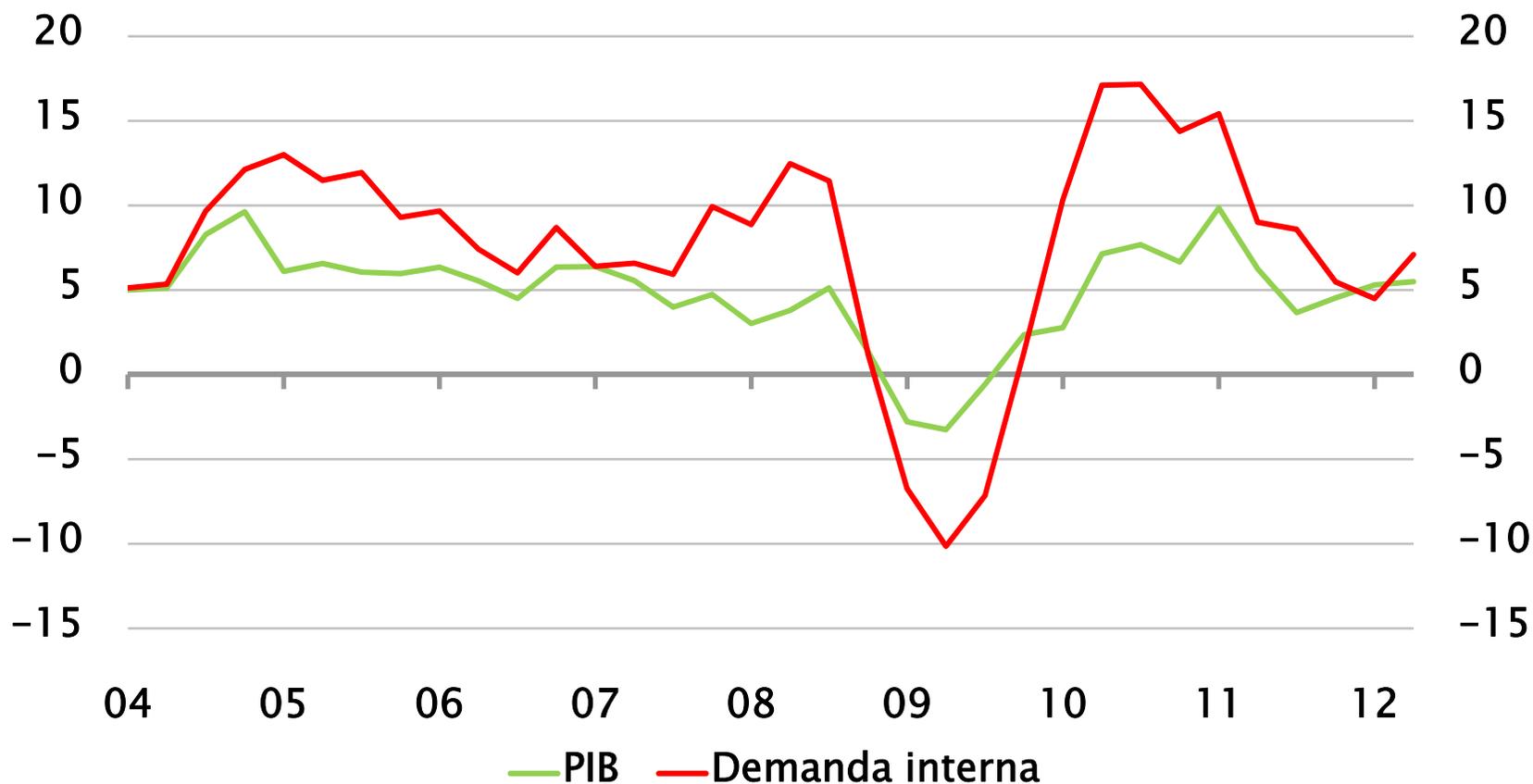


# Escenario interno



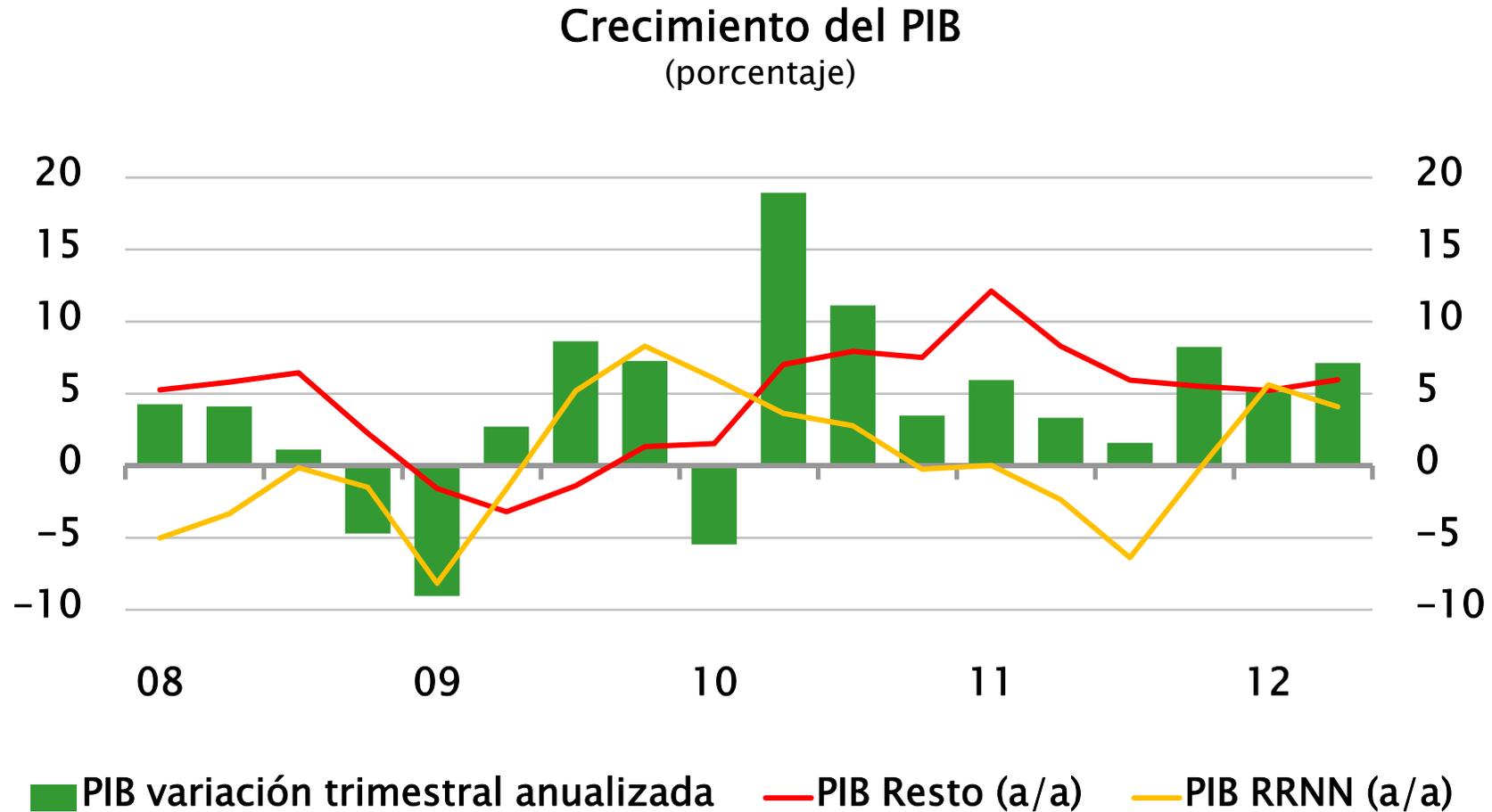
En el segundo trimestre, el crecimiento de la actividad y la demanda interna estuvo por sobre lo previsto en el IPoM de junio.

Crecimiento del PIB y demanda interna  
(variación anual, porcentaje)





En este resultado se destaca el desempeño de los sectores ligados a la demanda interna, como construcción, comercio y otros servicios. Industria creció por sobre lo esperado.

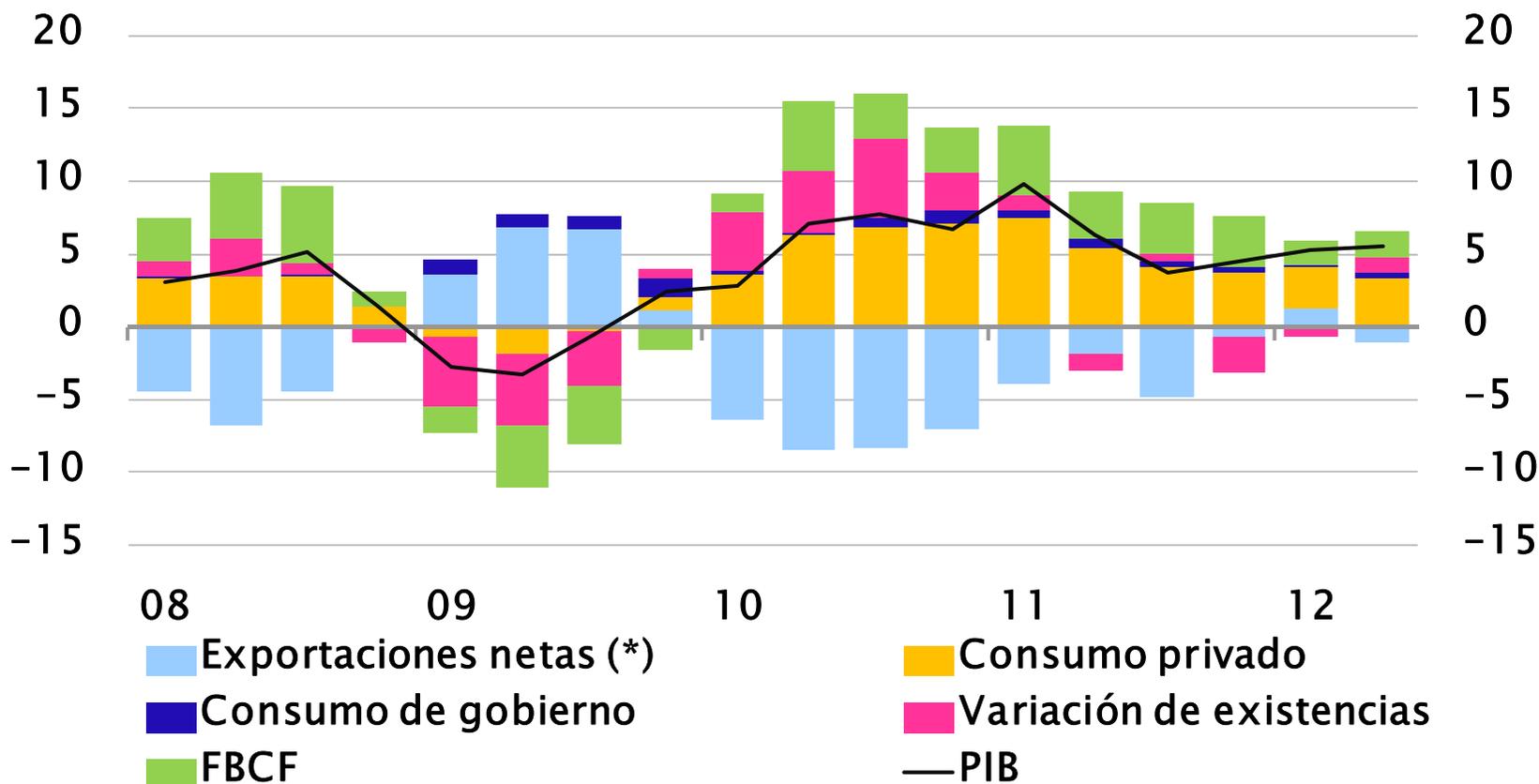




Por el lado de la demanda se observó una acumulación de inventarios más intensa que en meses previos. También resalta la renovada fortaleza del consumo y la formación bruta de capital fijo.

### Contribución al crecimiento anual del PIB

(variación real anual, puntos porcentuales)

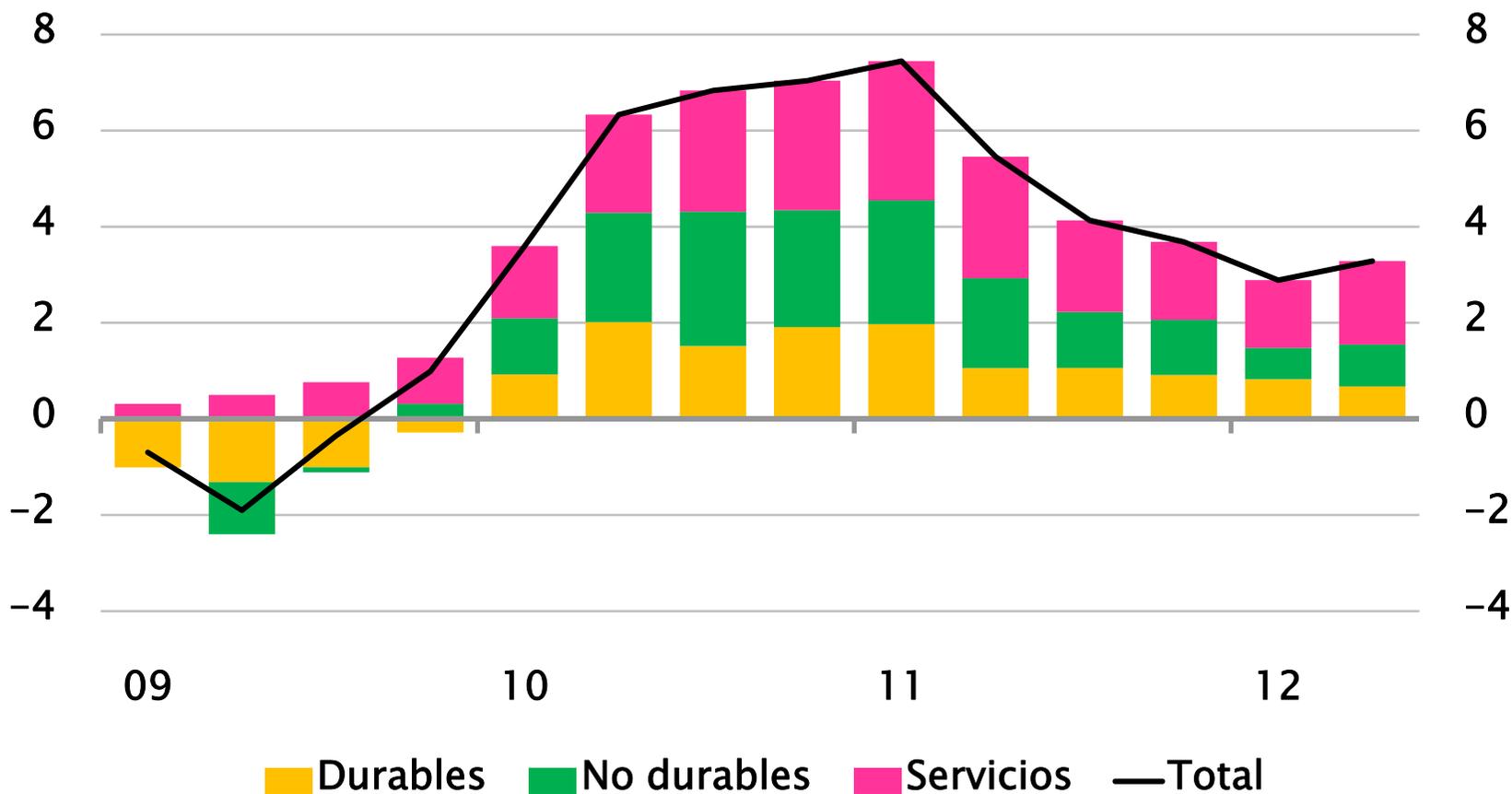


(\*) Exportaciones menos importaciones de bienes y servicios



En el segundo trimestre, la tasa de variación anual del consumo privado volvió a aumentar, producto del comportamiento del consumo no durable y de servicios.

Contribución al crecimiento anual del consumo privado  
(variación real anual, puntos porcentuales)



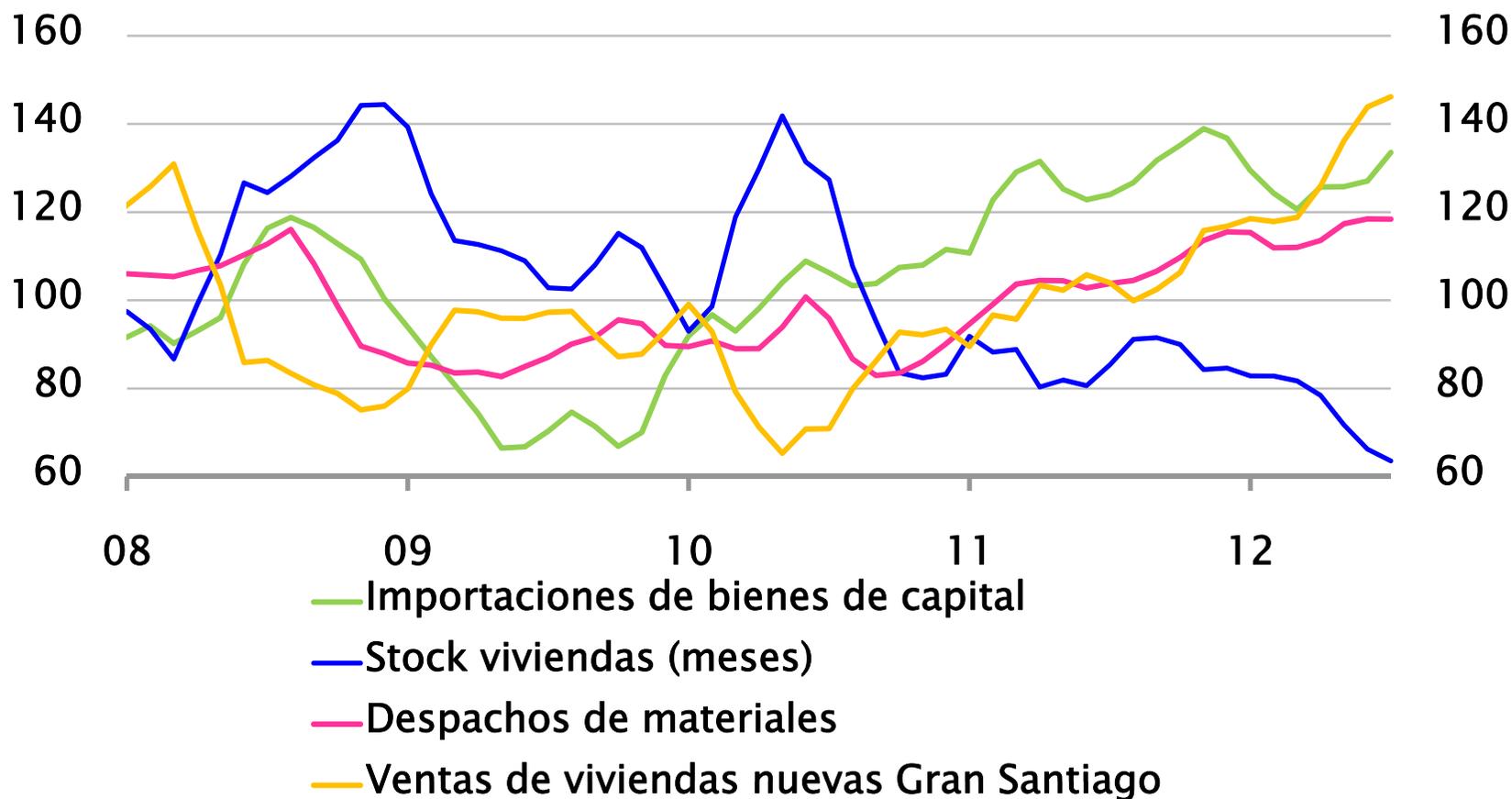
Fuentes: Banco Central de Chile.



En la inversión, predomina el aporte de construcción y obras, relacionado en gran medida con proyectos mineros y energéticos, pero también con el mayor dinamismo del sector inmobiliario.

### Indicadores de inversión (\*)

(índice promedio enero 2007- julio 2012 = 100)

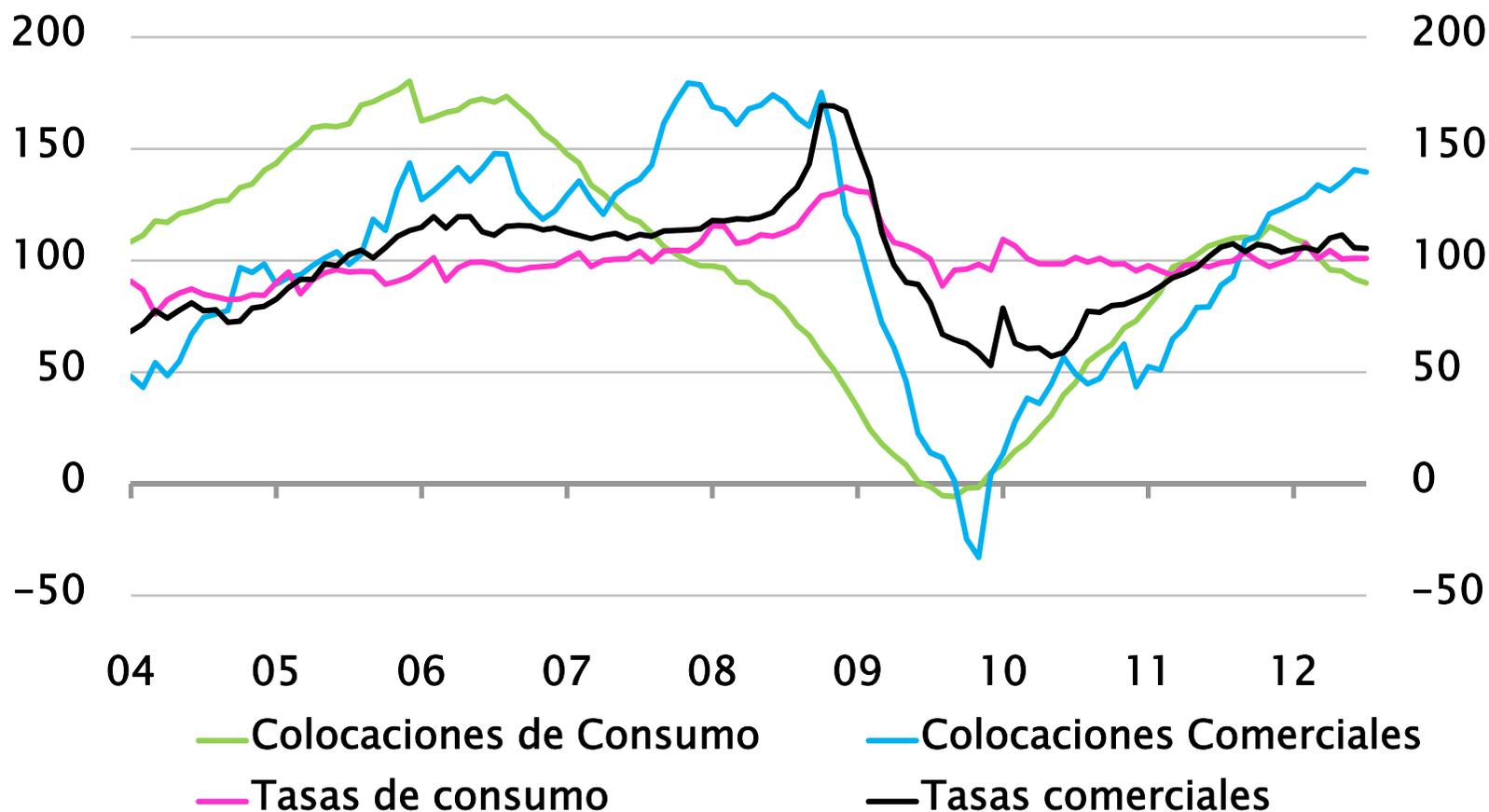




El consumo y la inversión siguen apoyados por condiciones financieras que no han tenido cambios sustanciales en los últimos meses.

### Tasas de interés y colocaciones de consumo y comerciales (\*)

(índice promedio enero 2004–julio 2012 = 100)

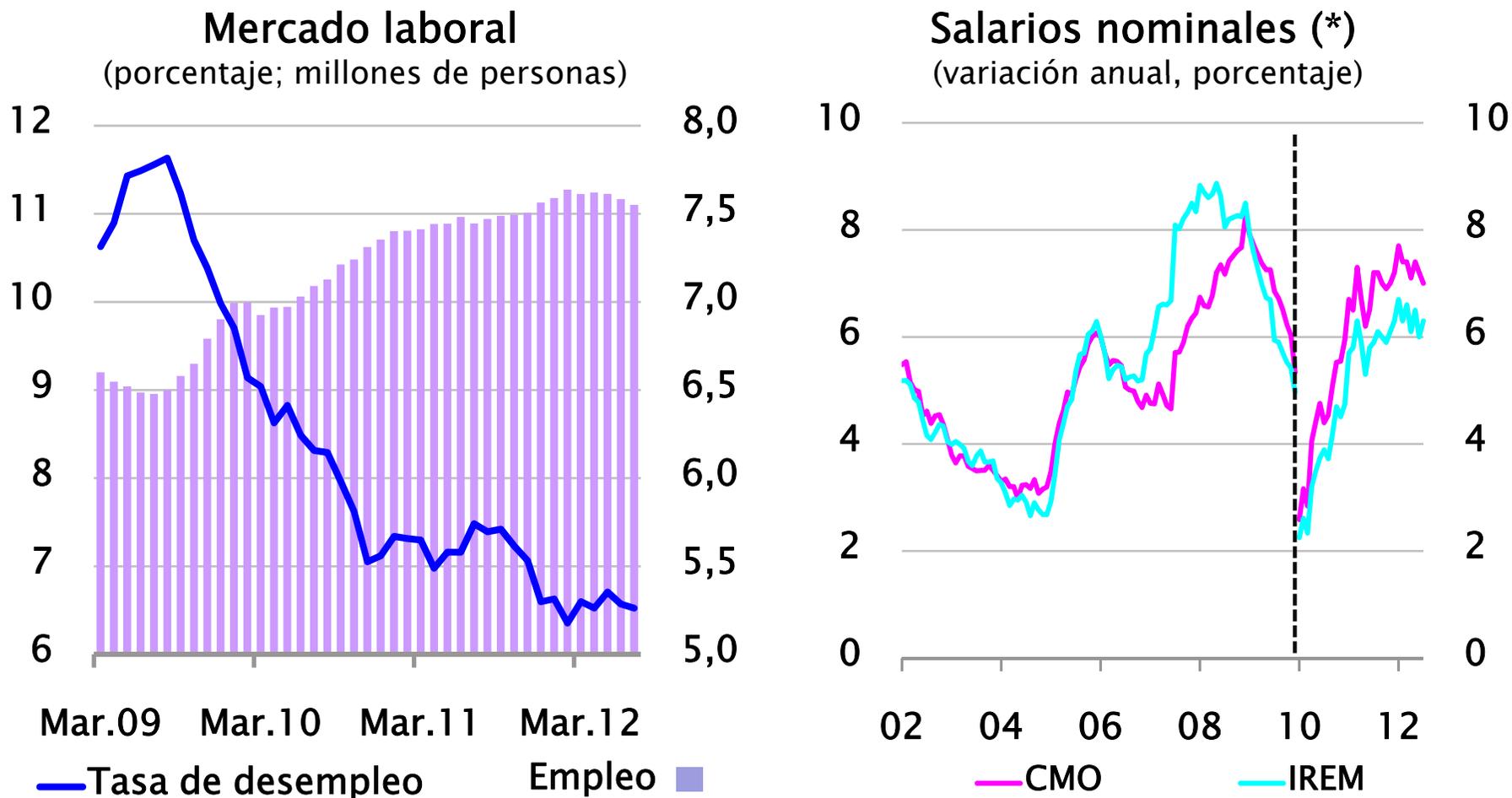


(\*) Las tasas de consumo y comerciales corresponden a las tasas promedios ponderadas. Las colocaciones corresponden a las tasas de variación anual.

Fuentes: Banco Central de Chile y Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.



Aun cuando el crecimiento anual del empleo y los salarios nominales ha descendido, el mercado laboral continúa estrecho.



(\*) A partir de enero de 2010 (señalizado con línea punteada) se utiliza el nuevo índice con base anual 2009=100, por lo que las cifras no son estrictamente comparables con las anteriores.

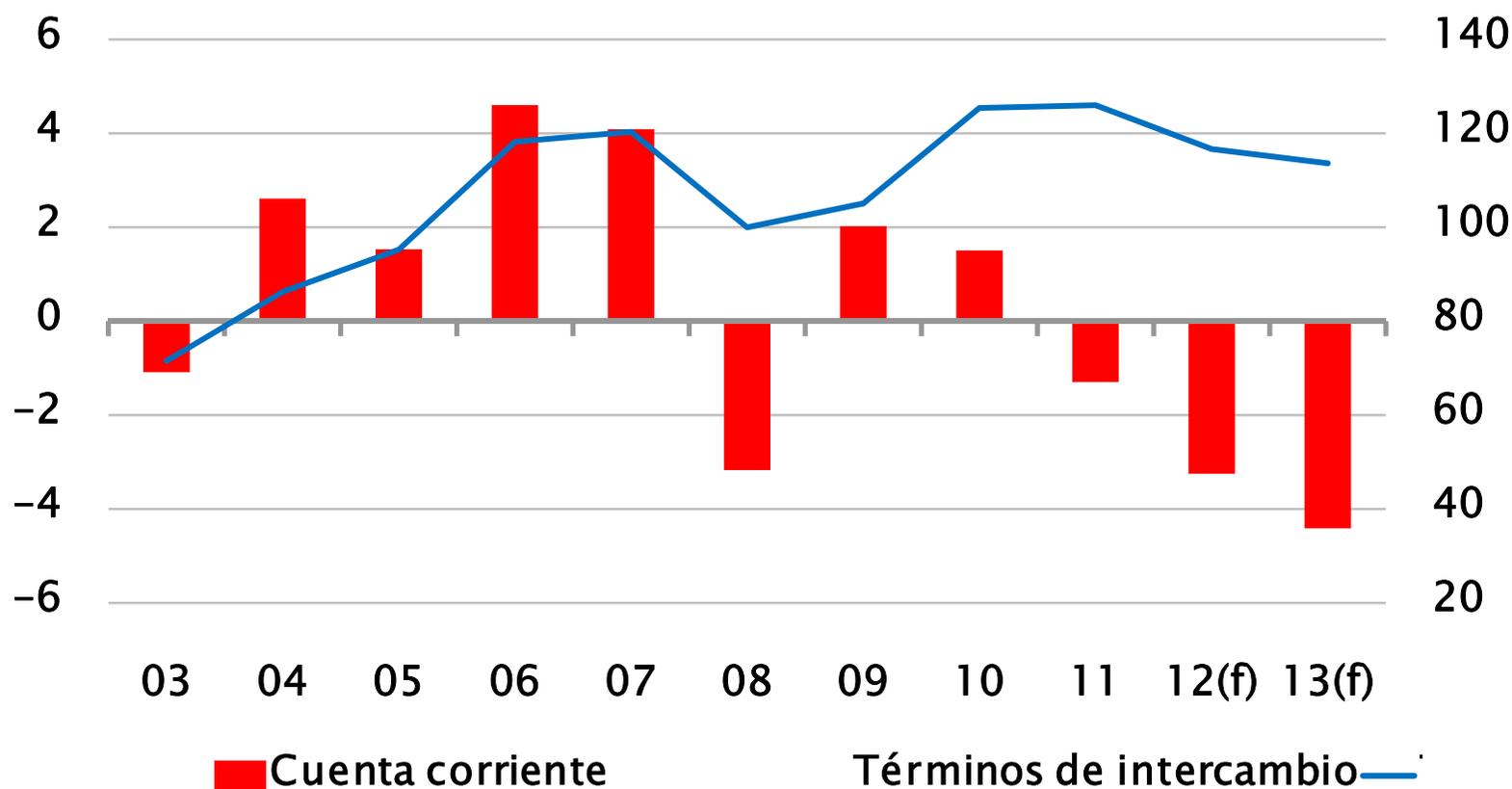
Fuentes: Banco Central de Chile y Instituto Nacional de Estadísticas.



El déficit de la cuenta corriente ha aumentado, por una mayor inversión en minería y un menor ahorro público y privado. Esto se ha dado en un contexto de favorables términos de intercambio para Chile.

### Saldo en cuenta corriente y términos de intercambio

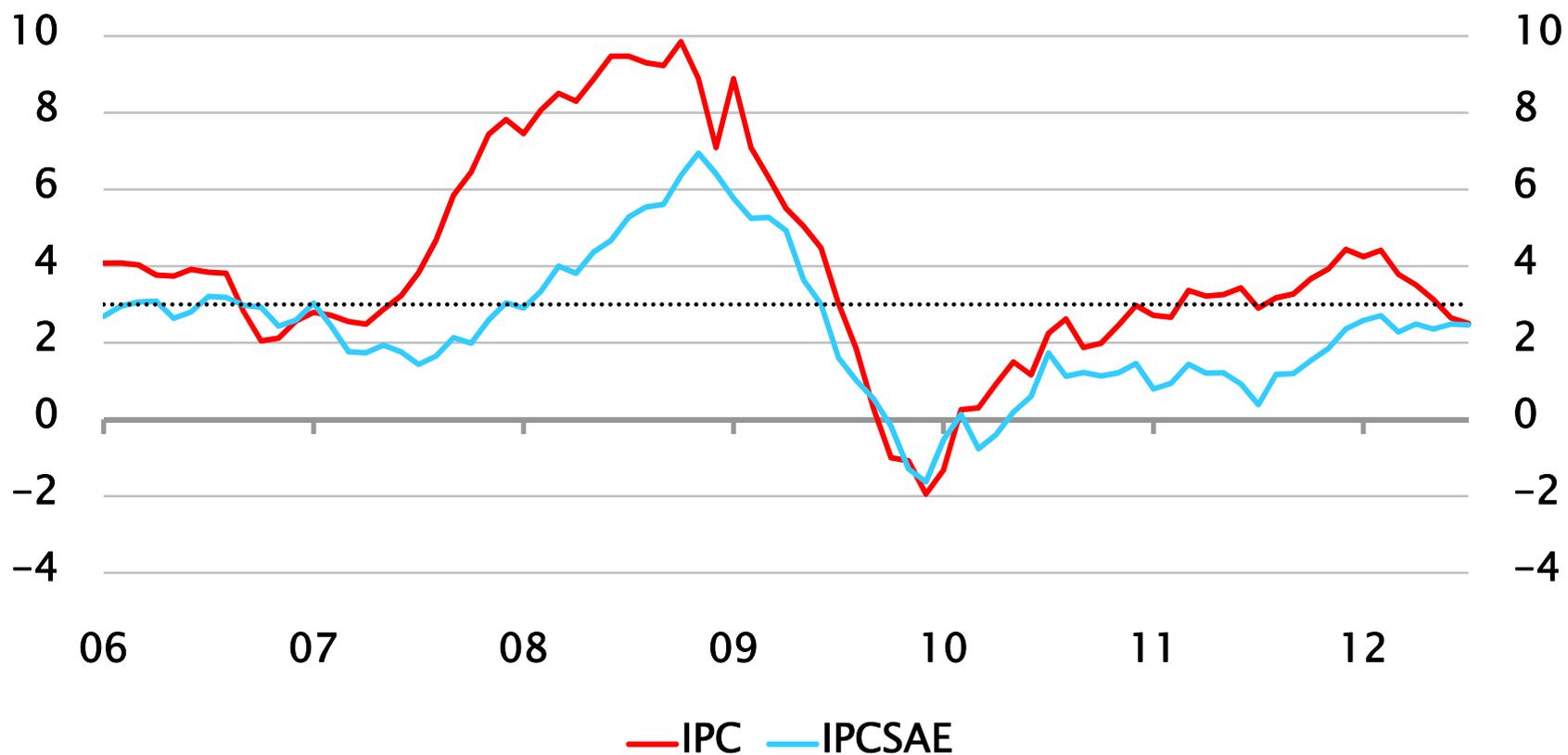
(porcentaje del PIB; índice 2008=100)





La inflación anual ha seguido con una trayectoria a la baja, influida por factores puntuales.

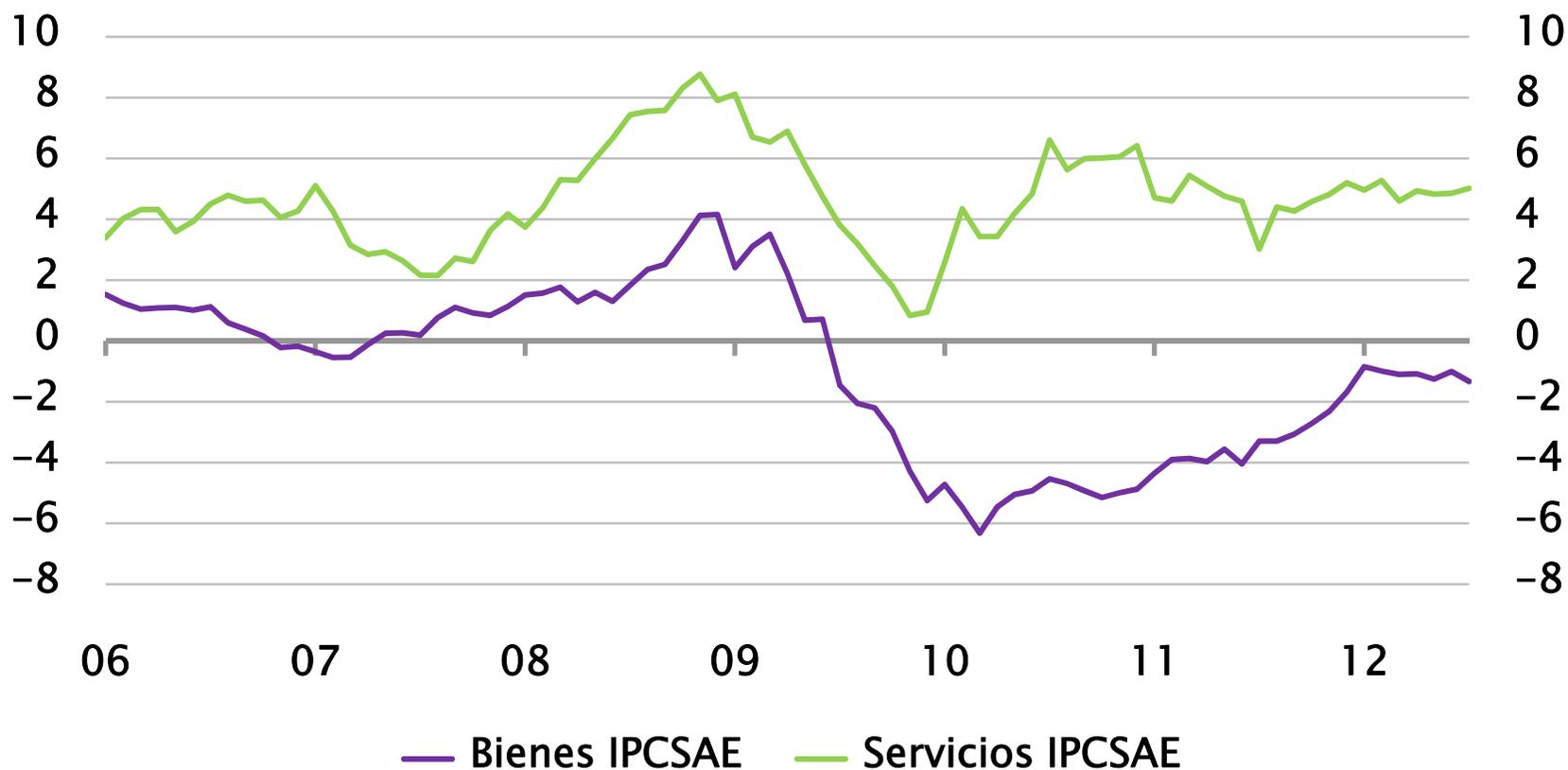
### Indicadores de inflación (variación anual, porcentaje)





Sin embargo, la inflación subyacente de servicios ha mantenido tasas de variación anual en torno a 5,0%, sugiriendo que los riesgos de mediano plazo para la inflación permanecen vigentes.

### Indicadores de inflación (variación anual, porcentaje)





# Perspectivas



En el escenario base, se prevé que el impulso externo será algo menor que en junio. Ello, por la baja en el crecimiento de las economías emergentes y por términos de intercambio menos favorables.

### Supuestos del escenario base internacional

	2010	2011 (e)	2012 (f)			2013 (f)			2014 (f)
			IPoM Mar. 12	IPoM Jun. 12	IPoM Sep. 12	IPoM Mar. 12	IPoM Jun. 12	IPoM Sep. 12	IPoM Sep. 12
Crecimiento			(variación anual, porcentaje)						
Socios comerciales	6,2	4,1	3,8	3,6	3,5	4,2	3,9	3,8	4,3
Mundo a PPC	5,2	3,8	3,3	3,2	3,1	3,9	3,6	3,6	4,1
Estados Unidos	2,4	1,8	2,1	2,0	2,2	2,3	2,0	2,0	2,4
Eurozona	2,0	1,5	-0,3	-0,6	-0,4	1,0	0,3	0,3	1,7
Japón	4,5	-0,8	2,0	2,7	2,7	1,6	1,3	1,3	1,4
China	10,4	9,2	8,1	7,9	7,8	8,5	8,2	8,1	8,3
India	10,8	6,5	7,3	6,5	5,8	7,9	7,2	7,1	7,3
Resto de Asia (excl. Japón, China e India)	7,8	4,2	4,3	3,9	3,5	4,8	4,6	4,5	4,8
América Latina (excl. Chile)	6,4	4,4	3,6	3,3	3,0	4,0	3,7	3,4	3,9
			(en niveles)						
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	342	400	370	355	355	360	340	340	350
Precios del petróleo Brent (US\$/barril)	80	111	121	107	113	115	97	109	103
			(variación anual, porcentaje)						
Términos de intercambio (*)	19,4	0,5	-5,3	-6,9	-7,4	-0,1	-1,5	-2,6	1,3

(e) Estimación. (f) Proyección.  
Fuente: Banco Central de Chile.



En el 2012, el PIB crecerá en un rango entre 4,75 y 5,25%. El cambio en la proyección se explica principalmente por los datos efectivos de la primera mitad del año y porque los efectos inmediatos del escenario externo serán menores que lo previsto en junio.

### Crecimiento económico (\*) (variación anual, porcentaje)

	2011	2012 (f)			
		IPoM Dic. 11	IPoM Mar. 12	IPoM Jun. 12	IPoM Sep. 12
PIB	6,0	3,75-4,75	4,0-5,0	4,0-5,0	4,75-5,25
Demanda interna	9,4	3,7	5,3	5,2	5,6
Demanda interna (sin variación de existencias)	10,2	4,8	5,8	5,5	5,5
Formación bruta de capital fijo	17,6	5,8	8,9	7,4	7,0
Consumo total	7,9	4,5	4,8	4,8	5,1
Exportaciones de bienes y servicios	4,6	3,7	3,8	3,9	3,5
Importaciones de bienes y servicios	14,4	3,0	5,9	4,9	4,0
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,3	-3,3	-3,4	-3,1	-3,2

(f) Proyección. (\*) La proyección de diciembre fue realizada con las cuentas nacionales con año base 2003. Desde marzo en adelante con las cuentas nacionales con año base 2008, considerando los índices encadenados.



Para el 2013, el crecimiento de la economía será más bajo que en el 2012, por un menor crecimiento del PIB de recursos naturales y resto. Esto último, mayormente por la necesaria convergencia hacia tasas de expansión que descompriman el uso de la capacidad instalada.

**Crecimiento económico (\*)**  
(variación anual, porcentaje)

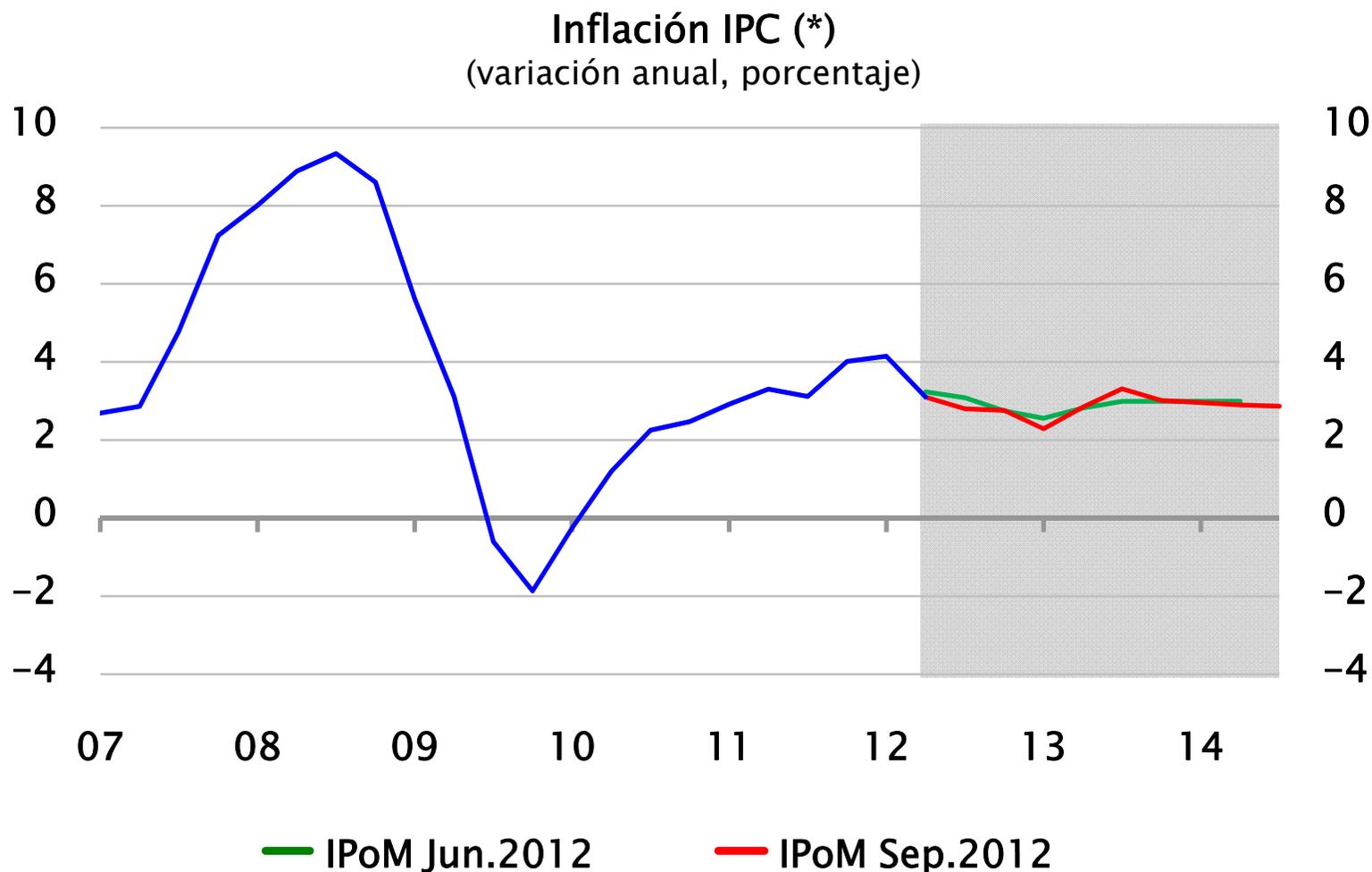
	2013 (f) IPoM Sep. 12
PIB	4,0-5,0
Demanda interna	5,5
Demanda interna (sin variación de existencias)	5,8
Formación bruta de capital fijo	7,1
Consumo total	5,4
Exportaciones de bienes y servicios	3,6
Importaciones de bienes y servicios	5,8
Cuenta corriente (% del PIB)	-4,4

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



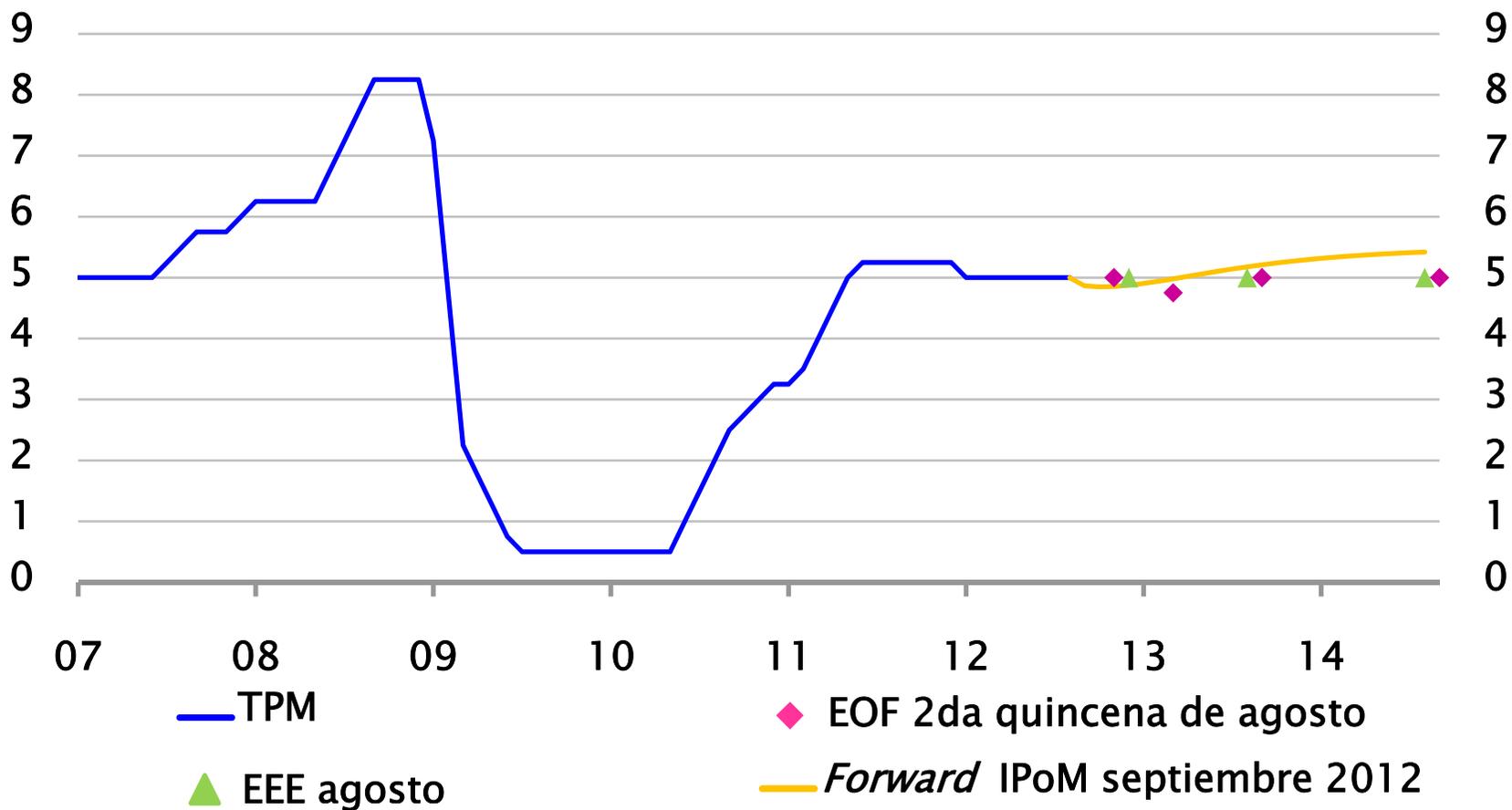
La variación anual del IPC a fines de año será menor que la proyectada en junio, llegando a 2,5%. En la segunda mitad del 2013 alcanzaría a 3%.





El escenario base de este IPoM utiliza como supuesto de trabajo que la TPM se mantendrá estable en el corto plazo.

### TPM y expectativas (porcentaje)





## El escenario de riesgos para la actividad y la inflación está equilibrado.

---

- Los riesgos externos
  - La situación de la Eurozona es compleja. No se puede descartar una agudización severa de la crisis financiera en la Eurozona o incluso escenarios más extremos con implicancias sistémicas.
  - Menor crecimiento en Estados Unidos, ante las dificultades políticas para lograr acuerdos en materia fiscal;
  - En el mundo emergente, el mayor riesgo es la profundización de las señales de desaceleración económica.
  - Intensificación de las tendencias alcistas de los precios de algunas materias primas, en especial combustibles y algunos alimentos.



## El escenario de riesgos para la actividad y la inflación está equilibrado.

---

- En lo interno:
  - El alza reciente de los precios externos de los combustibles y de algunos alimentos podría traspasarse rápidamente a inflación, sobre todo en el actual estado de las holguras de capacidad;
  - La mantención o el incremento del dinamismo de la actividad y la demanda interna puede seguir forzando las brechas de capacidad y provocar presiones inflacionarias incoherentes con la meta.
  - Al mismo tiempo, este mayor dinamismo podría resultar en una ampliación del déficit en cuenta corriente que genere factores de vulnerabilidad para la economía en un escenario global complejo.



# Comentarios finales

---

- La economía chilena ha mostrado un sólido desempeño.
- Sin embargo, el escenario macroeconómico es complejo y presenta riesgos relevantes.
- En este ambiente de volatilidad y elevados riesgos, el Consejo ha mantenido una actitud prudente.
- La TPM se ubica dentro de rangos considerados neutrales, lo que entrega flexibilidad para reaccionar si las condiciones cambian.
- El Consejo sigue de cerca la evolución del escenario macroeconómico externo e interno y sus consecuencias sobre la inflación y reitera su compromiso de conducir sus acciones de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.