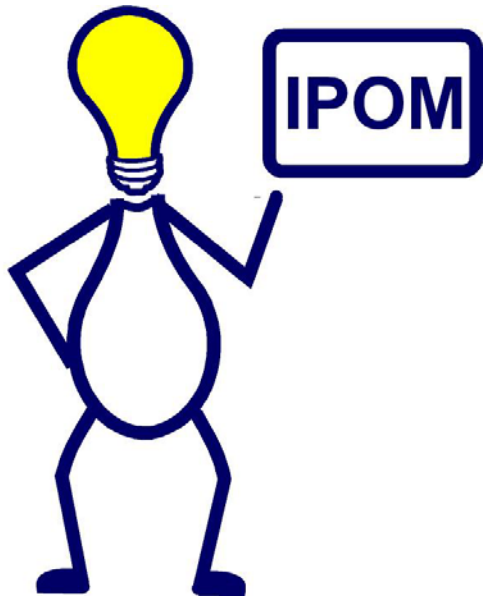
INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Enrique Marshall Rivera
Consejero

Antofagasta


IPOM

Estructura

I. Puntos Destacados

II. Escenario Internacional

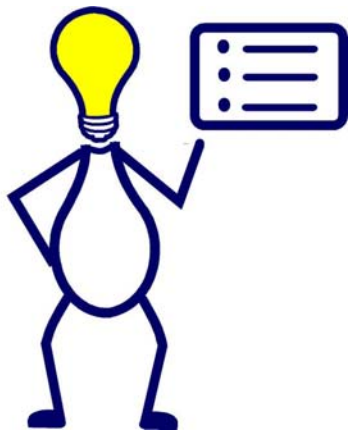
III. Escenario Interno

IV. Perspectivas de Inflación y Crecimiento

V. Escenarios de Riesgo

VI. Conclusiones

I. Puntos Destacados



Puntos Destacados

- La inflación anual del IPC se elevó desde valores levemente negativos a comienzos del 2004 hasta cifras en torno a 4% en septiembre del 2005.
- Se ubica desde entonces en la parte alta del rango meta, debido a la incidencia del mayor precio internacional del petróleo.
- La tasa de política monetaria, en tanto, ha aumentado 350 puntos base desde septiembre del 2004.

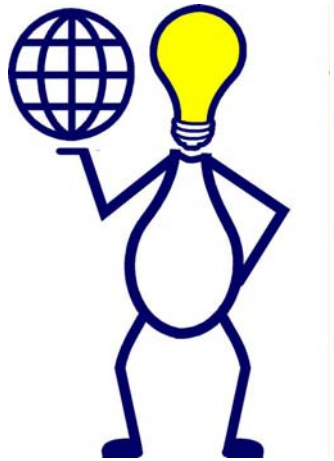
Puntos Destacados

- Este retiro gradual del impulso monetario ha favorecido una convergencia ordenada de los indicadores subyacentes de inflación hacia el centro del rango meta, manteniendo las medidas de expectativas de inflación bien ancladas en torno a 3%.

Puntos Destacados

- Luego de nueve trimestres de expansión de la actividad por sobre su tendencia, en los últimos meses la economía ha dado señales de un menor dinamismo.
- En el escenario más probable, la actividad retomaría un mayor crecimiento y el próximo año se cerrarían las brechas de capacidad remanentes.
- En general se configura un cuadro propicio para la estabilidad de precios.

II. Escenario Internacional



Escenario Internacional

- El escenario externo sigue siendo muy favorable. El crecimiento converge a una situación más equilibrada.
- EE.UU. se desacelera en línea con lo esperado, pero su inflación continúa superando niveles aceptables.
- La Zona Euro y Japón crecen por sobre su crecimiento de tendencia.
- China e India muestran gran dinamismo y lideran el crecimiento de Asia emergente.

Escenario Internacional

Crecimiento Mundial (*)
(porcentaje)

	Promedio 1990-1999	2005 (e)	2006 (f)			2007 (f)			2008 (f)
			May.		Sep.	May.		Sep.	Sep.
Mundial	3,2	4,7	4,9	▲	5,2	4,7	=	4,7	4,7
Mundial a TCN de mercado	2,4	3,3	3,6	▲	3,8	3,4	▼	3,3	3,2
Estados Unidos	3,1	3,2	3,4	▲	3,5	3,1	▼	2,7	3,0
Zona Euro	2,2	1,4	1,8	▲	2,3	1,8	=	1,8	1,9
Japón	1,5	2,6	3,2	▼	2,8	2,7	▼	2,4	1,9
Resto de Asia	8,1	8,5	8,2	▲	8,6	7,8	=	7,8	7,6
China	10,0	10,2	9,5	▲	10,3	9,0	=	9,0	8,8
América Latina	2,8	4,2	4,3	▲	4,7	3,6	▲	4,0	3,9
Exp. de productos básicos	2,7	2,7	3,0	=	3,0	3,0	=	3,0	3,0
Socios comerciales	3,1	3,8	4,2	▲	4,4	3,8	=	3,8	3,8

(*) Cifras a tipos de cambio de mercado y PPC calculadas con ponderadores del WEO de abril 2006, FMI.
(e) Estimación. (f) Proyección.
Fuentes: FMI, Consensus Forecast y Banco Central de Chile en base a una muestra de bancos de inversión.

Escenario Internacional

- Los precios de productos básicos se han mantenido en niveles inusualmente elevados. Ello lleva a revisar al alza las proyecciones de precios de cobre y petróleo para este y el próximo año.
- Sin embargo, el precio del petróleo ha descendido en forma importante en las últimas semanas.
- Este año los términos de intercambio aumentarían 24%. El 2007 comenzarían a normalizarse y caerían 8%.

Escenario Internacional

Proyecciones de Precio del Cobre

(centavos de dólar por libra, promedios)

	2006		2007		2008
	May.	Sep.	May.	Sep.	Sep.
Banco Central (5 sep)	260	305	225	275	240
Deutsche Bank (4 sep)	246	289	233	265	219
Scotiabank (1 sep)	255	300	180	250	–
Goldman Sachs (31 ago)	235	310	210	341	260
JPMorgan Chase (31 ago)	195	264	145	189	150
Macquarie Research (31 ago)	254	296	235	235	–
Morgan Stanley (30 ago)	230	300	210	300	225
Cochilco (30 jul)	260-264	300	240-244	280	–
Futuros (1)	303	317	299	330	300
Promedio Efectivo (2)	245	295	–	–	–

Entre paréntesis la fecha de cada proyección.

(1) Considera promedio de los últimos 10 días hábiles previos al cierre estadístico de cada IPoM. Para el 2008 sólo hay contratos disponibles hasta julio.

(2) Al cierre estadístico de cada IPoM.

Escenario Internacional

Proyecciones de Precio del Petróleo

(US$ por barril, promedios)

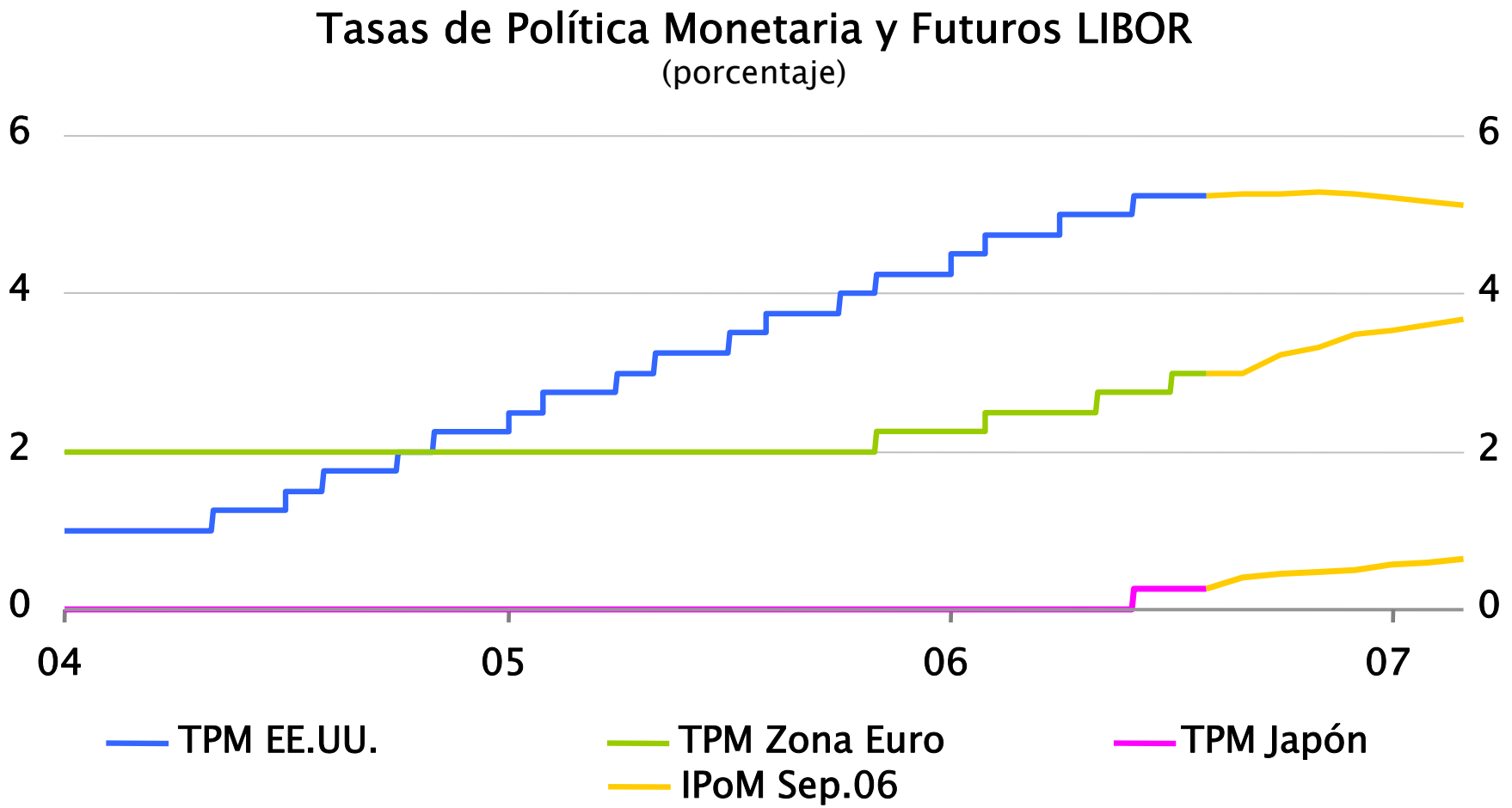
	2006		2007		2008
	May.	Sep.	May.	Sep.	Sep.
Banco Central (5 sep)	67	69	62	68	62
US Depart. of Energy (4 sep)	65	70	61	69	–
Deutsche Bank (30 ago)	60	67	50	62	55
Goldman Sachs (31 ago)	69	71	–	76	–
Merril Lynch (30 ago)	65	68	–	65	–
Scotiabank (1 sep)	67	71	60	68	–
JP Morgan Chase (31 ago)	67	67	54	64	–
Futuros (1)	70	68	75	75	75
Promedio Efectivo (2)	65	69	–	–	–

Entre paréntesis la fecha de cada proyección.
(1) Considera promedio de los últimos 10 días hábiles previos al cierre estadístico de cada IPoM.
(2) Al cierre estadístico de cada IPoM.

Escenario Internacional

- La gran mayoría de las economías desarrolladas ha continuado el proceso de normalización de tasas de política monetaria para controlar la inflación frente a aumentos en precios de los combustibles y holguras de capacidad que se agotan.

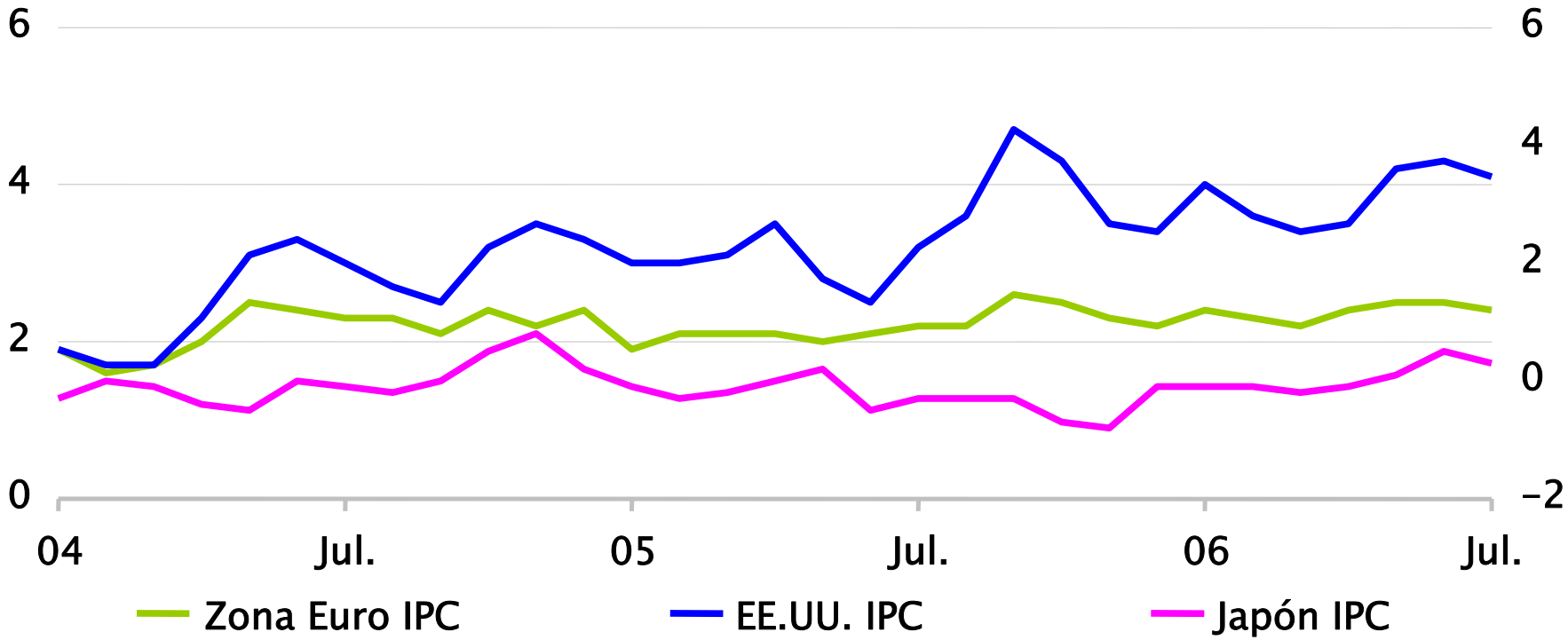
Escenario Internacional



Fuente: Bloomberg.

Escenario Internacional

Inflación de Economías Desarrolladas
(variación anual, porcentaje)



Fuentes: BCE, FMI y Banco Central de Chile.

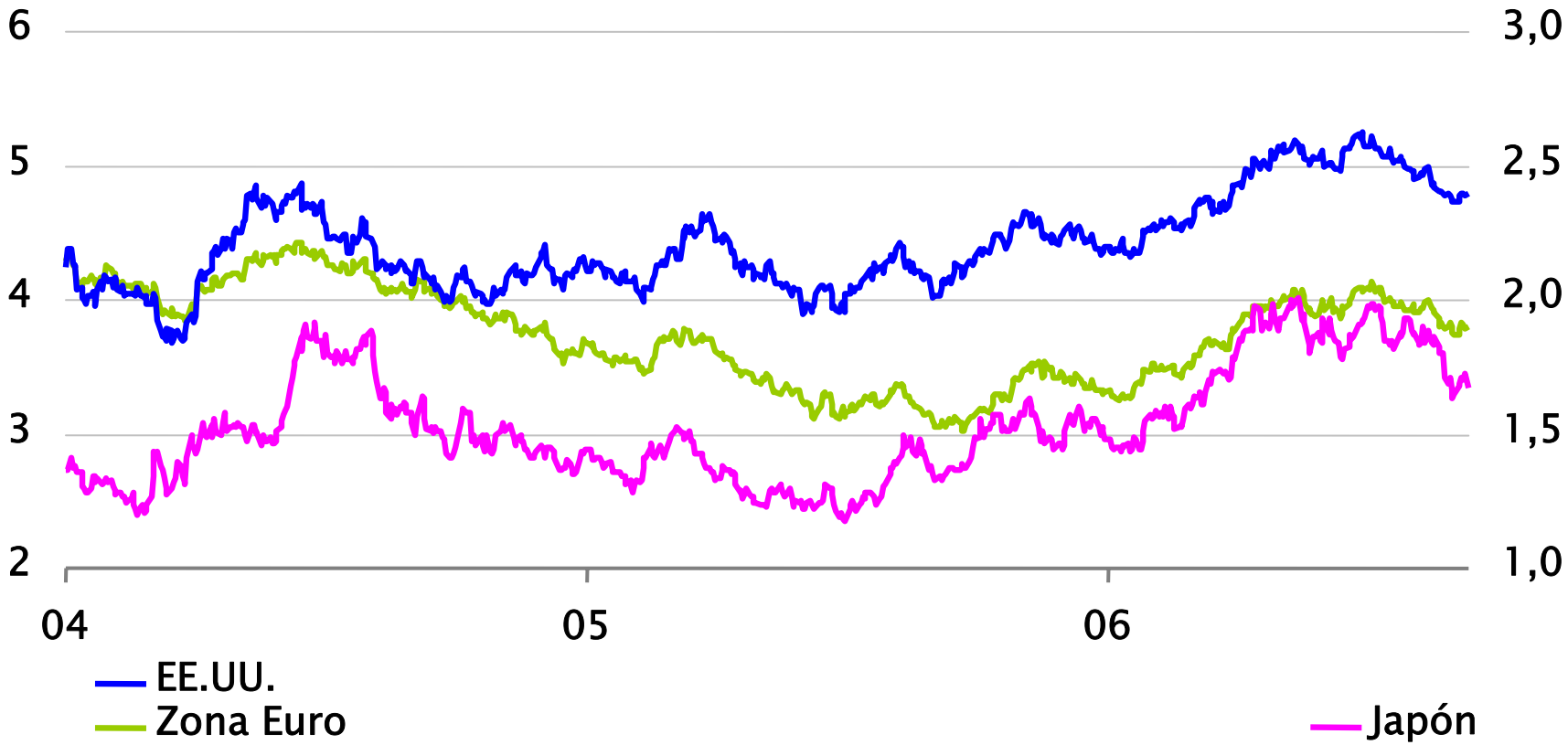
Escenario Internacional

- Las tasas de interés internacionales de largo plazo han caído.

Escenario Internacional

Tasas de Interés Nominales de Largo Plazo en Economías Desarrolladas

(bonos de gobierno a 10 años, porcentaje)

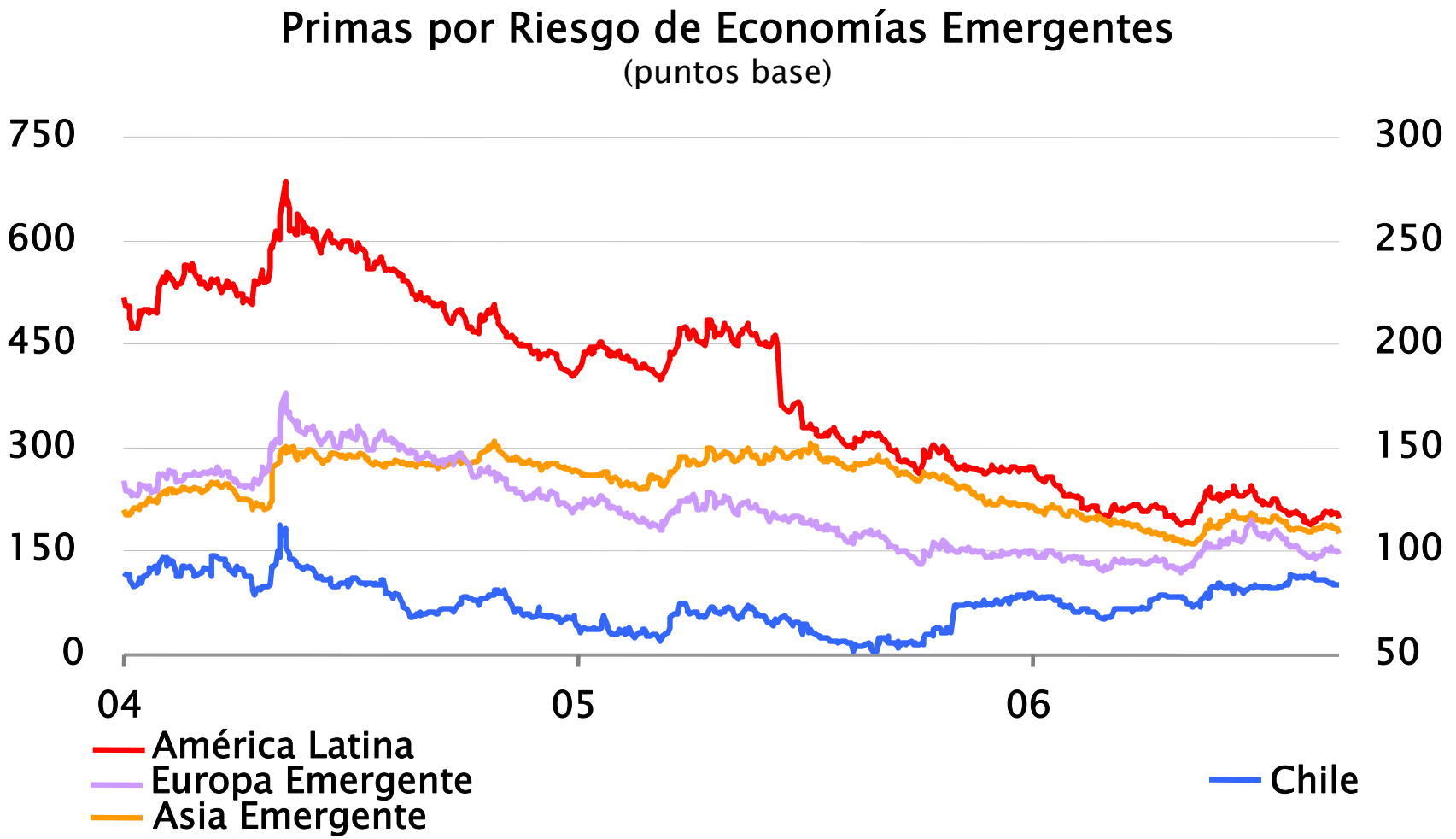


Fuente: Bloomberg.

Escenario Internacional

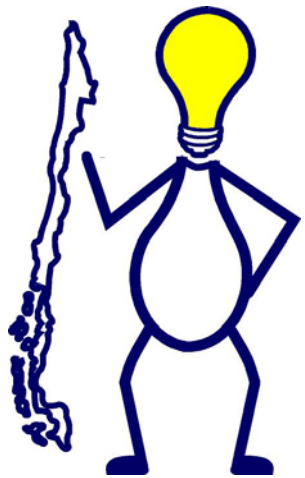
- Tras los vaivenes relativamente pronunciados en mayo último, las primas por riesgo de economías emergentes han aumentado de manera acotada.
- En contraste, la prima por riesgo de Chile se ha reducido levemente en lo más reciente.

Escenario Internacional



Fuente: JP Morgan Chase.

III. Escenario Interno



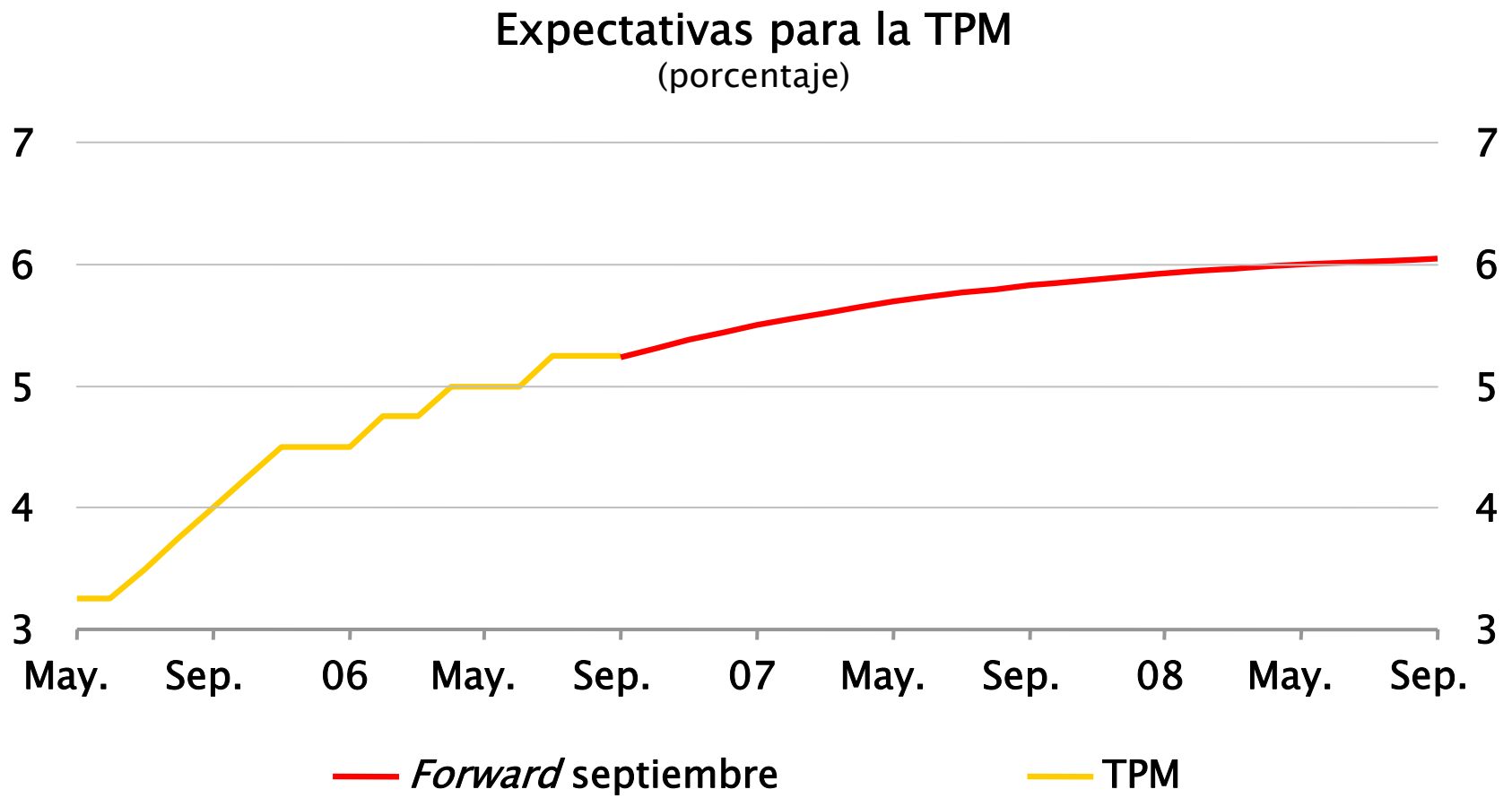
Escenario Interno

- En el último año, el Consejo del Banco Central ha continuado con el proceso de reducción gradual del estímulo monetario.
- La tasa rectora se aumentó en 125 puntos base desde septiembre del 2005 y 25 puntos base desde el último informe de mayo.

Escenario Interno

- Se estima que, en el escenario más probable, serán necesarios incrementos adicionales en la tasa de interés, aunque su materialización podría dilatarse por un tiempo prolongado.
- Si bien las condiciones financieras aún son ventajosas, es posible que la tasa de política monetaria no diste mayormente de la que podría considerarse neutral.

Escenario Interno



(*) Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central de Chile.
Fuente: Banco Central de Chile.

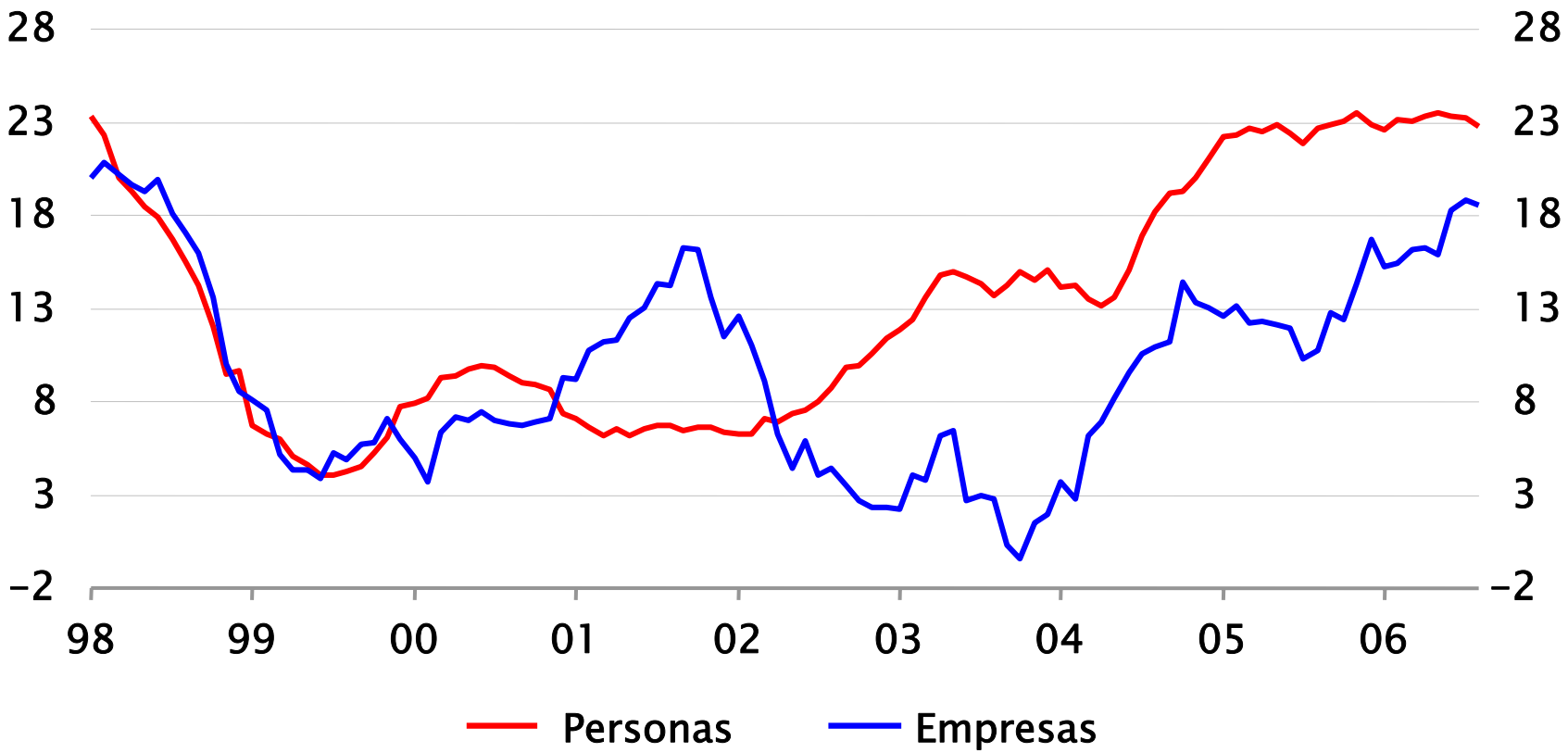
Escenario Interno

- Las buenas condiciones financieras se manifiestan principalmente en el crecimiento del financiamiento bancario de hogares y empresas.
- Las tasas de interés de largo plazo de documentos del Banco Central se mantienen relativamente estables, aunque con reducciones en los datos más recientes.

Escenario Interno

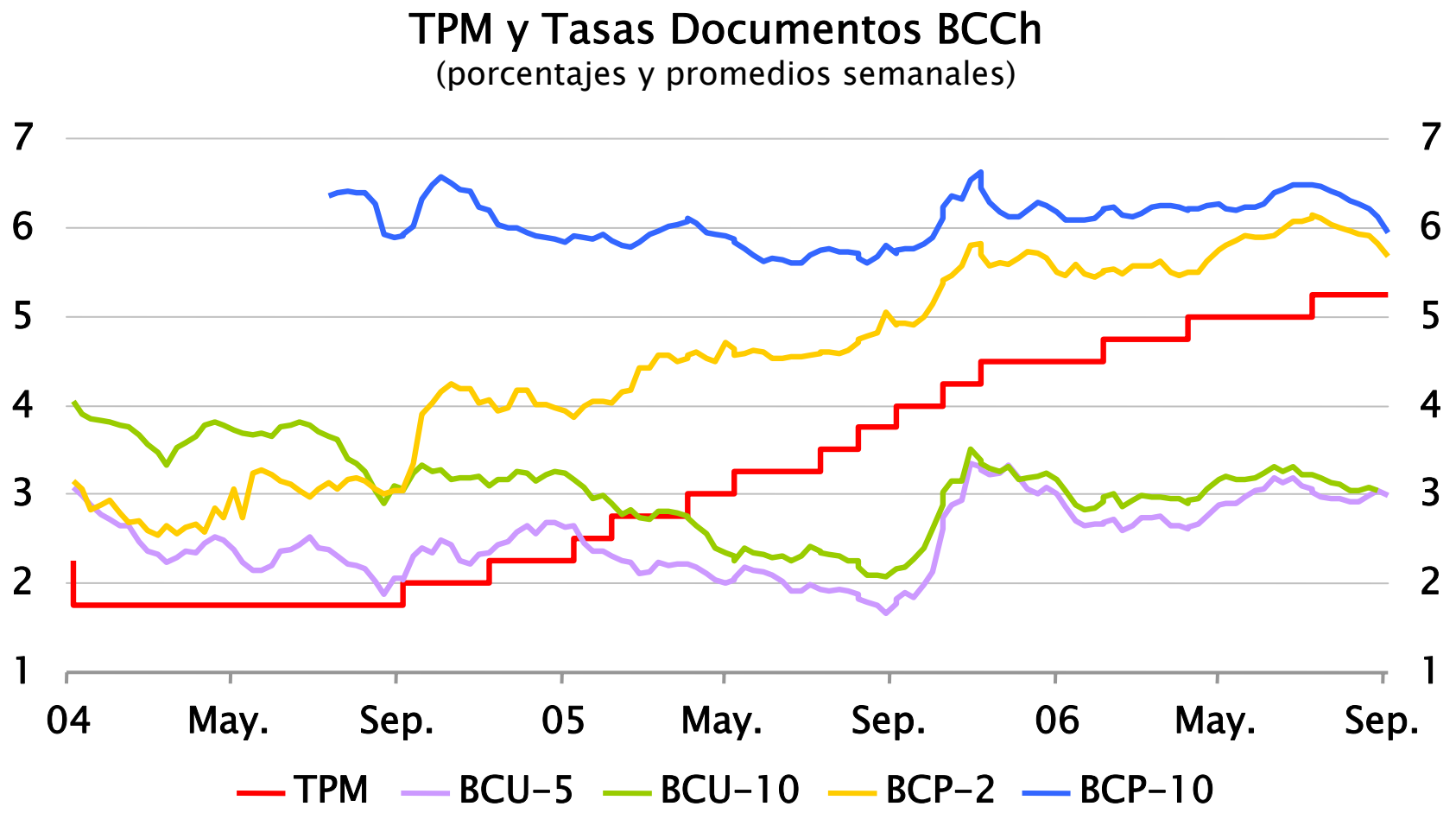
Colocaciones a Personas y Empresas (*)

(variación nominal anual, porcentaje)



(*) Datos provisorios para agosto del 2006.
Fuente: Banco Central de Chile.

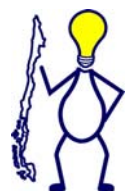
Escenario Interno



Fuente: Banco Central de Chile.

Escenario Interno

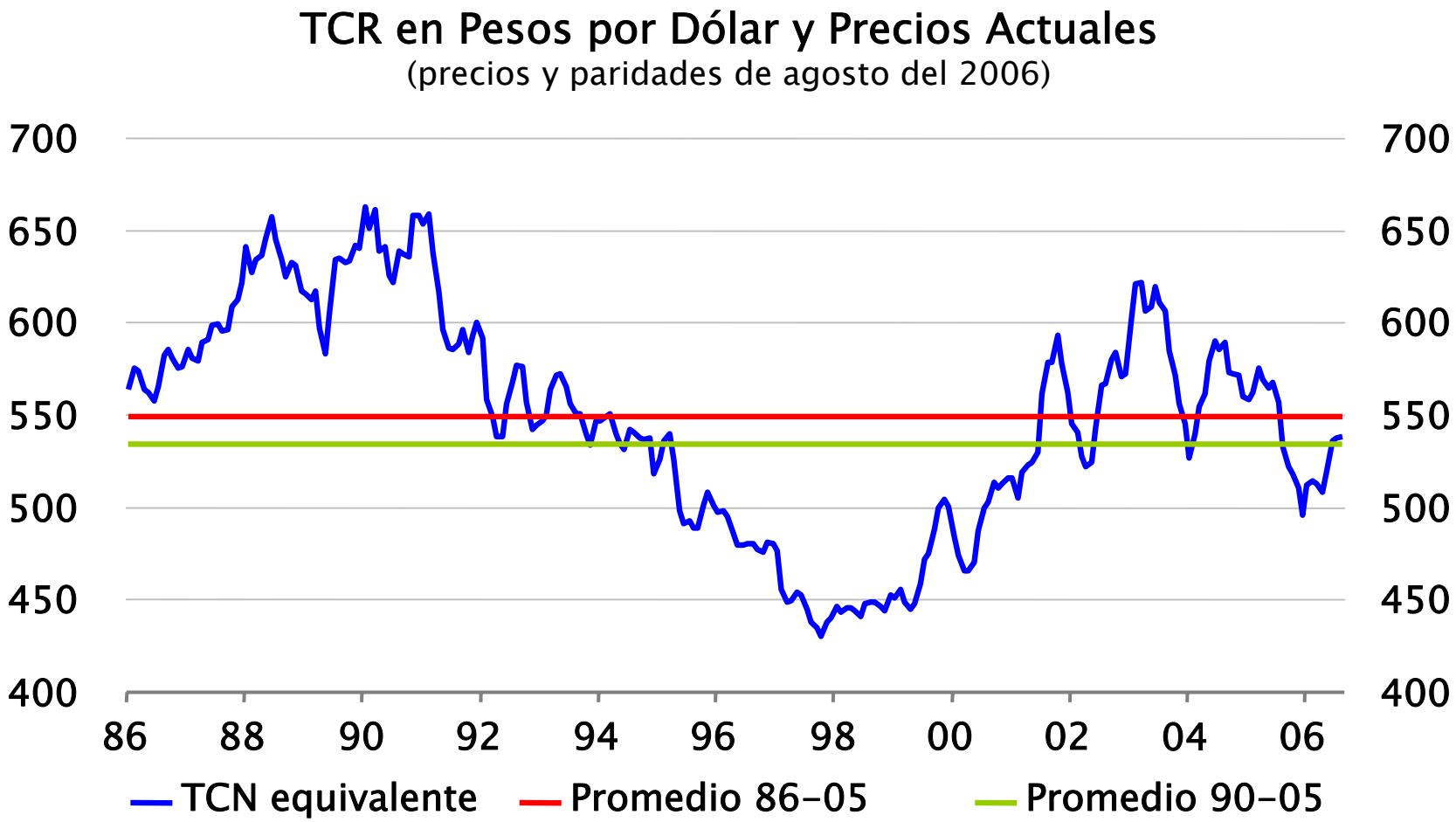
- El peso se depreció algo menos de 5% en términos reales respecto del cierre del IPoM de mayo y 1,5% desde septiembre del 2005.
- Se estima que el tipo de cambio real es coherente con sus fundamentos de largo plazo.



Escenario Interno

- Como supuesto metodológico se considera que, hacia fines del horizonte habitual de proyección, el tipo de cambio real no será muy distinto del actual.

Escenario Interno



Fuente: Banco Central de Chile.

Escenario Interno

- En cuanto a la demanda interna, tal como se esperaba, su tasa de crecimiento anual disminuyó en el primer semestre del año.
- El consumo se ha mantenido dinámico, especialmente el componente importado, a pesar del significativo efecto adverso del precio de la energía sobre el ingreso de los consumidores.

Escenario Interno

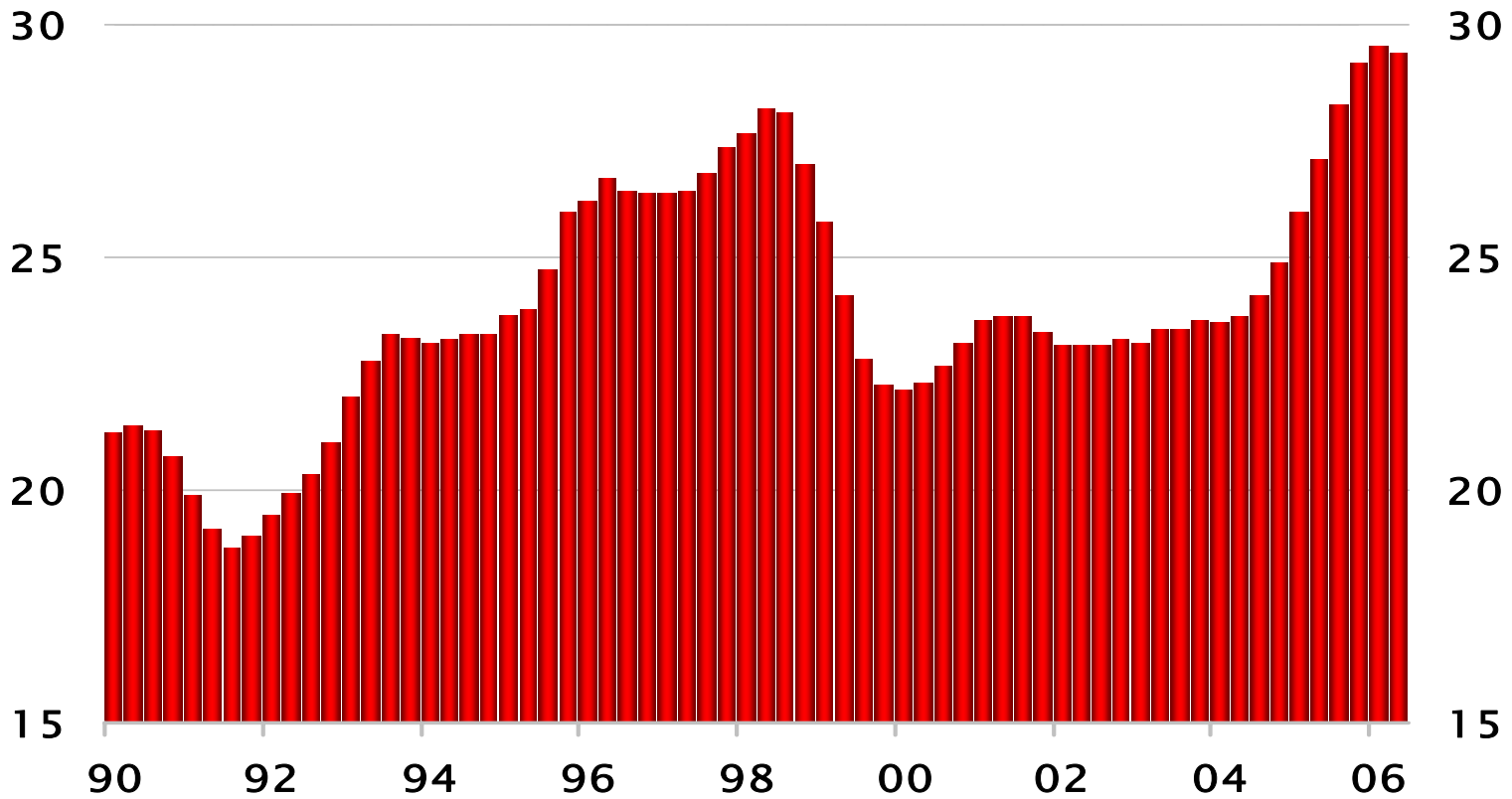
- El crecimiento de la formación bruta de capital fijo mostró una desaceleración más rápida que la prevista.
- En todo caso, el nivel actual de la tasa de inversión a PIB en términos reales se mantiene en máximos históricos.

Escenario Interno

- Considerando los resultados de las empresas, las reducidas brechas de capacidad y las condiciones de financiamiento, las perspectivas para el 2007 de este componente de la demanda interna son positivas.
- Esto ya se advierte en un repunte de las importaciones de maquinaria y equipo y un flujo importante de nuevos proyectos de obras de ingeniería.

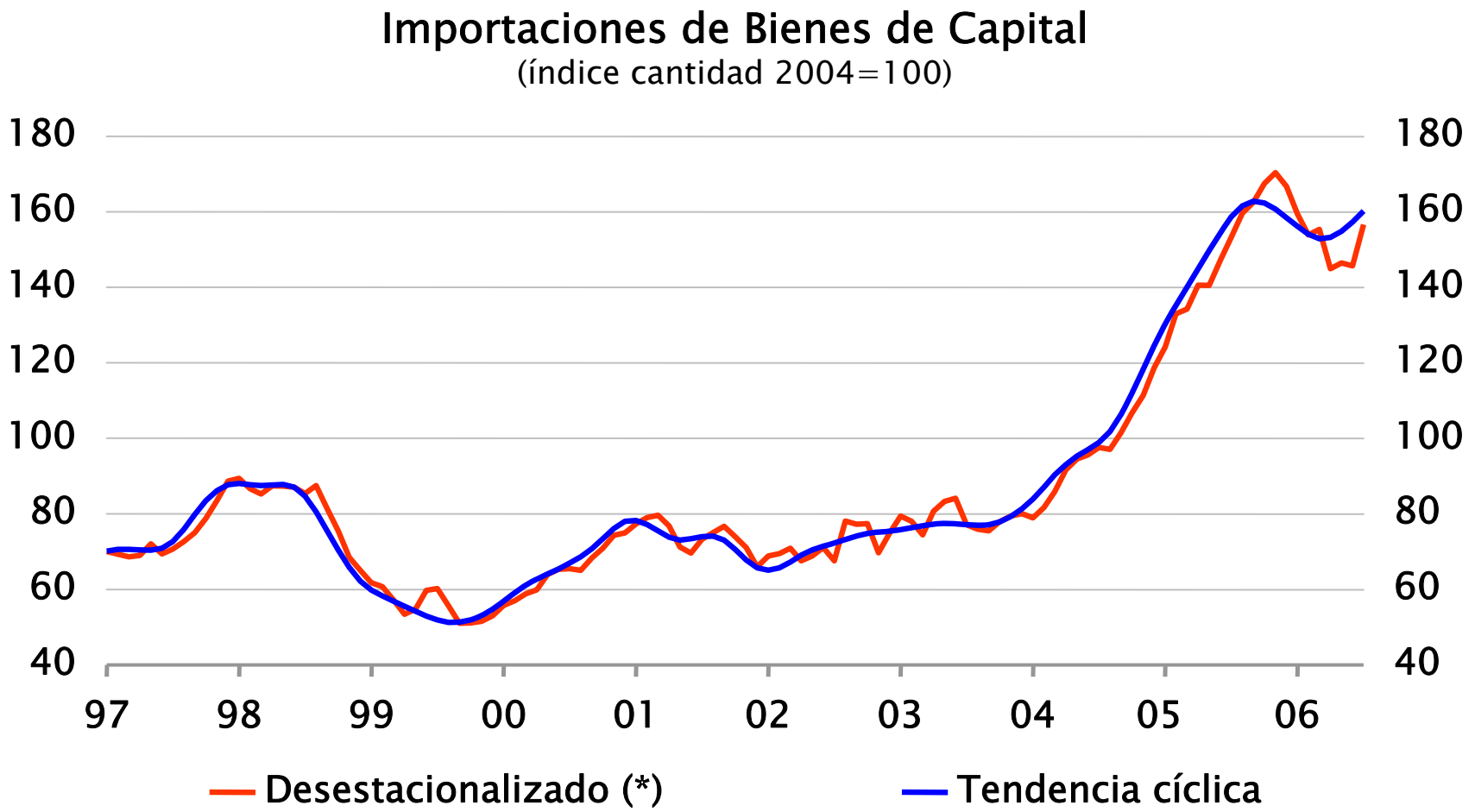
Escenario Interno

Formación Bruta de Capital Fijo
(porcentaje del PIB en pesos de 1996, año móvil)



Fuente: Banco Central de Chile.

Escenario Interno



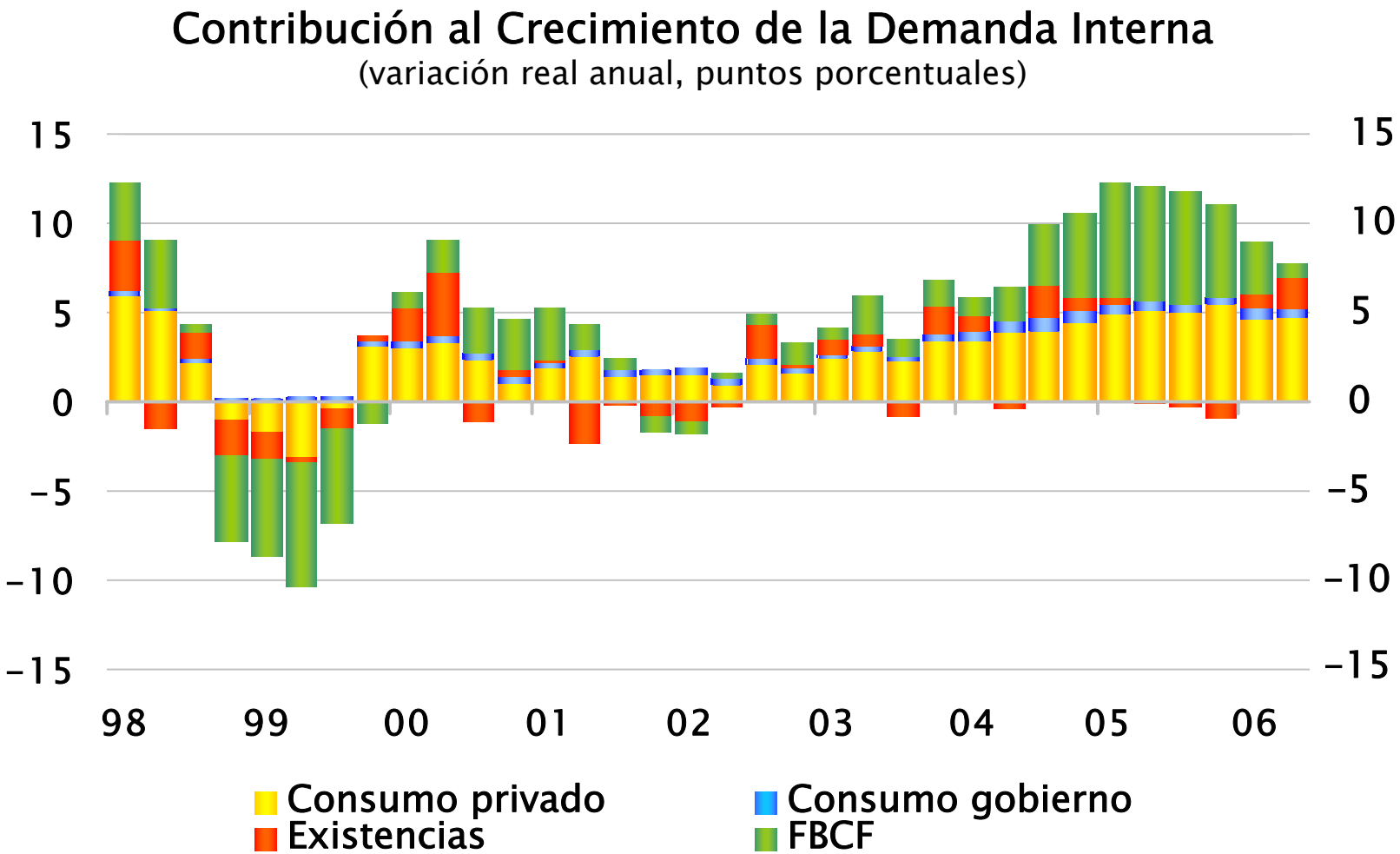
(*) Promedio móvil trimestral.

Fuente: Banco Central de Chile.

Escenario Interno

- El escenario central supone que el gasto público sigue enmarcado en la regla de superávit estructural, lo que es coherente con una expansión importante en el 2007.
- Los parámetros definidos por la comisión de expertos para el presupuesto del 2007 no difieren de los contemplados en el escenario central del IPoM de mayo.

Escenario Interno



Fuente: Banco Central de Chile.

Escenario Interno

- El valor de las exportaciones de bienes ha alcanzado niveles récord, principalmente por el alto precio del cobre, al que se ha sumado el favorable precio de la celulosa y de la harina de pescado.
- En términos de volumen, se sigue anticipando para el 2006 un crecimiento de las exportaciones superior al del 2005 y similar al previsto en mayo.

Escenario Interno

- Por su parte, el volumen de las importaciones crecería a tasas menores que las del 2005 y algo por encima de lo previsto en mayo.

Escenario Interno

- En el 2006 la cuenta corriente tendría un superávit de 3,6% del PIB y para el 2007 se espera un superávit de 2,2% del PIB, coherente con menores términos de intercambio y un leve repunte de la inversión.
- A precios de tendencia, estos resultados corresponderían a un déficit del orden del 3,5% del PIB tanto en 2006 como en 2007.

Escenario Interno

- Aunque en el primer semestre en su conjunto el crecimiento de la actividad fue similar al previsto en el IPoM de mayo, la expansión del primer trimestre fue algo mayor que la esperada y la del segundo algo menor: 5,3% y 4,5% anual, respectivamente.
- El crecimiento del segundo trimestre estuvo afectado principalmente por el menor desempeño de la industria.

Escenario Interno

- Lo anterior obedeció, en parte, a un menor dinamismo de sectores específicos, postergaciones y cambios en líneas de producción, y los efectos de dos días hábiles menos respecto del mismo trimestre del 2005.
- También es posible que el impacto del mayor costo energético sobre la industria, tanto por el aumento en el precio del petróleo como por las restricciones de gas natural, haya sido superior a lo previsto.

Escenario Interno

- Hacia fines de año, se anticipa que la industria tendría un mayor dinamismo respecto del segundo trimestre, debido principalmente a la entrada en producción de nuevas plantas de celulosa, a la estabilización del precio de los combustibles y a la reversión de fenómenos transitorios que afectaron la actividad del primer semestre.
- La construcción y el comercio se desaceleraron levemente en lo más reciente, pero se espera una reaceleración en los próximos trimestres.

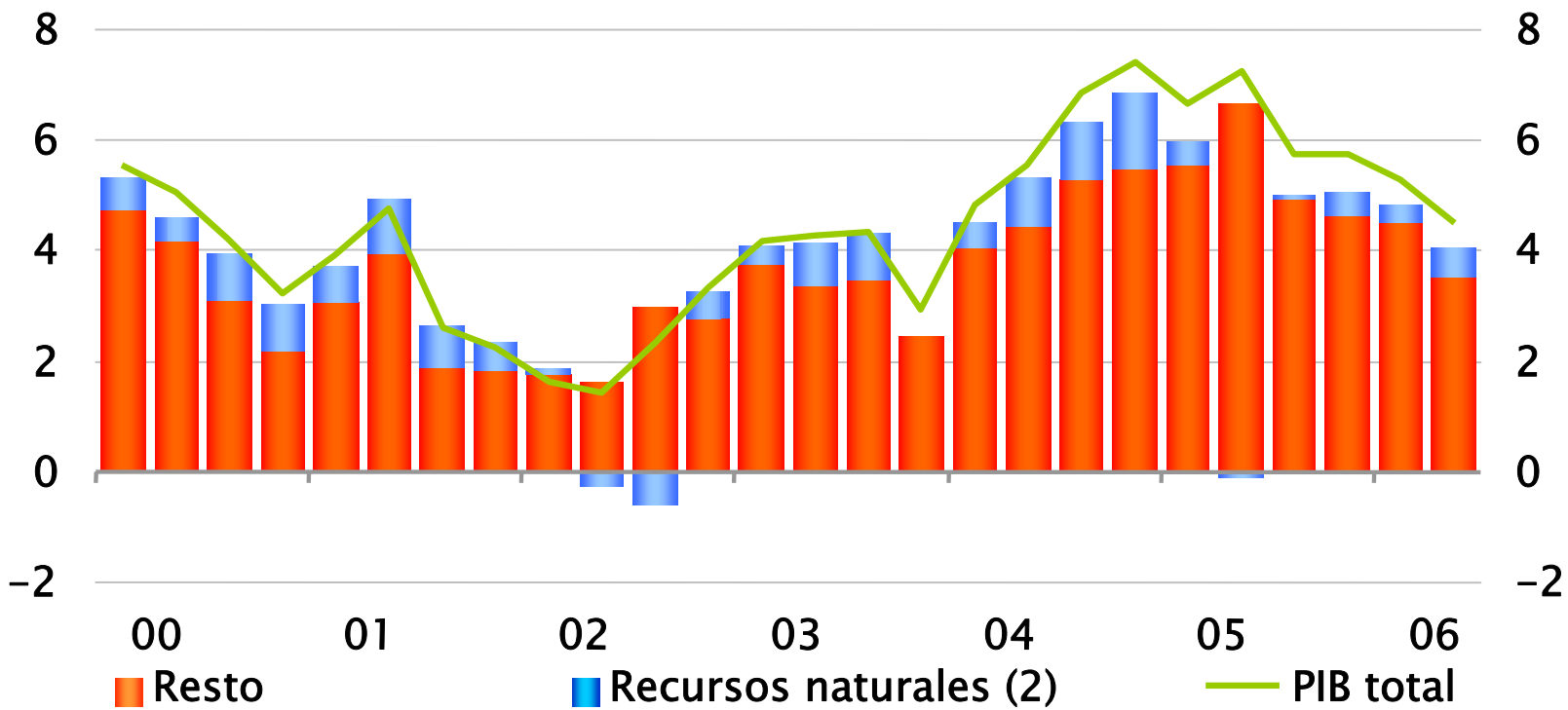
Escenario Interno

- El conjunto de los sectores ligados a recursos naturales, que enfrentan restricciones de capacidad, crecieron menos que la actividad agregada y estuvieron por debajo de su contribución histórica.
- El sector minero, en el segundo semestre del 2006, tendría una expansión menor a la esperada, en parte por problemas técnicos y menor producción asociada a las negociaciones laborales, no obstante esta menor producción sería transitoria.

Escenario Interno

Crecimiento del Producto Interno Bruto (1)

(variación real anual, puntos porcentuales)

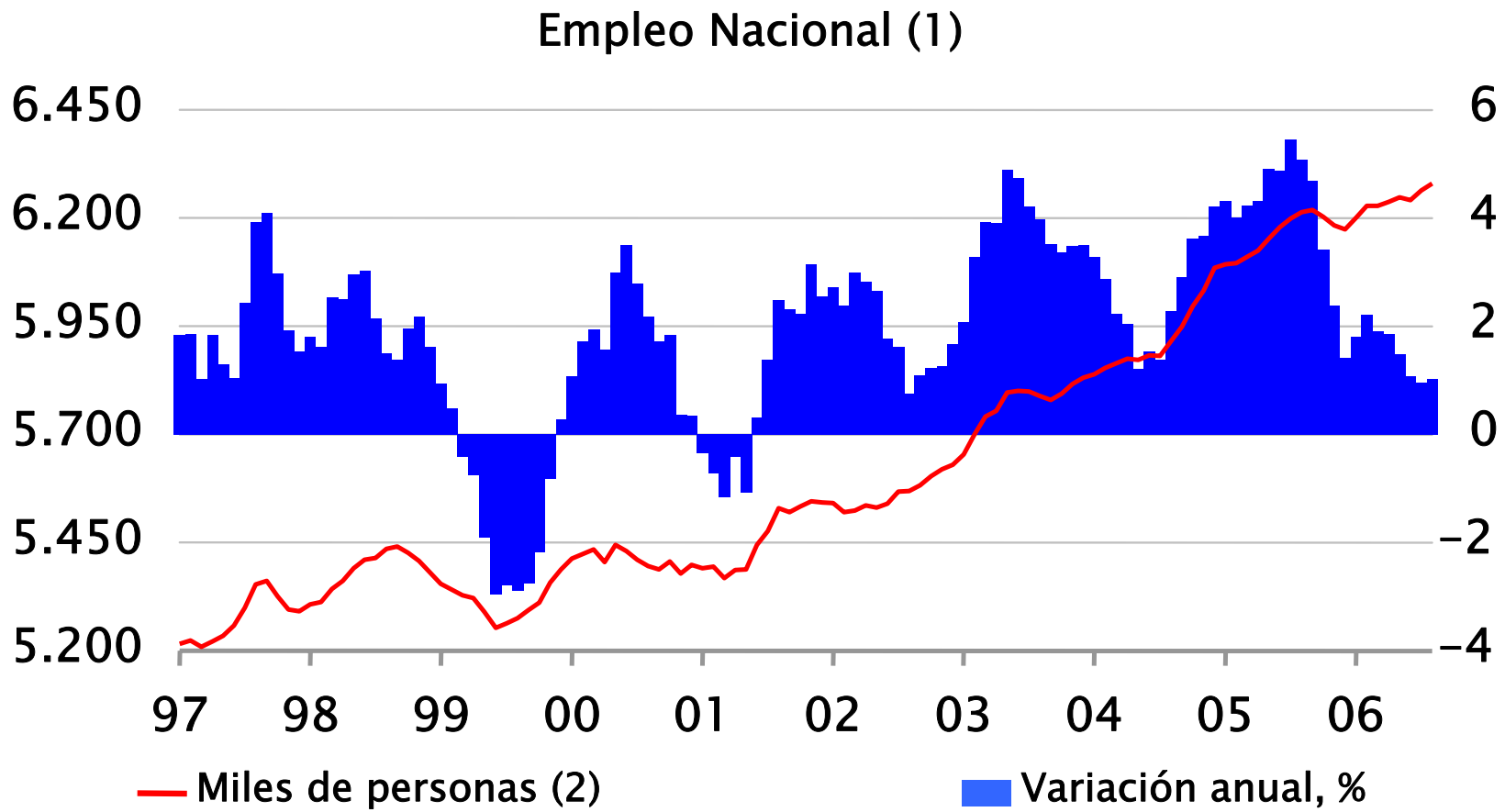


(1) El PIB total corresponde a la suma del PIB de recursos naturales, PIB resto, IVA neto recaudado y derechos de importaciones, menos imputaciones bancarias.
(2) Corresponde a los sectores: minería, pesca y electricidad, gas y agua, que ponderaron 12% del PIB total del 2005.
Fuente: Banco Central de Chile.

Escenario Interno

- El panorama global del mercado laboral muestra tasas de crecimiento anual del empleo total descendentes a lo largo del 2006, atribuibles al comportamiento de la ocupación por cuenta propia.
- El empleo asalariado sigue con un crecimiento dinámico.
- La tasa de desocupación desestacionalizada ha caído durante los últimos dos años, desde algo más de 10% a principios del 2004 a 8,1% en julio pasado.

Escenario Interno

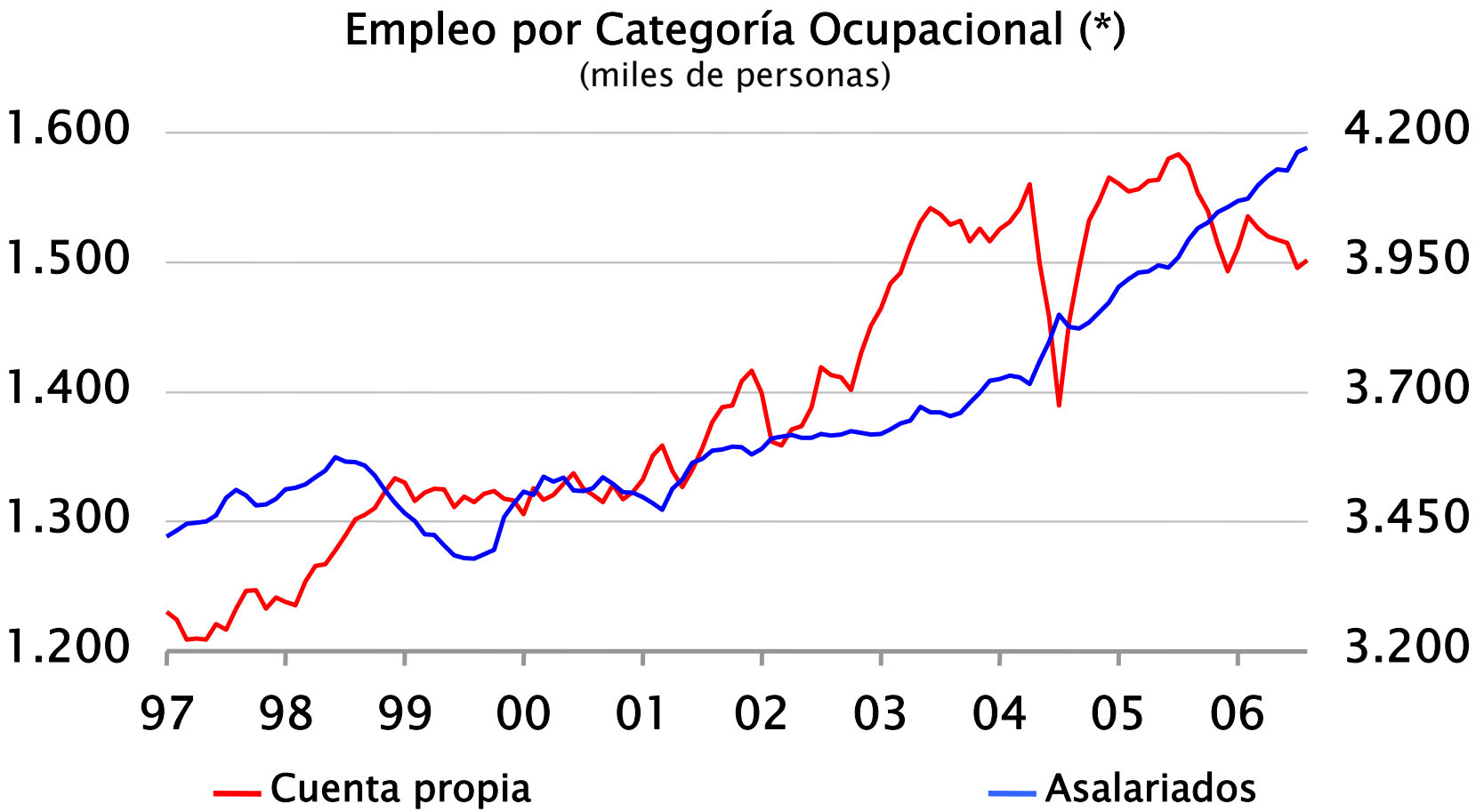


(1) Series preliminares facilitadas por el INE construidas con la metodología publicada el 29 de agosto en su sitio web.

(2) Promedio móvil trimestral. Series desestacionalizadas.

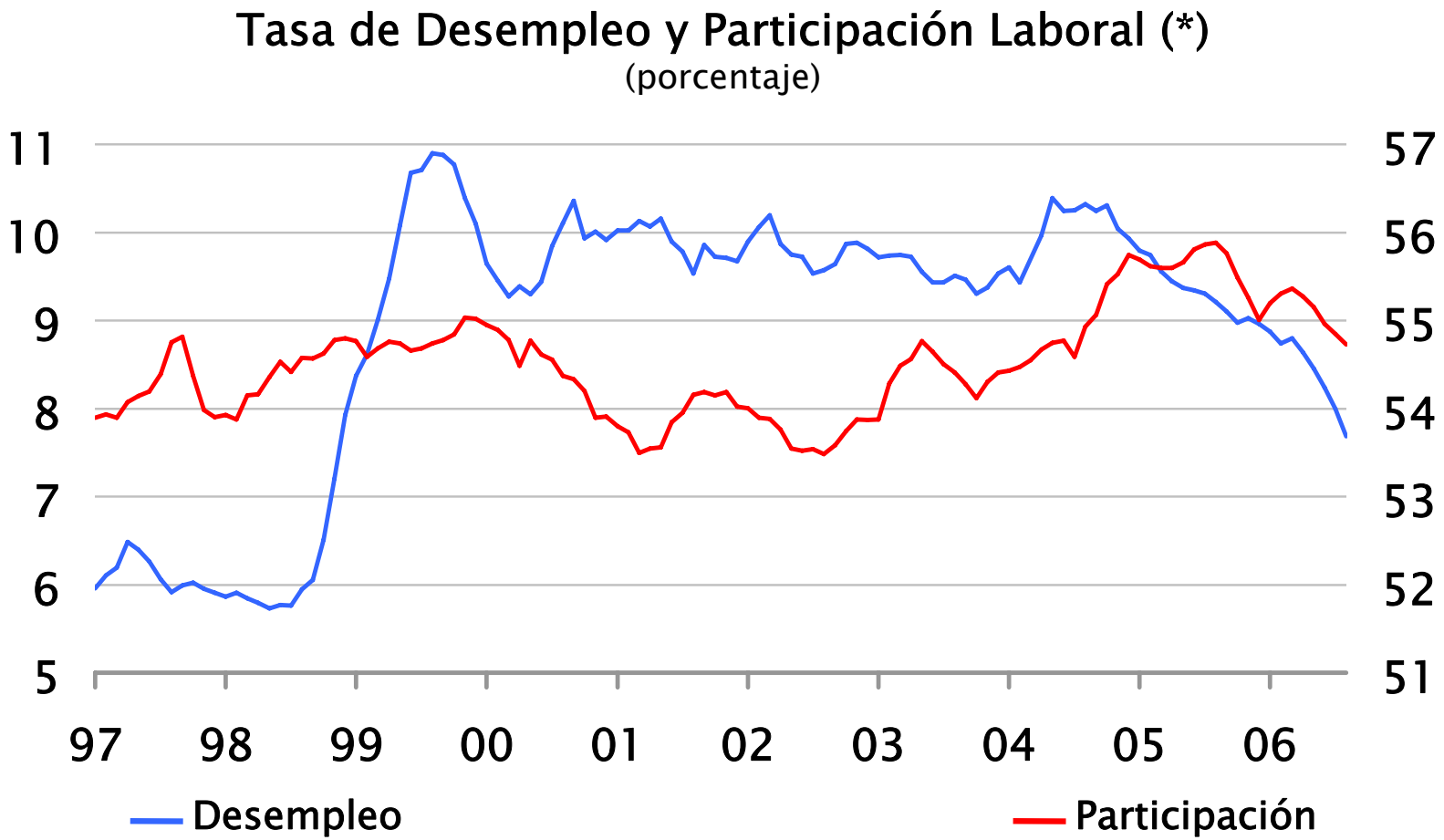
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Escenario Interno



(*) Series desestacionalizadas a partir de las series preliminares facilitadas por el INE construidas con la metodología publicada el 29 de agosto en su sitio web.
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Escenario Interno



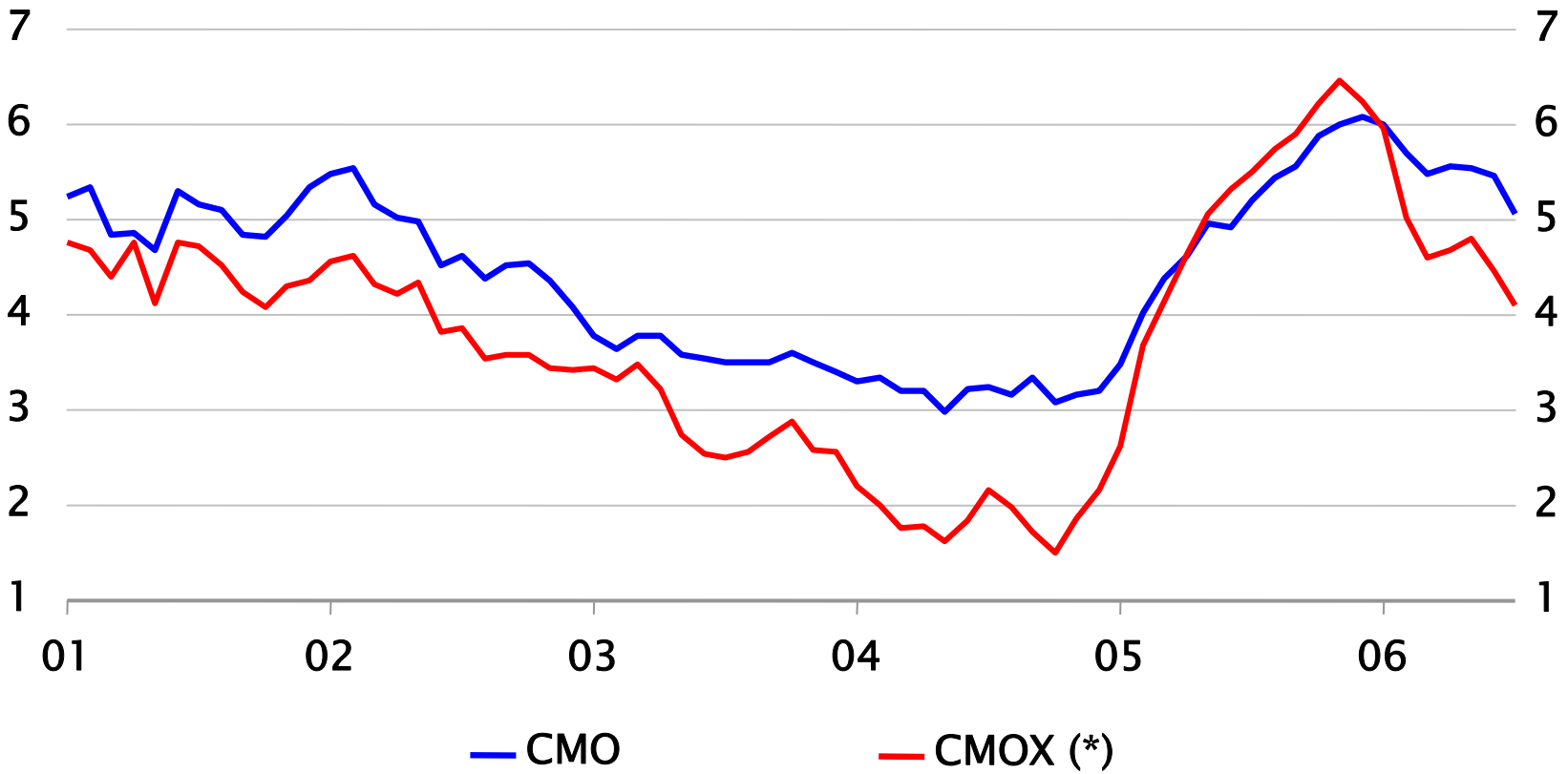
(*) Series desestacionalizadas a partir de las series preliminares facilitadas por el INE construidas con la metodología publicada el 29 de agosto en su sitio web.
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Escenario Interno

- Las remuneraciones nominales por hora han continuado moderando su tasa de crecimiento.
- Los costos laborales unitarios configuran un panorama de presiones inflacionarias subyacentes coherentes con el centro del rango meta.

Escenario Interno

Costo de la Mano de Obra
(variación nominal anual, porcentaje)



(*) Sin servicios comunales, sociales y personales, EGA y minería.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

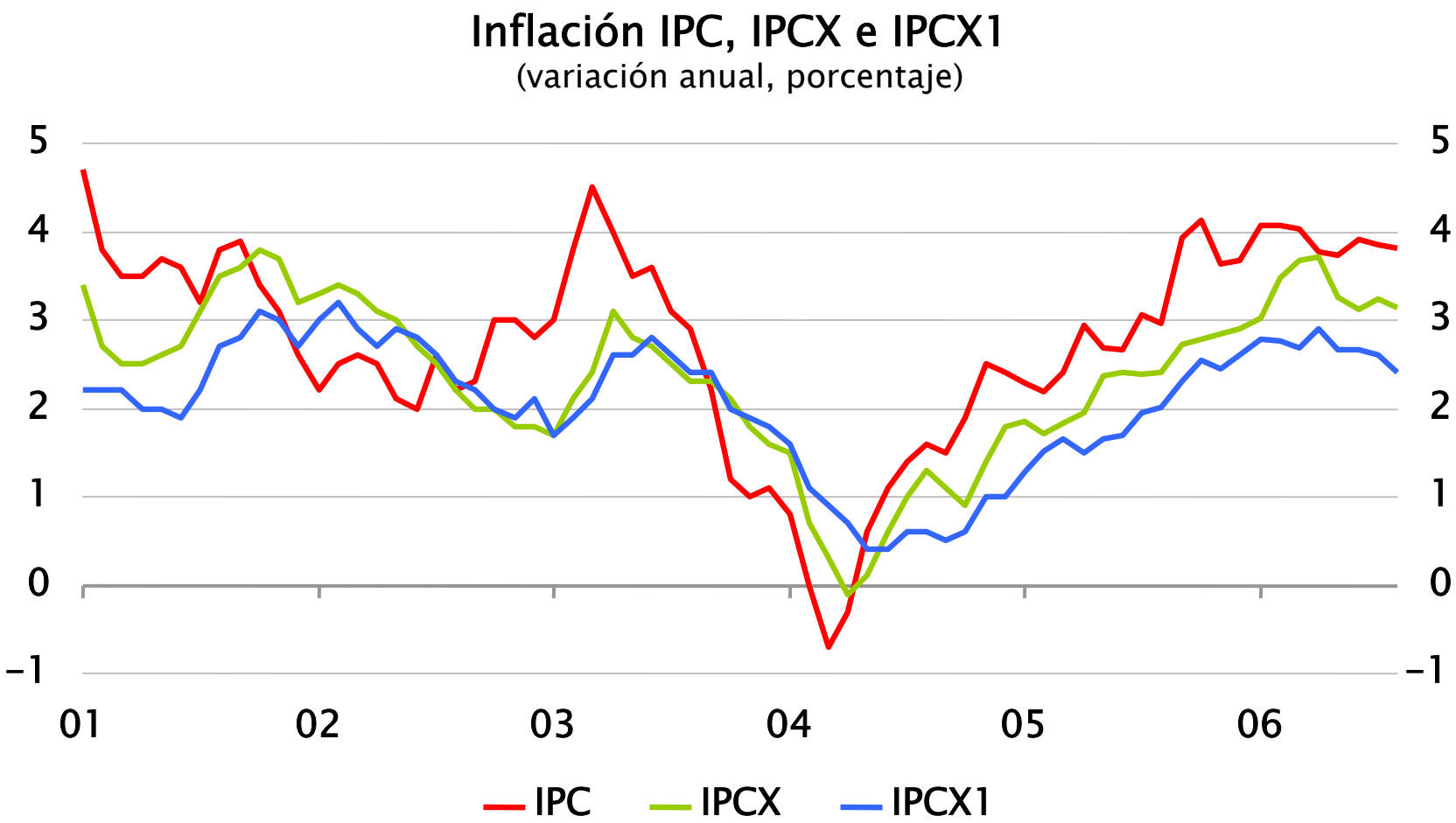
Escenario Interno

- En los últimos meses, la inflación anual del IPC se ha ubicado en la parte alta del rango meta, reflejando el alza del precio del petróleo y sus derivados.
- La inflación subyacente medida a través del IPCX se ha mantenido en torno a 3%, en tanto, la obtenida del IPCX1 se ha ubicado por debajo de este valor.
- Las expectativas de inflación permanecen bien ancladas en torno a 3%.

Escenario Interno

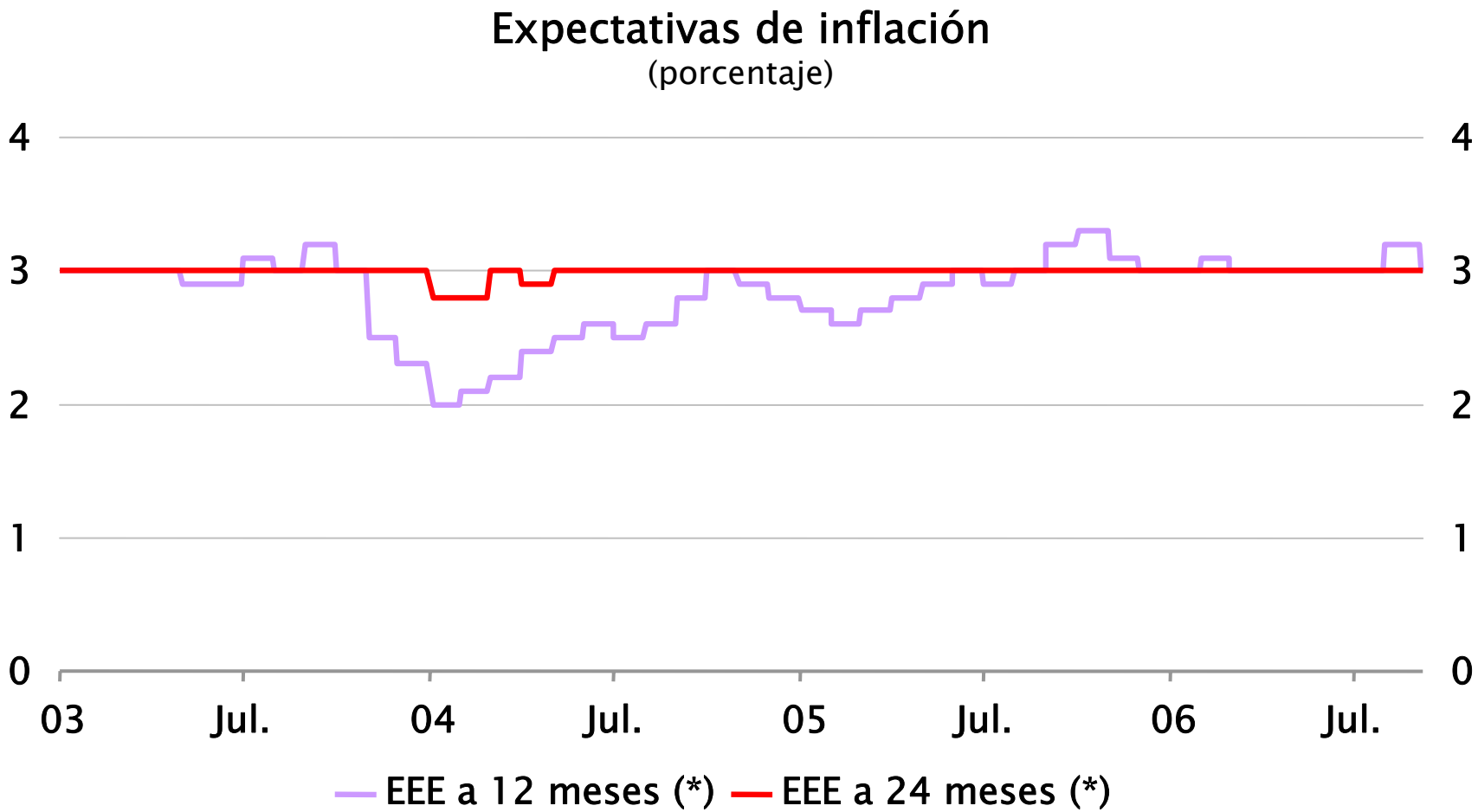
- Hasta ahora, no se observan efectos de segunda vuelta significativos asociados a los aumentos del precio del petróleo sobre la inflación, aparte de los que se esperaban de los canales habituales de tarifas y precios indizados.
- Gracias a un manejo prudente de la política macroeconómica se ha podido enfrentar esta coyuntura, manteniendo la credibilidad en la meta de inflación.

Escenario Interno



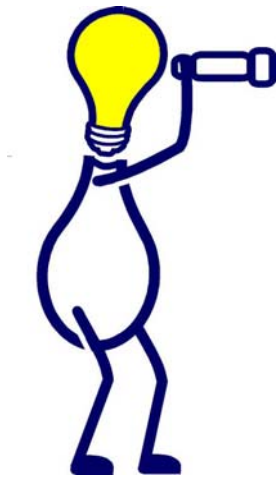
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Escenario Interno



(*) Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central de Chile.
Fuente: Banco Central de Chile.

IV. Perspectivas de Inflación y Crecimiento



Perspectivas de Inflación y Crecimiento

- El crecimiento del PIB proyectado para el 2006 es, en principio, algo inferior al que sugieren sus determinantes.
- Detrás está, por un lado, la actividad minera que, a un crecimiento relativamente bajo presupuestado para este año, se le agregó el efecto de problemas en la producción (cerca de 0,2 punto porcentual de menor PIB en el año).

Perspectivas de Inflación y Crecimiento

- Hay también otros factores cuya incidencia específica es difícil de precisar, pero que también estarían afectando el crecimiento.
- Uno de ellos es el impacto del aumento en el costo de la energía sobre el ingreso real disponible de los hogares y sobre la producción y, en particular, sobre la actividad industrial.
- Otro factor es la pronunciada alza inicial de la inversión en maquinaria y equipo en el 2005, que ha sido seguida de una normalización más rápida que la anticipada.

Perspectivas de Inflación y Crecimiento

- Un tercer factor es la menor sensibilidad de la economía a los términos de intercambio y los rezagos con que éstos han operado.
- Así, en el actual escenario, la economía crecería entre 4¾ y 5¼ % en 2006.
- Sin embargo, excluidos los sectores de recursos naturales, la actividad crecería en torno a su tendencia tomando el año en su conjunto.

Perspectivas de Inflación y Crecimiento

- En el escenario central, varios de los elementos que afectaron la actividad este año se revertirían, o no se repetirían con igual intensidad el próximo año.
- El crecimiento de la actividad en el 2007 se ubicaría, en el escenario más probable, por sobre su tendencia, y también por sobre el incremento de la actividad de este año, en un rango entre 5¼ y 6¼%, con lo cual las holguras aún presentes tenderían a desaparecer.

Perspectivas de Inflación y Crecimiento

Proyección de PIB
(variación anual, porcentaje)

	2004	2005	2006	2007
PIB	6,2	6,3	$4^{3}/_{4}$–$5^{1}/_{4}$	$5^{1}/_{4}$–$6^{1}/_{4}$
Ingreso nacional (ajustado por TDI)	8,6	9,1	3,3	6,1
Ing. Nacional Privado (ajustado por IPC)	7,7	3,5	3,7	3,9
Demanda interna	8,1	11,4	6,3	5,4
Formación bruta de capital fijo	11,7	24,7	3,2	5,5
Consumo total	6,1	7,6	7,1	6,0
Exportaciones de bienes y servicios	11,8	6,1	4,8	6,1
Importaciones de bienes y servicios	18,0	20,4	8,9	5,5
Cuenta corriente (% del PIB)	1,7	0,6	3,6	2,2

Fuente: Banco Central de Chile.

Perspectivas de Inflación y Crecimiento

- En el corto plazo, la inflación subyacente medida con el IPCX1 seguirá acercándose lentamente hacia 3%, superando levemente este valor durante el 2007 y convergiendo a ese nivel hacia fines del horizonte de proyección.
- Detrás de ello está presente el cierre previsto de las holguras de capacidad, costos laborales unitarios alineados con el centro del rango meta y un tipo de cambio real que no diferiría de los niveles observados en lo más reciente.

Perspectivas de Inflación y Crecimiento

- Luego de algunos vaivenes de muy corto plazo por efectos de base de comparación, la inflación del IPC se mantendría en la mitad superior del rango meta por algunos trimestres más, debido al efecto del precio en pesos de los combustibles.
- La convergencia esperada del precio del petróleo a su valor considerado de largo plazo lleva a una inflación promedio proyectada del IPC algo menor que la del IPCX1 el 2008.

Perspectivas de Inflación y Crecimiento

- El escenario central se construye bajo el supuesto de que la TPM, hacia fines del horizonte habitual de política, alcanzará un nivel similar al que se deduce de los precios de los activos financieros de las últimas dos semanas, pero luego de una pausa considerablemente más prolongada que la que se infiere de estos precios.
- La información que se acumule en los meses venideros será clave para evaluar el rumbo futuro de la política monetaria.

Perspectivas de Inflación y Crecimiento

- En el escenario más probable, se considera que serán necesarios algunos ajustes adicionales, pero su materialización podría dilatarse por un tiempo prolongado.
- De particular interés será la trayectoria que sigan la demanda interna, la actividad, algunos precios clave como los salarios y el tipo de cambio, y sus implicancias para la inflación proyectada en el horizonte habitual de política de 12 a 24 meses.

Perspectivas de Inflación y Crecimiento

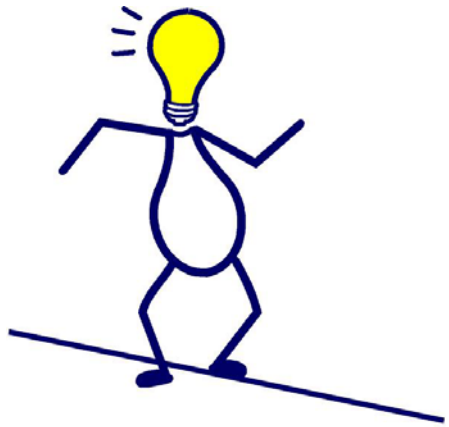
Proyección de Inflación

(variación anual, porcentaje)

	2004	2005	2006 (f)	2007 (f)	2008 (f)
Inflación IPC promedio	1,1	3,1	3,7	3,4	2,9
Inflación IPC diciembre	2,4	3,7	3,7	3,0	3,2
Inflación IPC a 12 y 24 meses (*)	–	–	–	3,3	3,0
Inflación IPCX promedio	0,9	2,3	3,3	3,5	3,3
Inflación IPCX diciembre	1,8	2,9	3,4	3,2	3,4
Inflación IPCX a 12 y 24 meses (*)	–	–	–	3,4	3,1
Inflación IPCX1 promedio	0,8	1,9	2,6	3,2	3,0
Inflación IPCX1 diciembre	1,0	2,6	2,7	3,4	2,8
Inflación IPCX1 a 12 y 24 meses (*)	–	–	–	3,5	2,9

(*) Corresponde a septiembre de cada año.
(f) Proyección.
Fuente: Banco Central de Chile.

V. Escenarios de Riesgo



Escenarios de Riesgo

- En el ámbito externo existen riesgos más pronunciados que en años anteriores. Sin embargo, dado el marco de política actual, se estima que el impacto sobre la economía nacional es menor que en el pasado.
- Es posible una desaceleración de la actividad mundial mayor que la esperada, entre otros factores, por un menor crecimiento de los EE.UU y por presiones inflacionarias que lleven a aumentos adicionales en las tasas de interés en los países desarrollados.

Escenarios de Riesgo

- También es posible que el precio del petróleo siga una trayectoria distinta a la proyectada.
- Los cambios que se observan en la composición del crecimiento mundial por región van en línea con un ajuste gradual de los desequilibrios globales, aunque se mantiene presente el riesgo de una corrección más rápida.

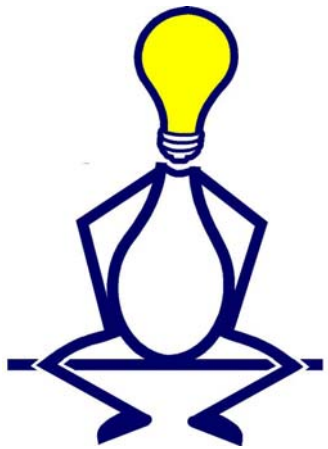
Escenarios de Riesgo

- En el ámbito interno, no se descarta que el crecimiento de la actividad minera este año termine siendo menor que lo proyectado.
- Hacia el mediano plazo, dada la solidez de los fundamentos, la actividad podría alcanzar un ritmo de crecimiento mayor al previsto.
- Es posible que las aún ventajosas condiciones financieras impulsen un mayor crecimiento de la demanda interna.

Escenarios de Riesgo

- La inversión podría no mostrar el dinamismo que se prevé el año próximo.
- No puede descartarse que el escenario de inflación subyacente reducida se prolongue.
- A su vez, los procesos de negociación laboral que se han producido y los que se avecinan en los próximos meses, podrían inducir a un incremento de los salarios que constituya una fuente de presiones inflacionarias.

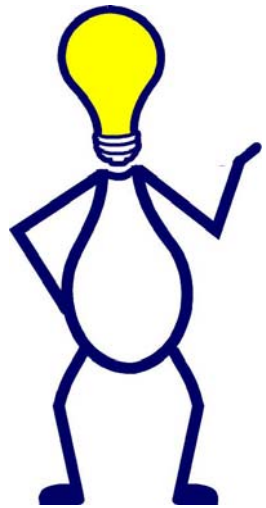
VI. Conclusiones



Conclusiones

- La economía está en una senda de tránsito gradual hacia un crecimiento de tendencia, con una inflación proyectada en torno a la meta.
- La inflación promedio se proyecta en 3,7% anual para el 2006, 3,4% para el 2007 y 2,9% el 2008.
- El crecimiento del PIB para el 2006 se ubicaría entre 4¾ y 5¼ % y, para el 2007, entre 5 ¼ y 6¼ %.
- El Consejo considera que el balance de riesgos para el crecimiento de este año está sesgado a la baja, mientras que para el crecimiento del 2007 y la inflación está equilibrado.

Conclusiones

- El Consejo reitera su compromiso de conducir la política monetaria de manera de mantener la inflación en un rango de 2 a 4% centrado en 3% la mayor parte del tiempo.
- Para esto orienta sus decisiones de política de manera que la inflación proyectada se ubique en torno a 3% en el horizonte habitual de política de 12 a 24 meses.
- Esta es la forma con que la política monetaria contribuye a sentar las bases de un crecimiento alto y sostenido y con ello a elevar el bienestar de la población.

Gracias por su atención