



# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

## Septiembre 2012

Joaquín Vial  
Consejero  
Banco Central de Chile



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.
- 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 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%.

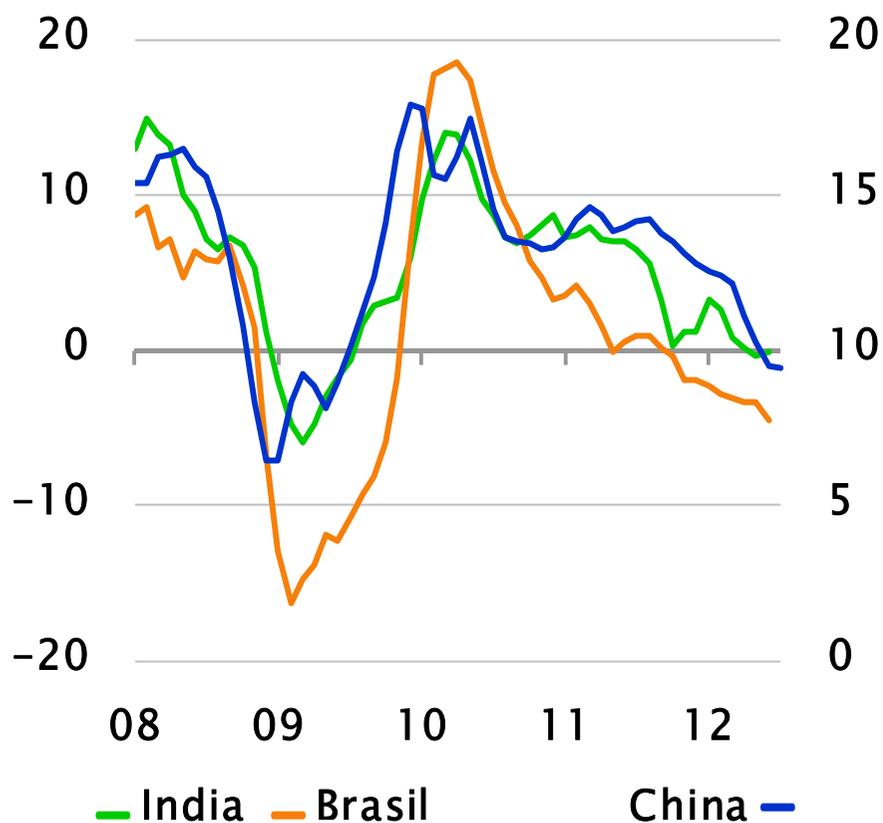


# Escenario internacional

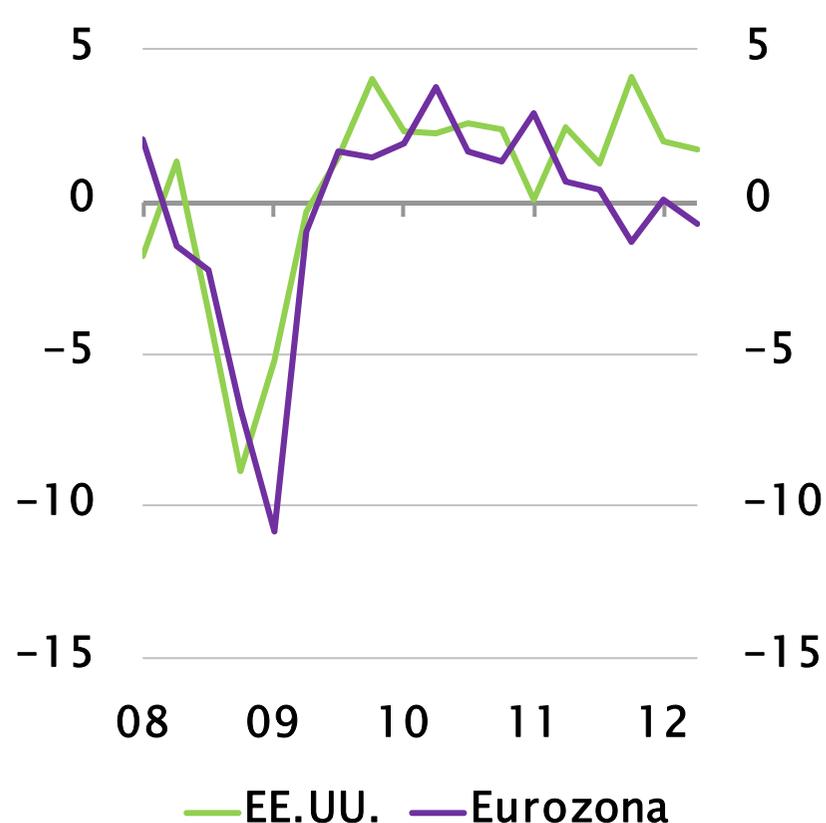


El mundo emergente se ha desacelerado más allá de lo previsto, al mismo tiempo que las economías desarrolladas continúan mostrando un crecimiento débil.

Producción industrial (\*)  
(variación anual, porcentaje)



Crecimiento del PIB  
(variación t/t anualizada, porcentaje)



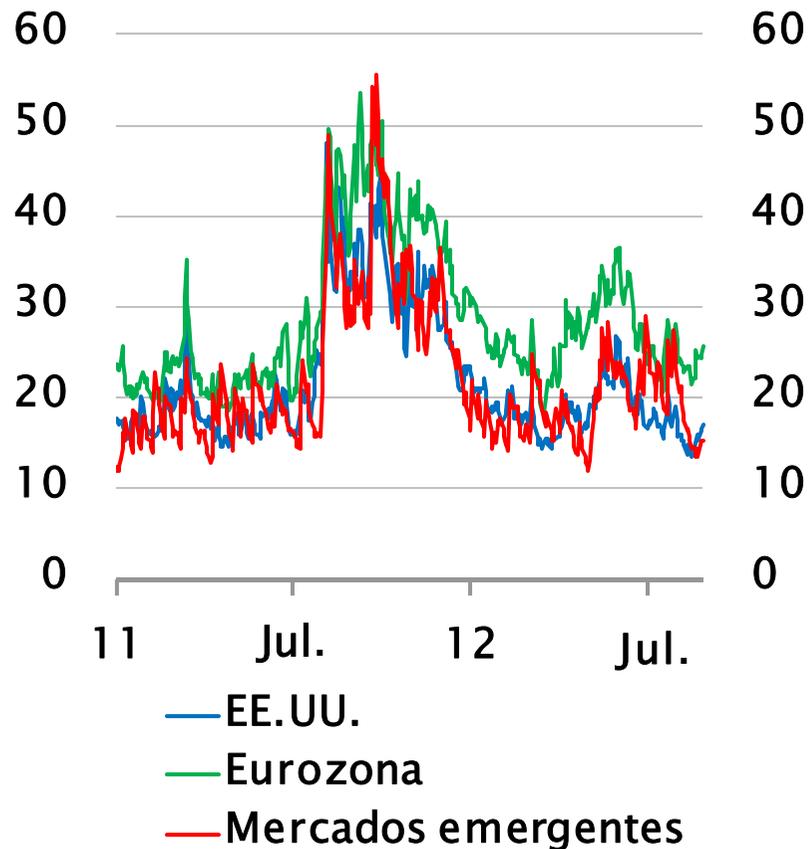
(\*) Promedio móvil trimestral.

Fuente: Bloomberg.

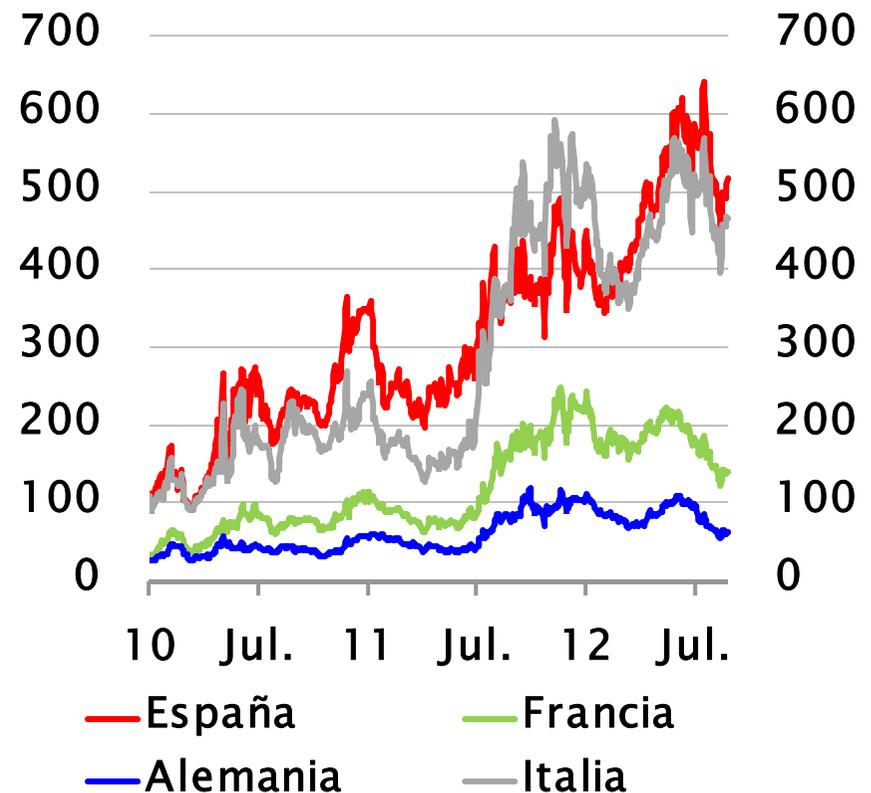


Persisten las tensiones financieras en Europa, lo que se refleja en el alza de las primas por riesgo. Esto ha llevado a anuncios de profundos cambios en la Eurozona, con una atenuación de la volatilidad en los mercados financieros mundiales.

Volatilidad de mercados bursátiles (1)  
(porcentaje)



Premios por riesgo soberano (2)  
(puntos base)



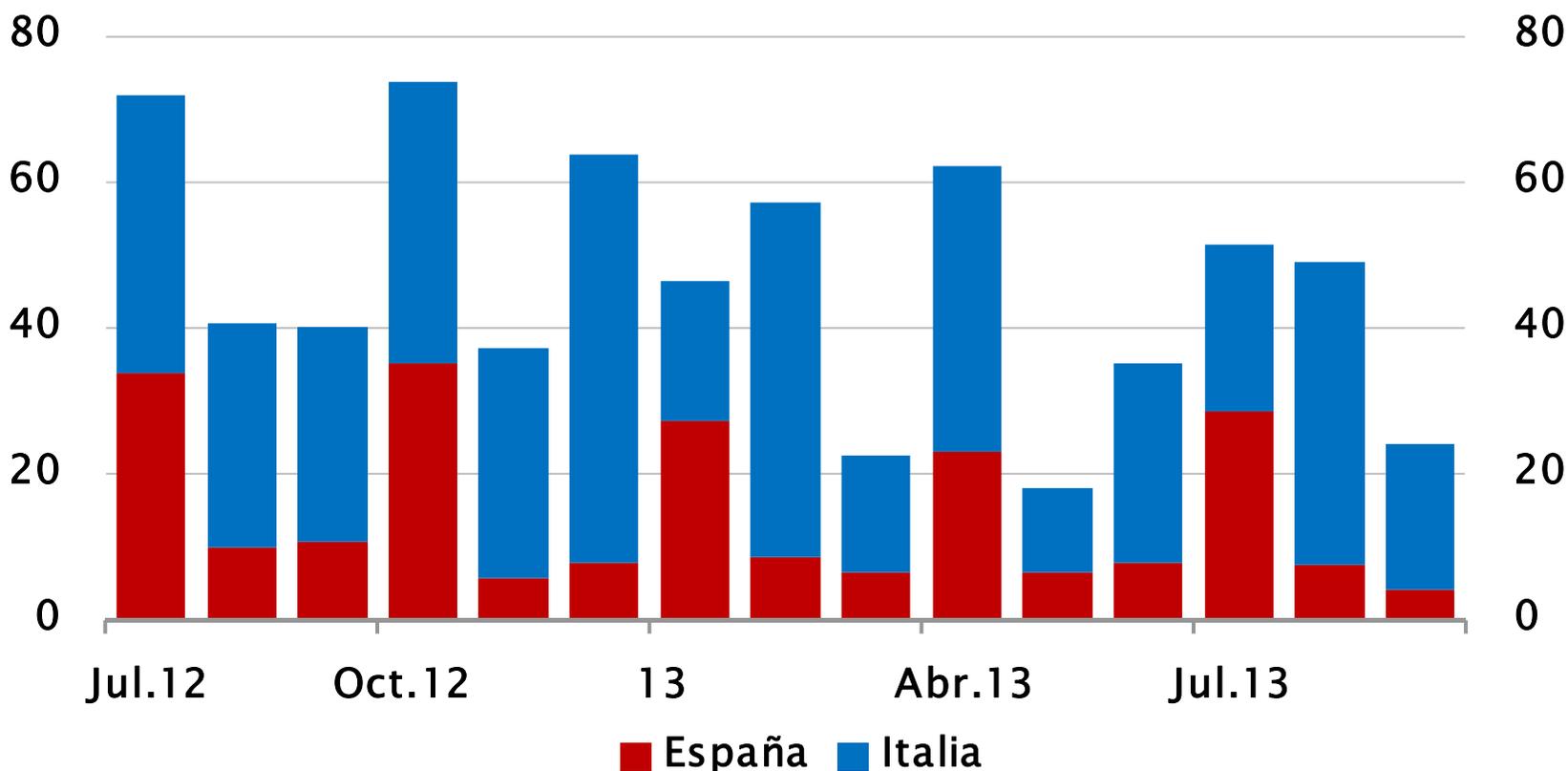
(1) Corresponde al índice VIX para EE.UU., al Vstoxx para la Eurozona y a una estimación de la volatilidad histórica del índice MSCI denominado en dólares. (2) Medidos a través del CDS a 5 años.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.



No obstante, las dificultades para concretar estas acciones son considerables. Además, en los próximos meses hay varios eventos que pueden reavivar las tensiones en los mercados. Entre ellos, el exigente calendario de vencimientos de deuda de España en octubre.

Vencimiento de deuda soberana (\*)  
(miles de millones de euros)

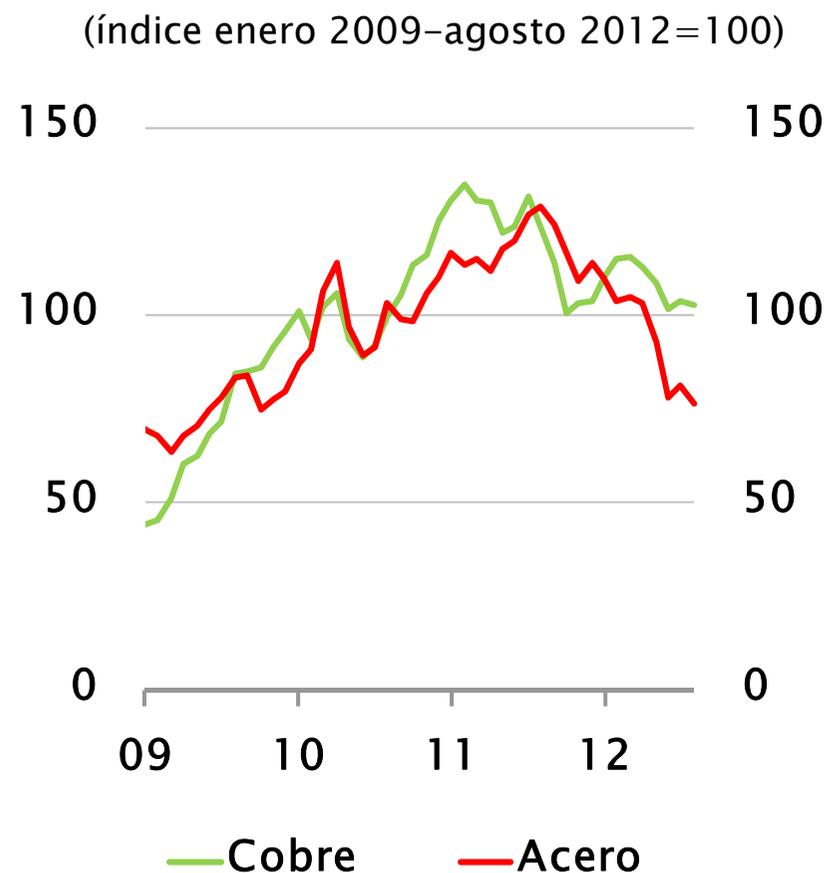
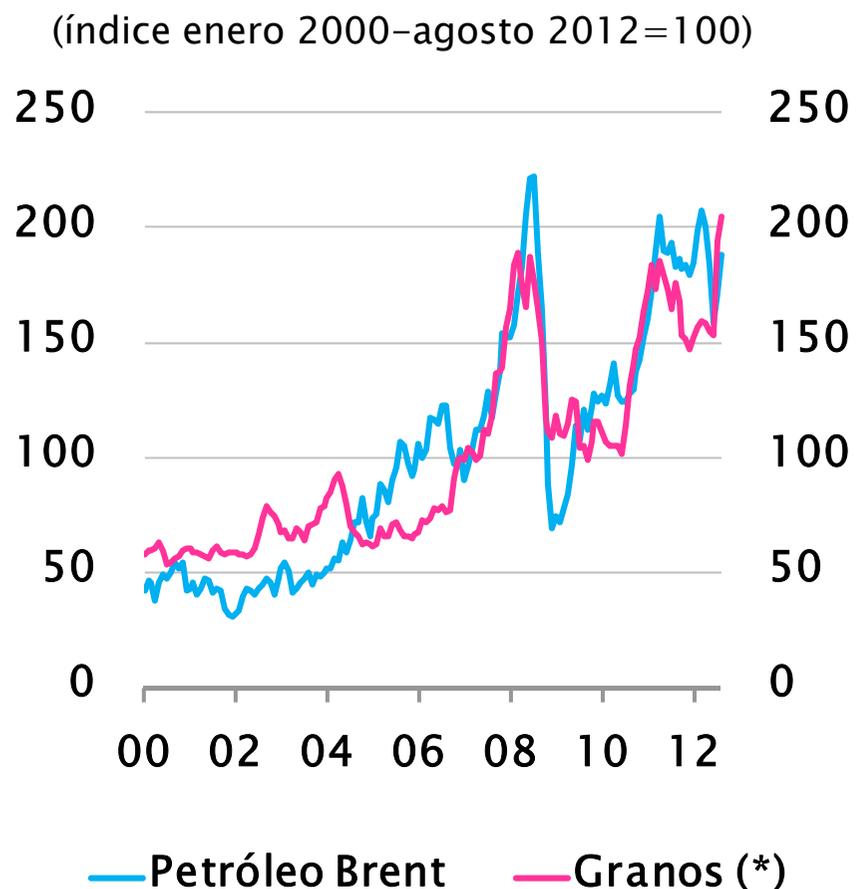


(\*) Corresponde al pago de principal e intereses.



Las materias primas han seguido una trayectoria disímil. El precio del petróleo influido principalmente por problemas geopolíticos y el de los alimentos por factores de oferta. El precio del acero ha caído, debido a la disminución de la demanda de china.

### Precios de materias primas



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

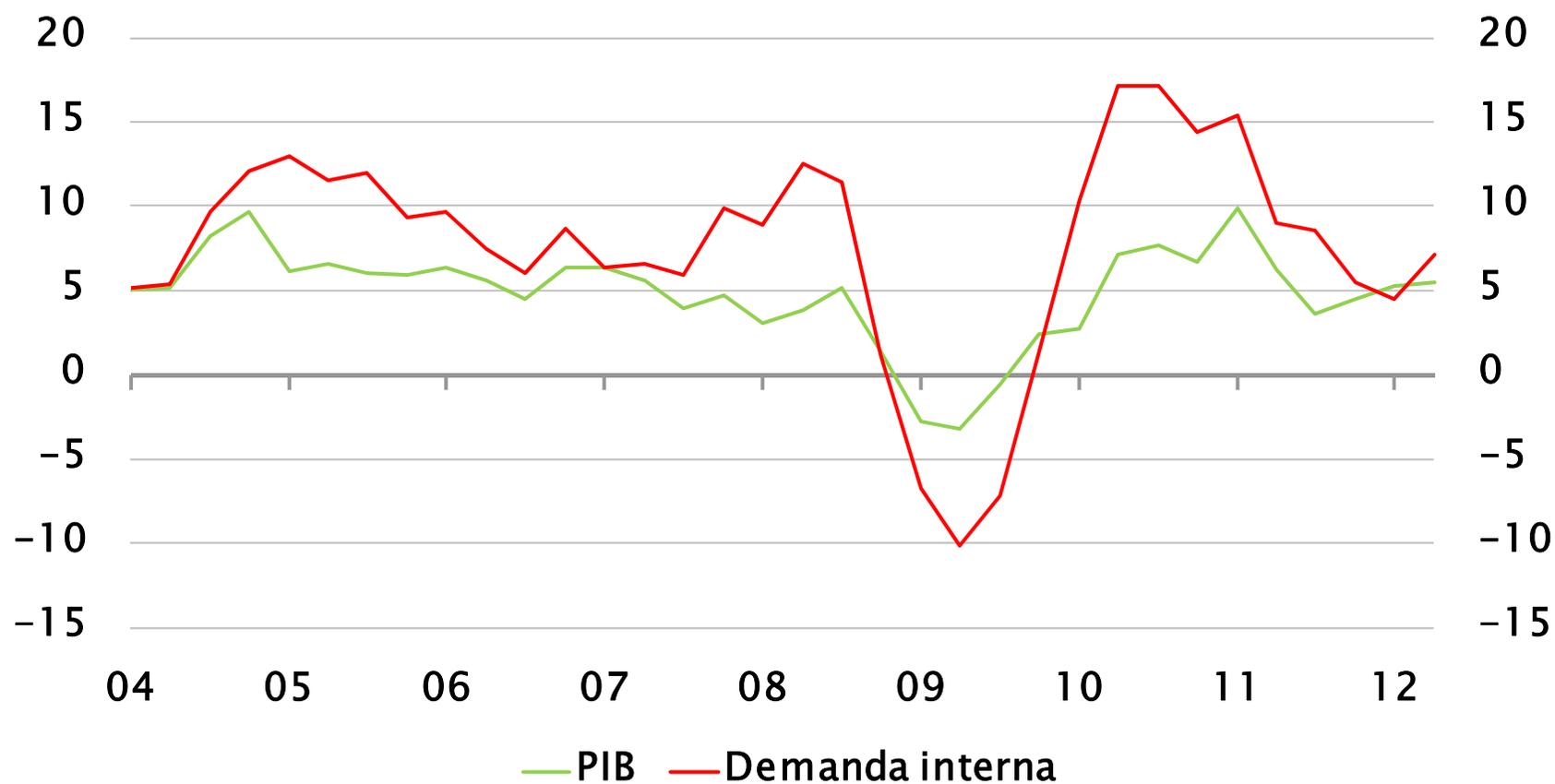


# Escenario interno



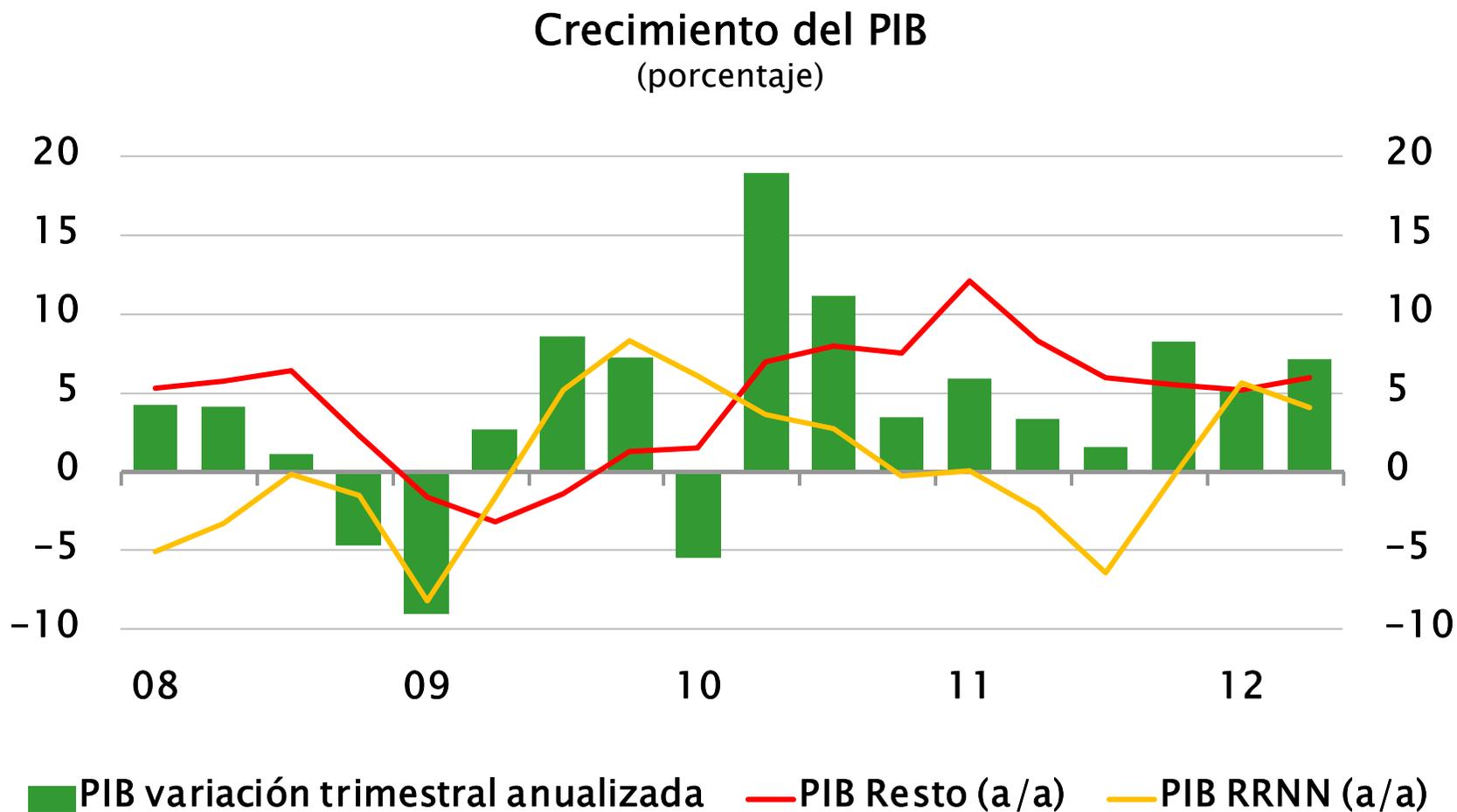
En el segundo trimestre, el crecimiento de la actividad y la demanda interna estuvo por sobre lo previsto en el IPoM de junio.

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





En este resultado, destacó el desempeño de los sectores ligados a la demanda interna, como la construcción, el comercio y los servicios. La industria creció por sobre lo esperado.

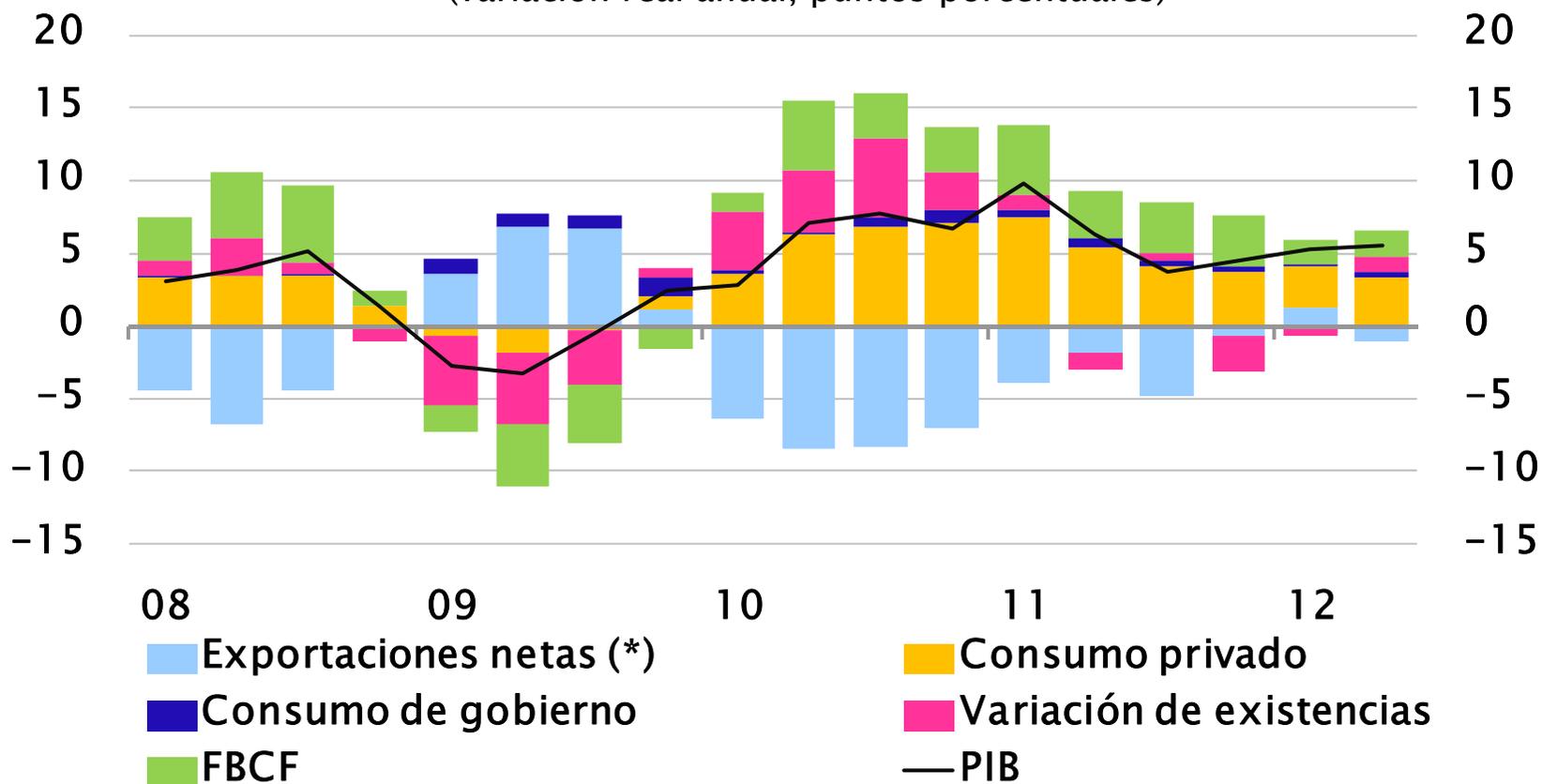




Por el lado de la demanda, resaltó una acumulación de inventarios más intensa que en meses previos. También destacó la renovada fortaleza del consumo y la formación bruta de capital fijo.

### Contribución al crecimiento anual del PIB

(variación real anual, puntos porcentuales)

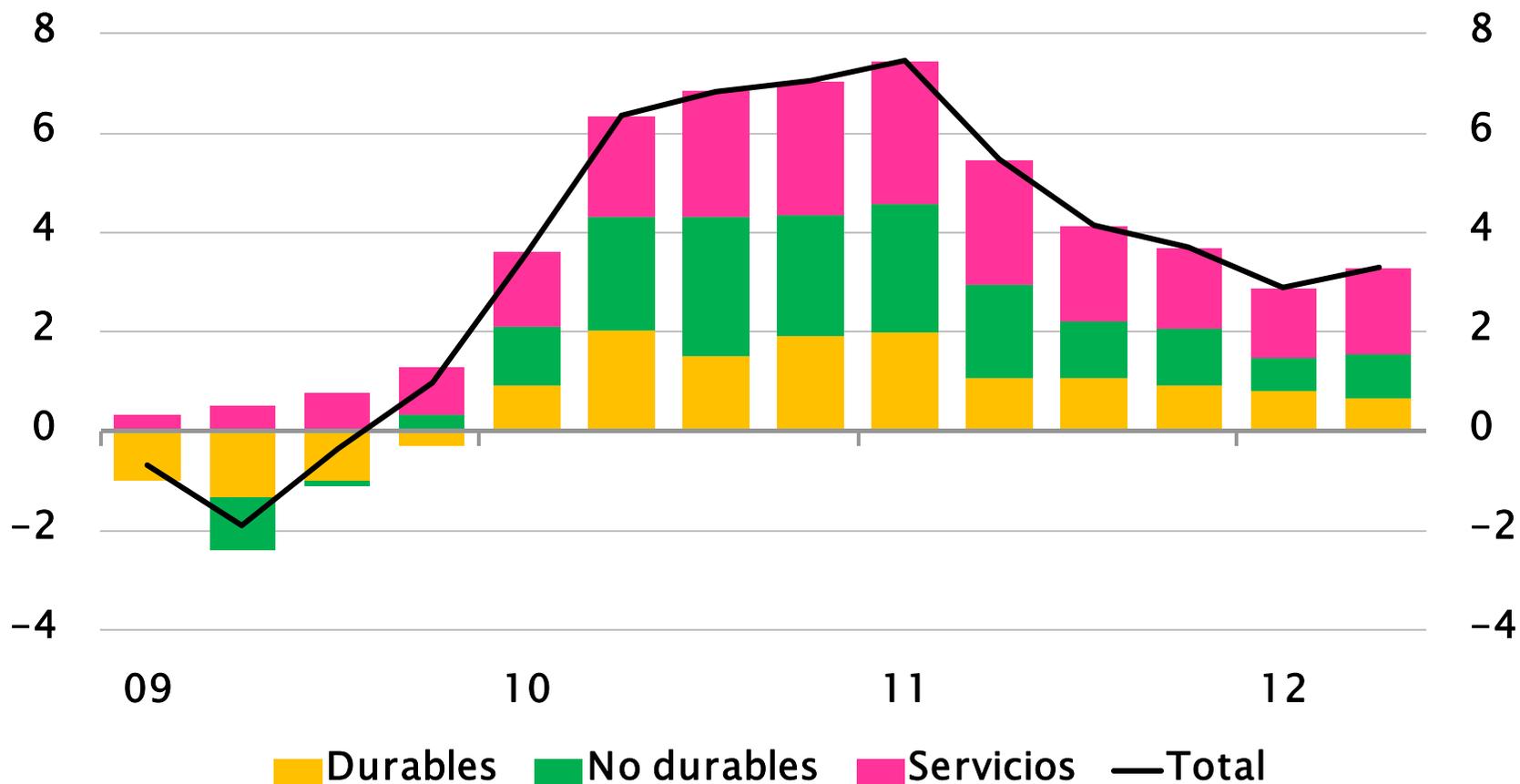


(\*) Exportaciones menos importaciones de bienes y servicios



Por el lado del consumo privado, en el segundo trimestre su tasa de variación anual 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)



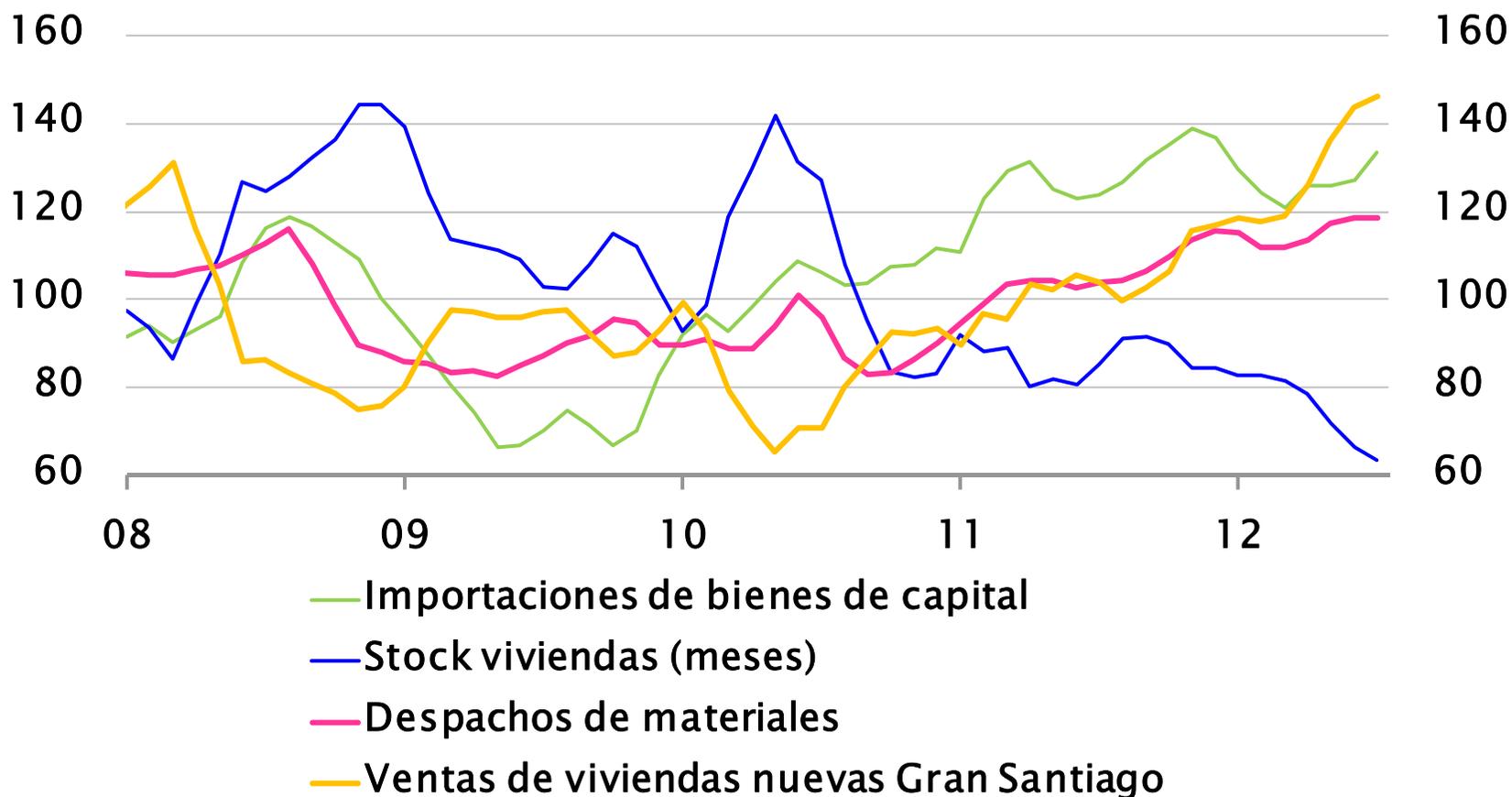
Fuente: Banco Central de Chile.



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

### Indicadores de inversión (\*)

(índice promedio enero 2007- julio 2012 = 100)

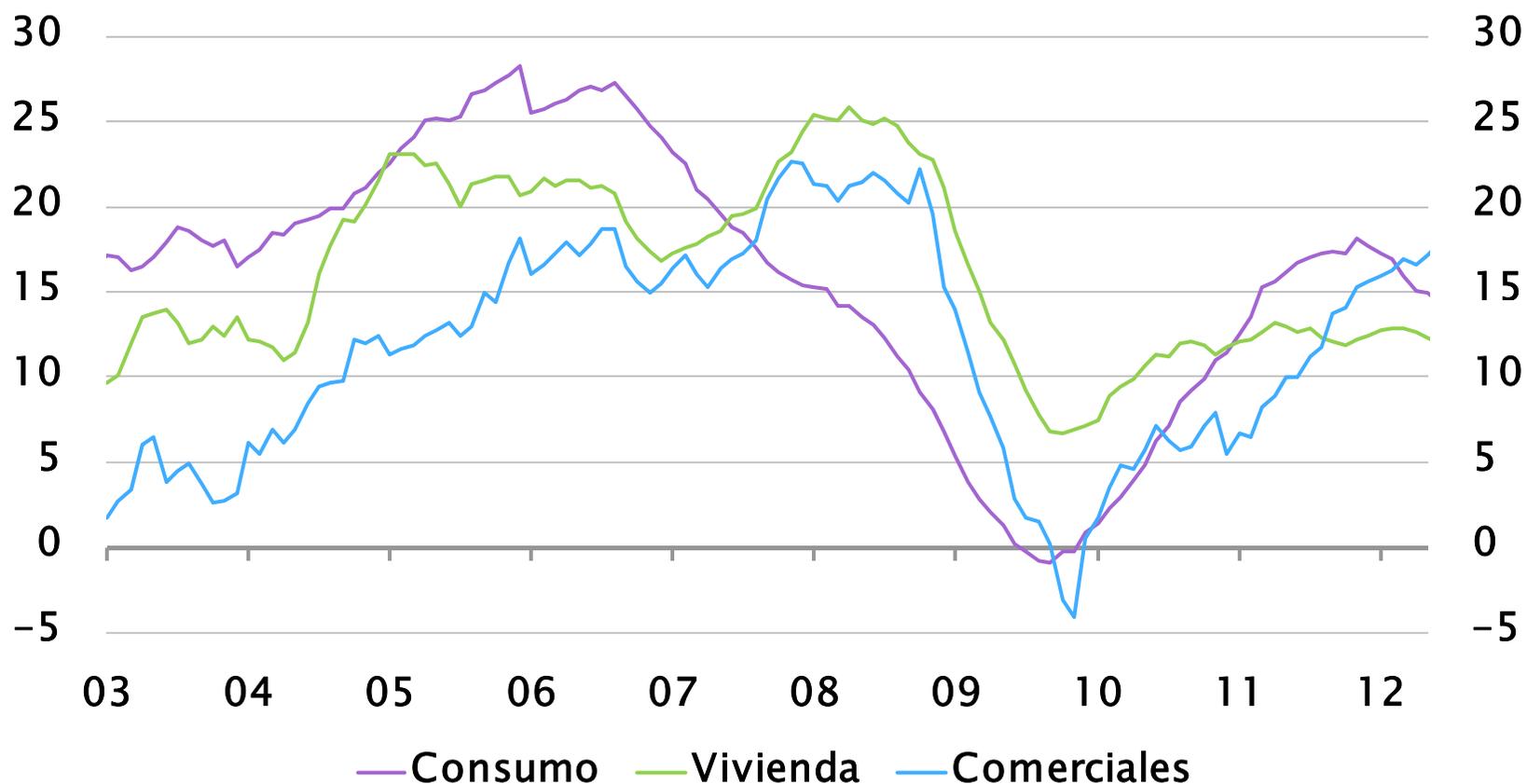




El consumo y la inversión siguen apoyados por condiciones financieras que no han tenido cambios sustanciales en los últimos meses.

### Colocaciones por tipo de crédito (\*)

(variación anual, porcentaje)



(\*) Los datos de julio 2012 son provisorios.

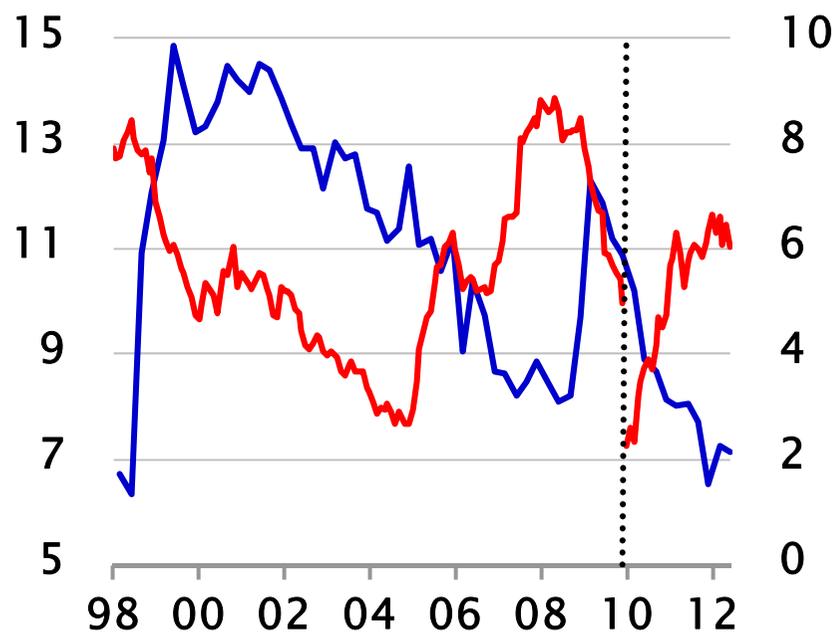
Fuentes: Banco Central de Chile y Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.



Pese a que el crecimiento anual del empleo a salariado ha descendido y el de los salarios nominales se ha estabilizado en torno a 6%, el mercado laboral continúa estrecho.

### Desempleo y salarios

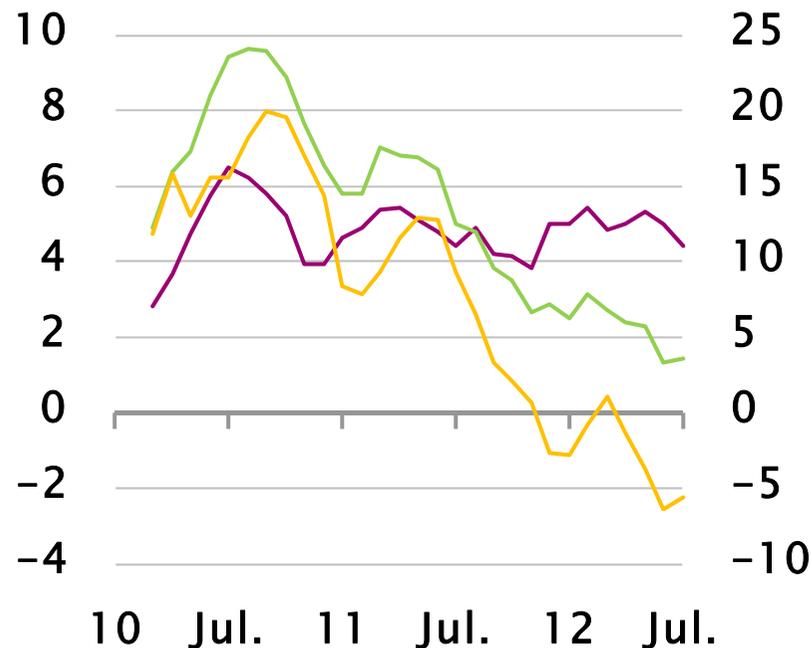
(variación anual, porcentaje)



— Tasa de desempleo (1) IREM (2) —

### Creación de empleo

(variación anual, porcentaje)



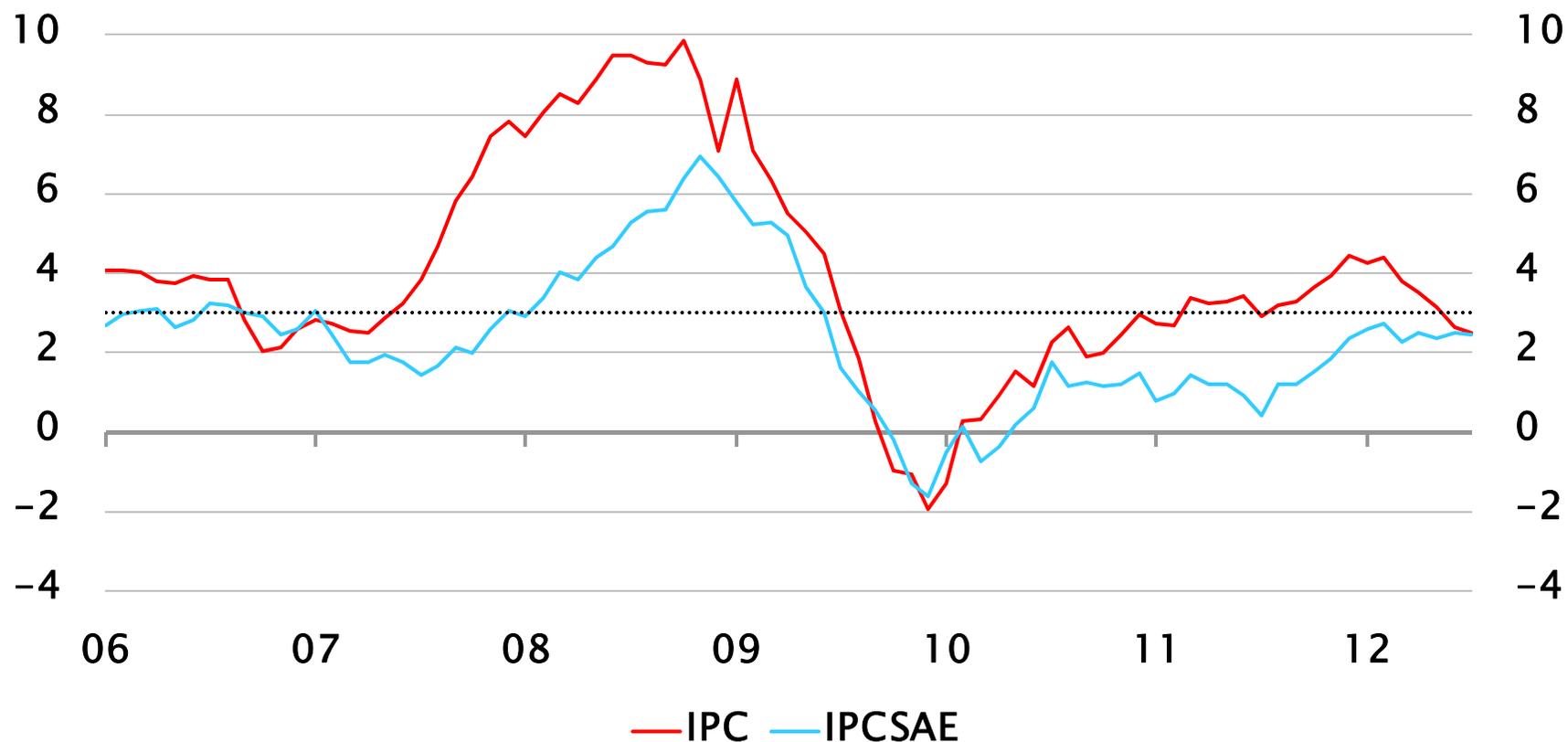
— Asalariados      Cuenta propia —  
— Total

(1) Corresponde a la encuesta de la Universidad de Chile. Serie desestacionalizada. (2) 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.



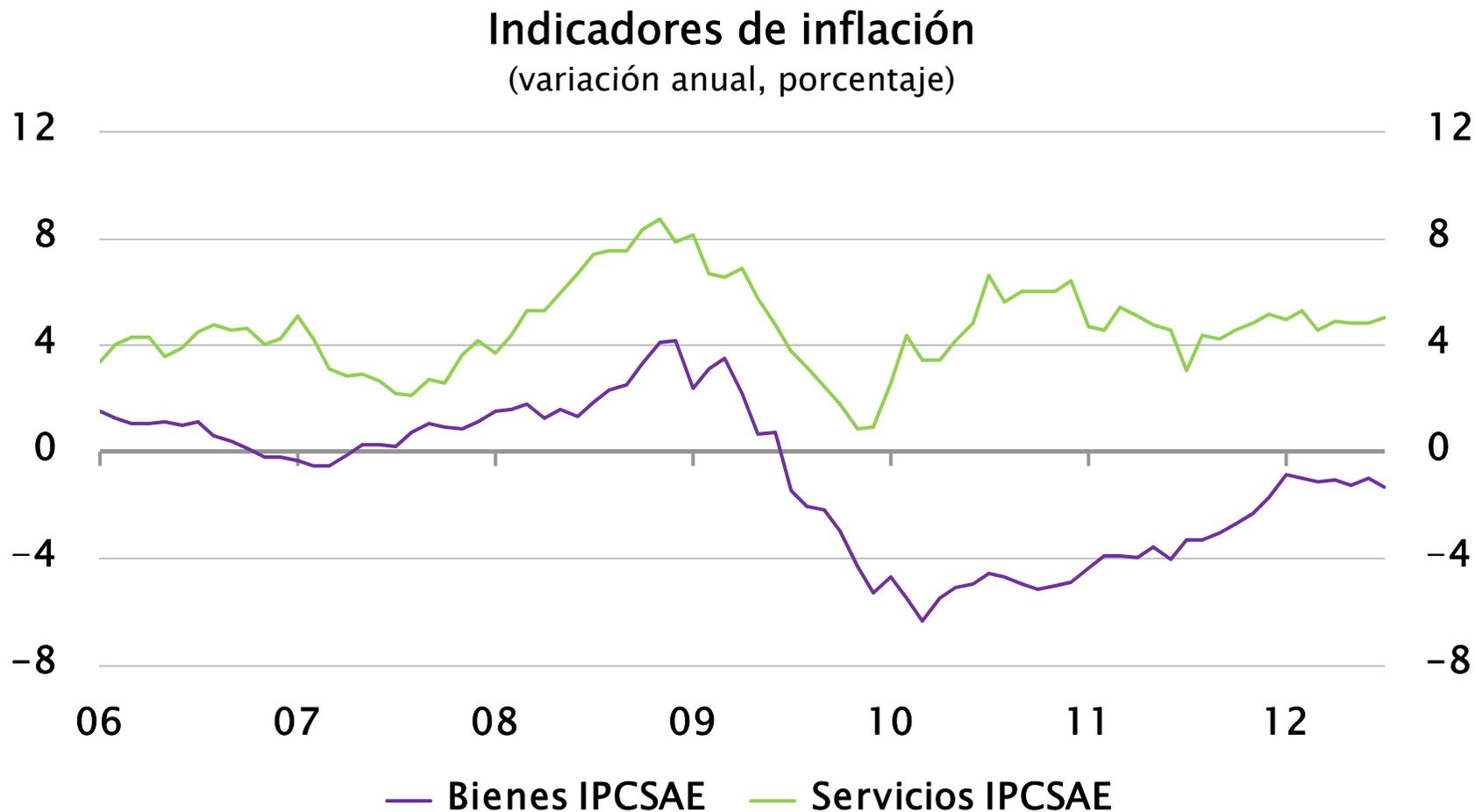
La inflación anual ha vuelto a niveles cercanos a la meta de 3%, incluso algo más rápido de lo que se esperaba.

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





Sin embargo, la inflación subyacente de servicios, más ligada a las holguras de capacidad, ha mantenido tasa de variación anual en torno a 5,0%, dando cuenta de los riesgos de mediano plazo para la inflación.

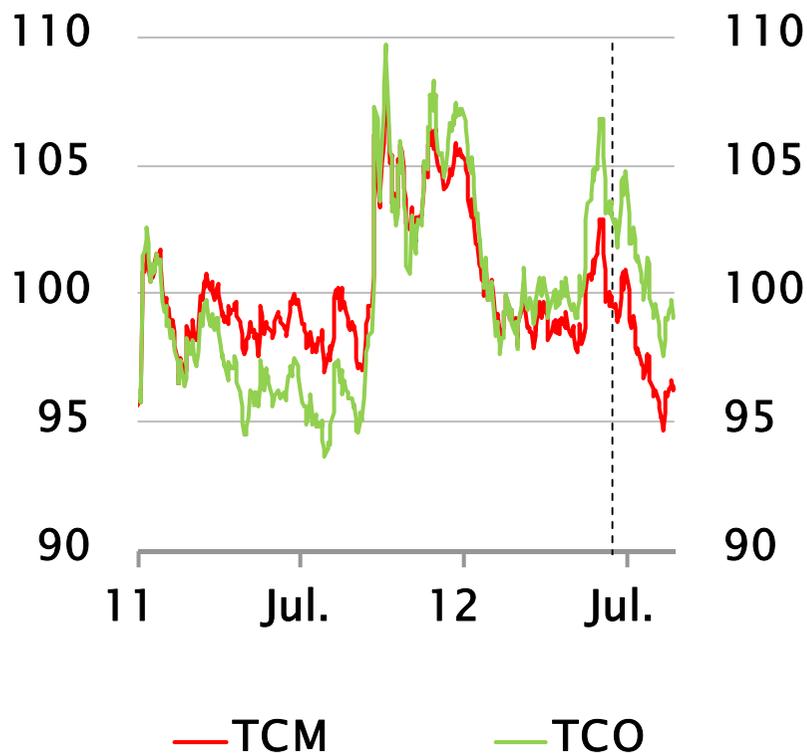




Desde el IPoM anterior el peso se ha apreciado 5,3%. El tipo de cambio real también ha disminuido y se estima que está en la parte baja de los valores coherentes con sus fundamentos de largo de plazo.

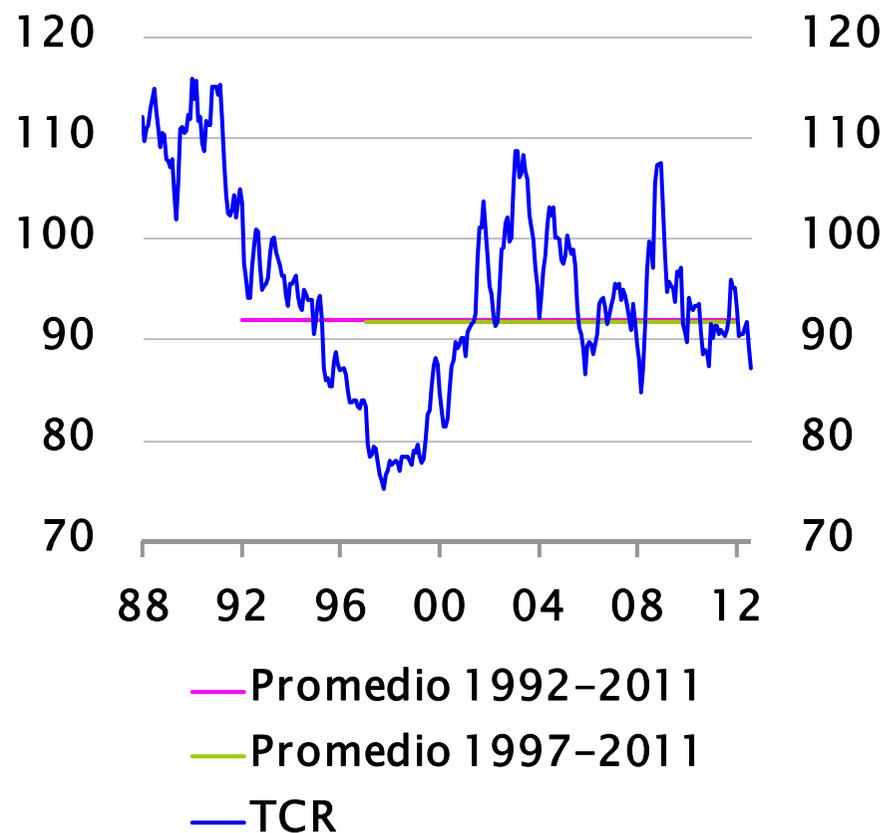
Tipo de cambio nominal (1)

(índice 02/01/2011-30/08/2012)



Tipo de cambio real (2)

(índice 1986=100)



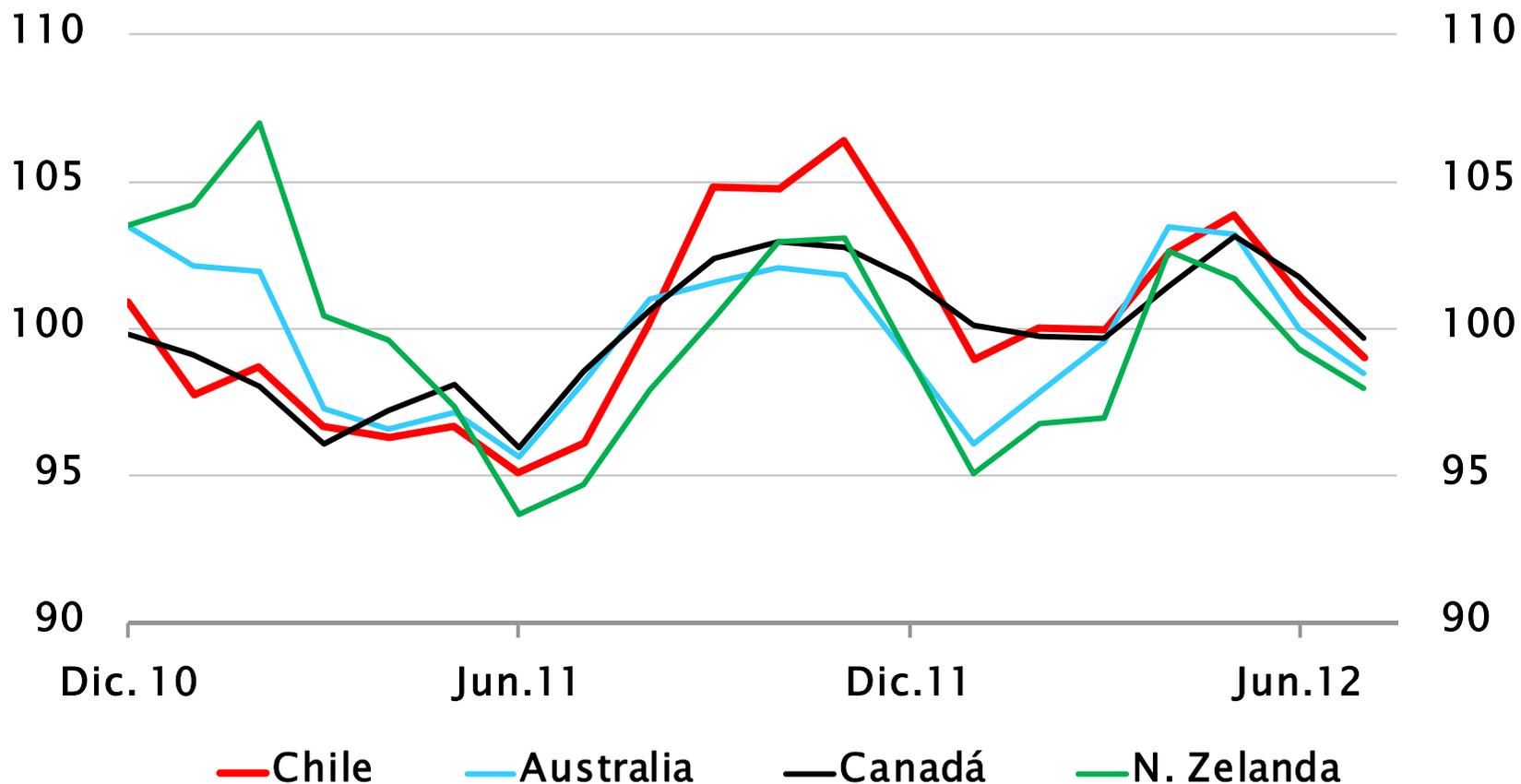
(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio 2012. (2) Cifra de agosto incluye información hasta el 30 de agosto de 2012.



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

### Tipo de cambio nominal en el mundo

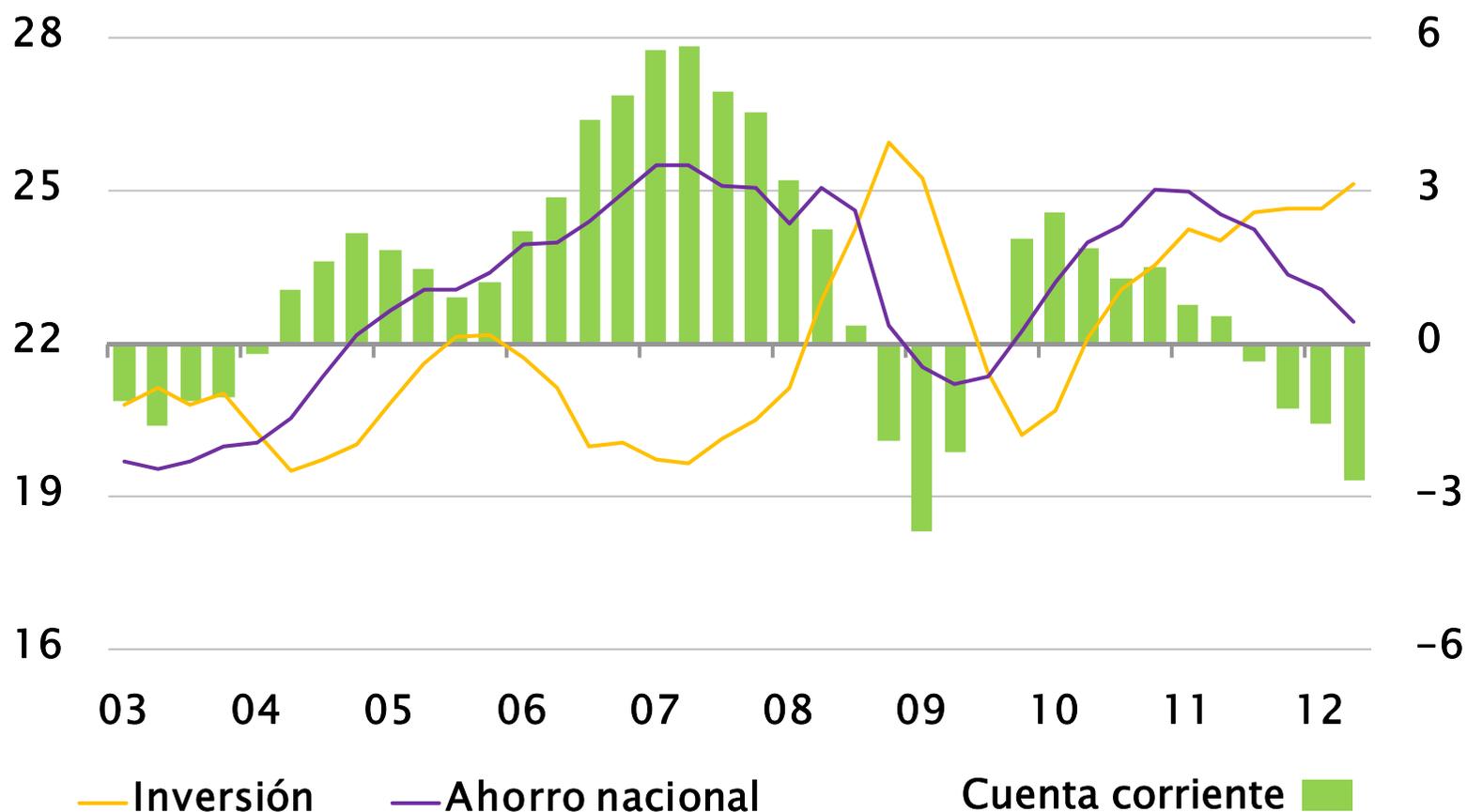
(índice 01/12/2010-31/08/2012=100)





El déficit de la cuenta corriente ha aumentado, por una mayor inversión en la minería y un menor ahorro público y privado.

Cuenta corriente, ahorro nacional e inversión  
(acumulado en un año móvil, porcentaje)





# Perspectivas



En el escenario base, 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

	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	4,1	3,8	3,6	3,5	4,2	3,9	3,8	4,3
Mundo a PPC	3,8	3,3	3,2	3,1	3,9	3,6	3,6	4,1
Estados Unidos	1,8	2,1	2,0	2,2	2,3	2,0	2,0	2,4
Eurozona	1,5	-0,3	-0,6	-0,4	1,0	0,3	0,3	1,7
Japón	-0,8	2,0	2,7	2,7	1,6	1,3	1,3	1,4
China	9,2	8,1	7,9	7,8	8,5	8,2	8,1	8,3
India	6,5	7,3	6,5	5,8	7,9	7,2	7,1	7,3
Resto de Asia (excl. Japón, China e India)	4,2	4,3	3,9	3,5	4,8	4,6	4,5	4,8
América Latina (excl. Chile)	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)	400	370	355	355	360	340	340	350
Precios del petróleo Brent (US\$/barril)	111	121	107	113	115	97	109	103
		(variación anual, porcentaje)						
Términos de intercambio	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 anual 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)

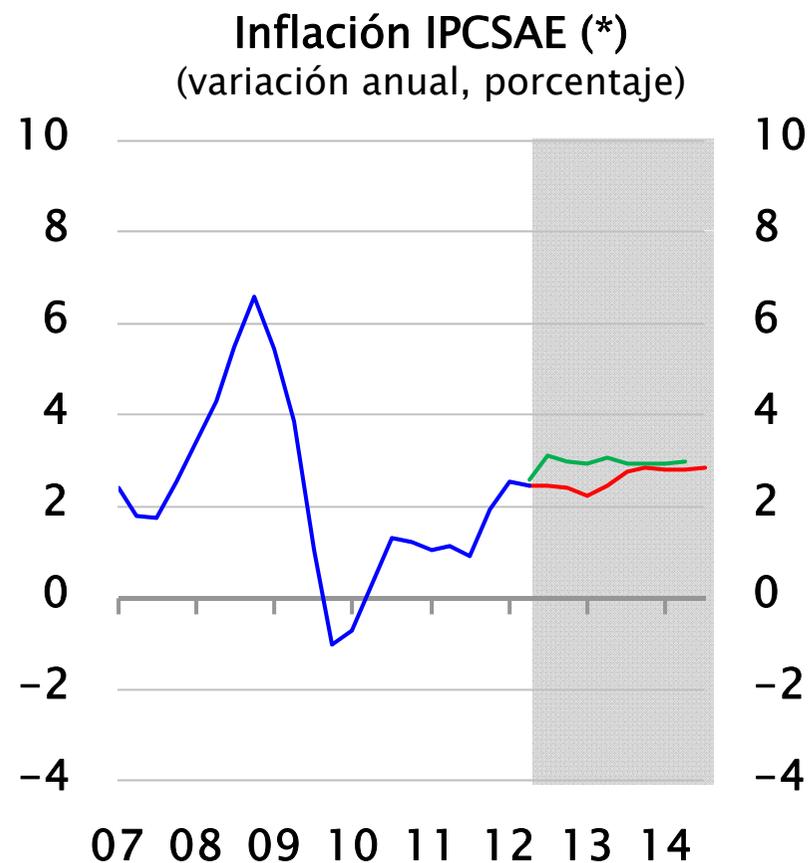
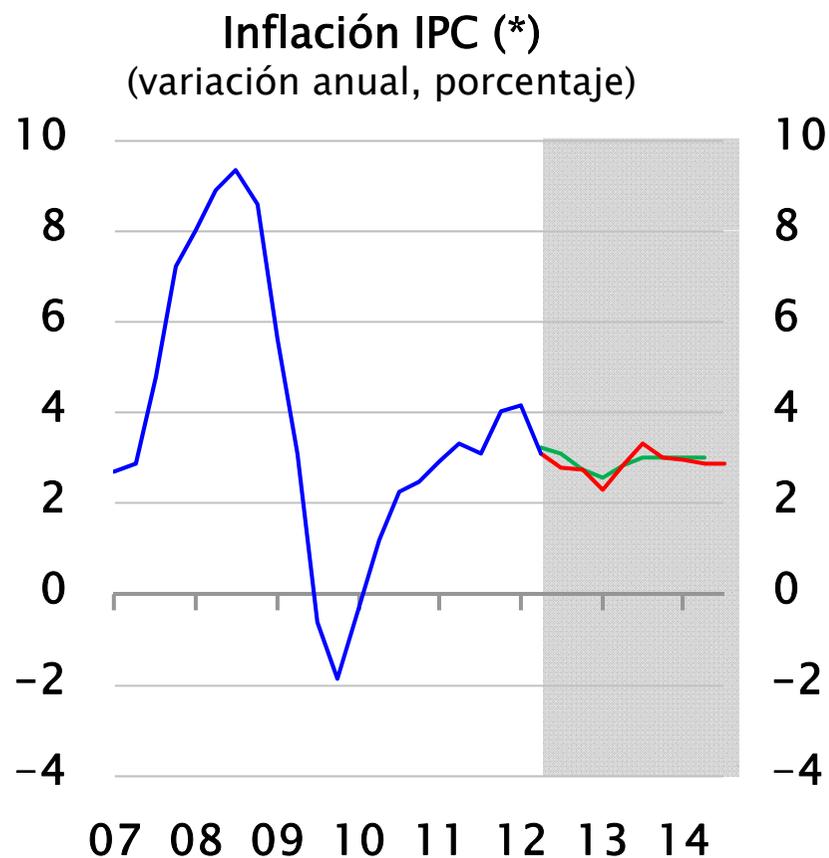
	2013 (f) IPoM Sep. 12
PIB	4,0–5,0
Demanda interna	5,5
Demanda interna (sin variación de existencias)	5,8
Formación bruta de capital fijo	7,1
Consumo total	5,4
Exportaciones de bienes y servicios	3,6
Importaciones de bienes y servicios	5,8
Cuenta corriente (% del PIB)	-4,4

(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 llegaría a 3%. El IPCSAE convergerá a 3% más lentamente que lo previsto en junio.

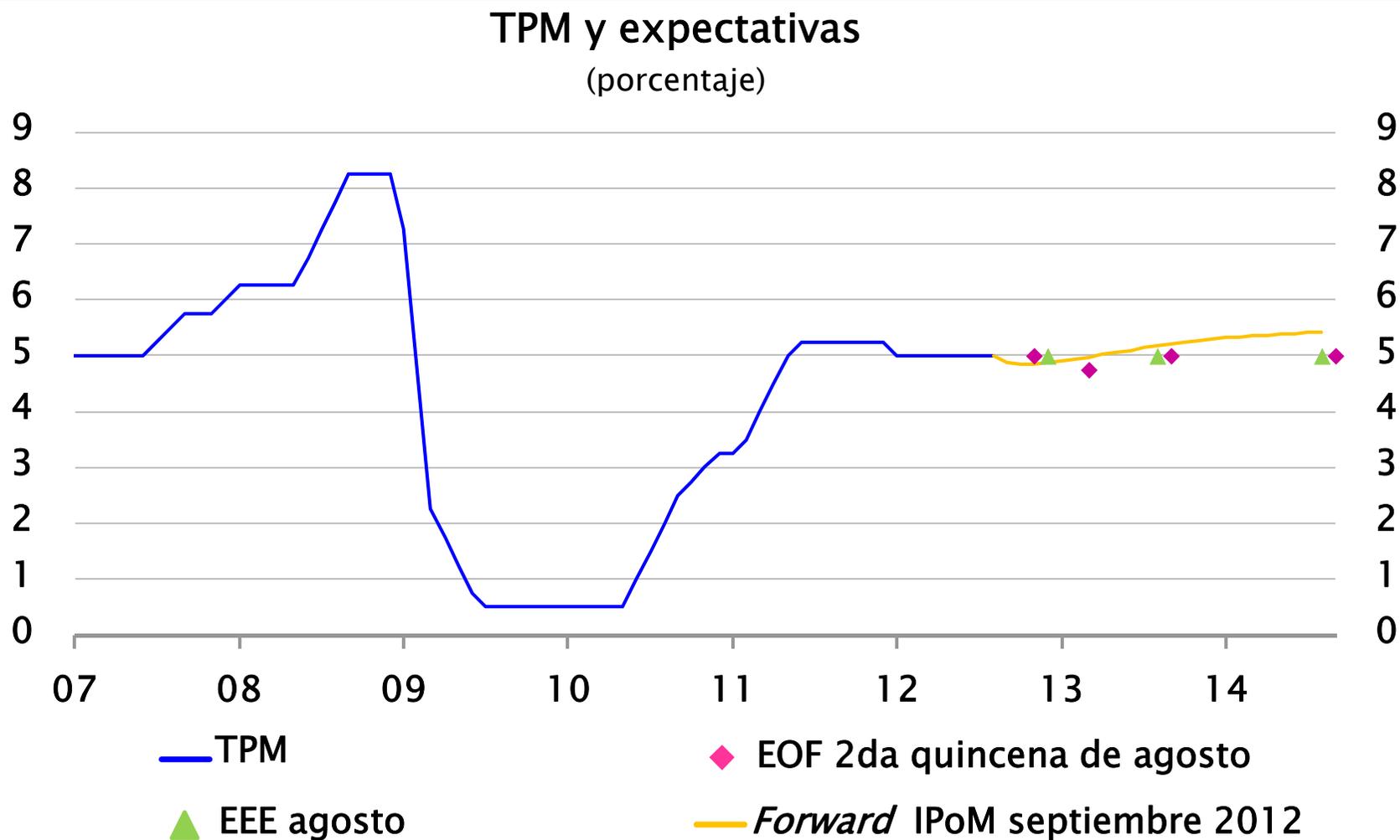


— IPoM Jun.2012

— IPoM Sep.2012



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





## 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

---

- El escenario macroeconómico actual plantea riesgos relevantes con respuestas de política en distintas direcciones. Por un lado, aunque por el momento sus efectos han sido tenues, la probabilidad de eventos extremos no se ha reducido y su materialización podría tener consecuencias muy significativas en la actividad mundial, incluido Chile.
- Por otro lado, la solidez de la actividad y la demanda interna, junto con las recientes alzas de los precios de algunas materias primas, mantiene la vigencia de los riesgos inflacionarios de mediano plazo.
- La TPM se ubica dentro de rangos considerados neutrales, lo que entrega flexibilidad para esperar que los efectos concretos de estos escenarios sobre la economía chilena se hagan visibles con claridad.
- 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.



# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

## Septiembre 2012

Joaquín Vial  
Consejero  
Banco Central de Chile