



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

José De Gregorio
Vicepresidente



Estructura

- I. Puntos destacados
- II. Escenario externo
- III. Escenario interno
- IV. Conclusiones



I. Puntos destacados



Puntos destacados

- Desde mayo, la inflación anual IPC, IPCX e IPCX1 ha subido de manera considerable, llegando a cifras entre 4 y 5% en agosto.
- El escenario base considera que la inflación total aumentará hasta alrededor de 5,5% anual, en parte por alzas ya observadas del IPC, para luego descender hacia 3% en el transcurso del 2008.
- En lo que va del año, más allá de la volatilidad de las cifras mensuales, el crecimiento del PIB ha sido elevado, y por sobre lo previsto. En los próximos trimestres se ubicaría en torno a su tendencia.



Puntos destacados

- En las últimas semanas se han producido importantes ajustes en los mercados financieros internacionales, lo que ha deteriorado las condiciones financieras para algunas economías emergentes, y podría reducir el crecimiento mundial
- La política monetaria se ha ido ajustando al cambio en el escenario macroeconómico, para asegurar que el aumento de la inflación sea transitorio y que, dado un copamiento más temprano que lo esperado de las holguras, esta se ubique en torno a 3% dentro del horizonte de política.



II. Escenario externo



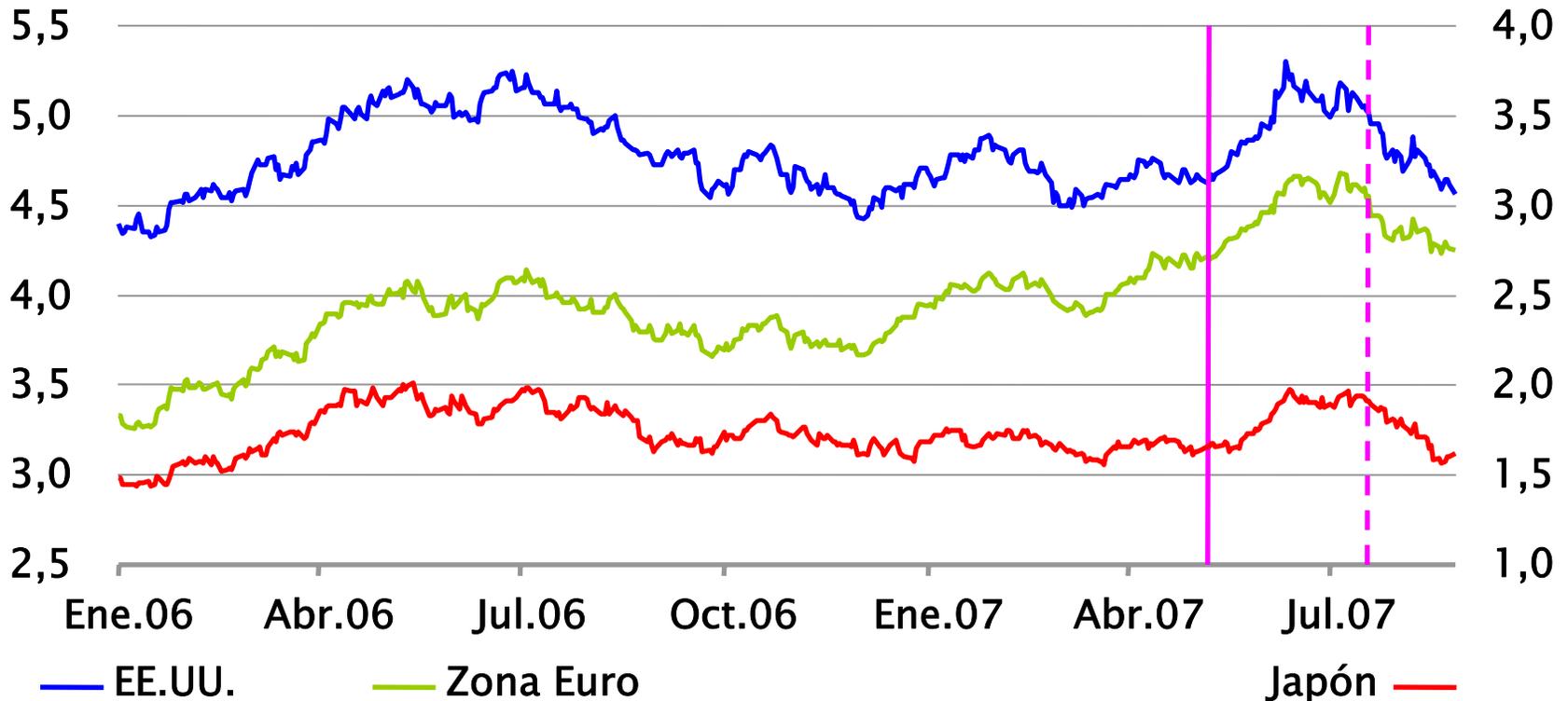
Ajuste en mercados financieros internacionales

- La crisis del sector hipotecario de mayor riesgo en EE.UU. se propaga hacia otros segmentos del mercado financiero.
- En paralelo, se produce un mayor apetito por activos más seguros, corrigiendo al alza las primas por riesgo y provocando caídas importantes en tasas de interés de bonos de países industriales.
- Estos ajustes en los mercados financieros se han hecho sentir también en economías emergentes, especialmente las más vulnerables, con aumentos en los premios por riesgo, caídas en bolsas y depreciación de sus monedas.
- La forma final que tome este ajuste, en términos de duración, profundidad y alcance, es aún incierta y hay un abanico de posibilidades.



Las tasas largas en el mundo disminuyeron por búsqueda de activos más seguros...

Tasas de interés de largo plazo (porcentaje)

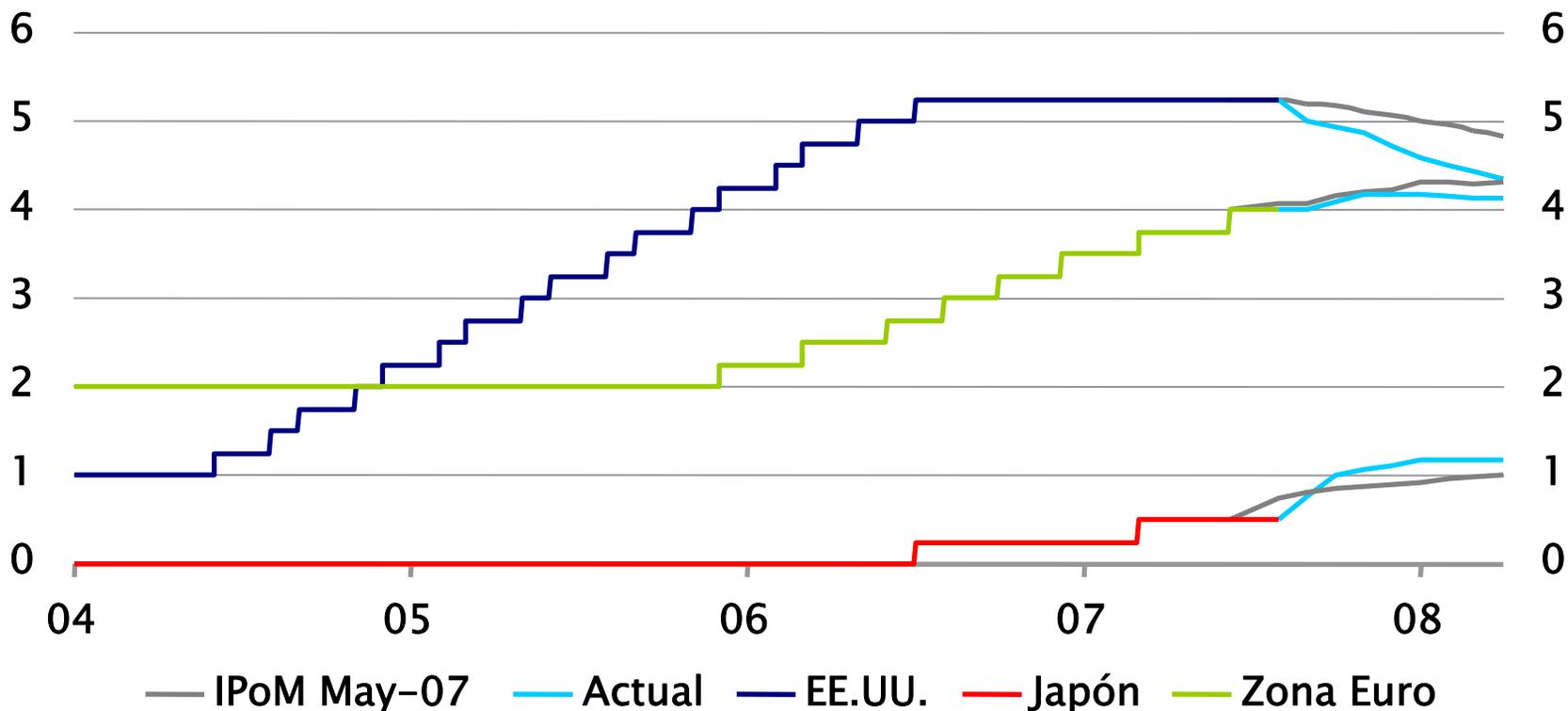


Fuente: Bloomberg.



... y los mercados han ajustado las expectativas de TPM a la baja en EE.UU. y Zona Euro.

Tasas de política monetaria y futuros sobre tasas de interés (porcentaje)



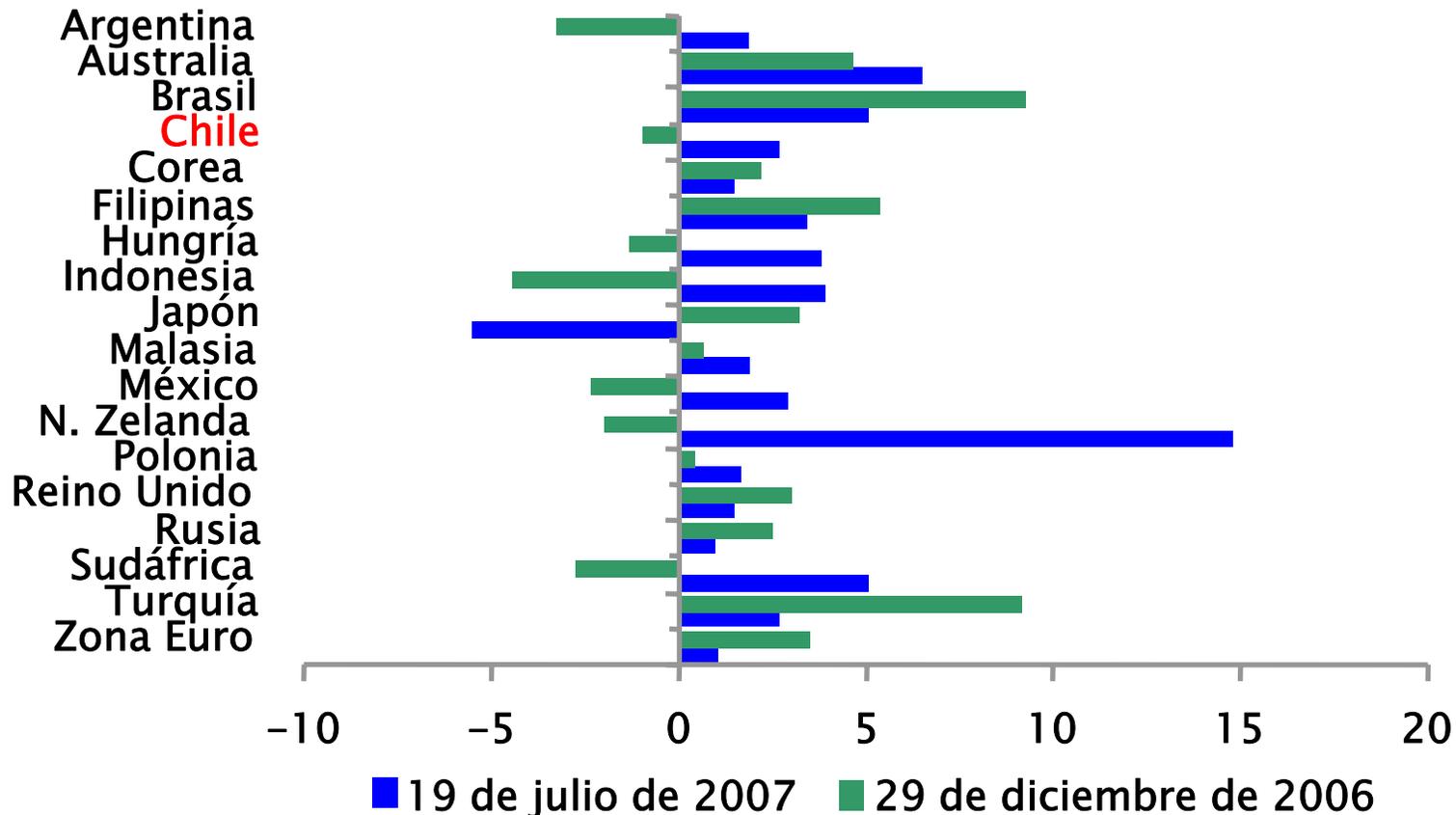
(*) Elaborado por el Banco Central de Chile en base a contratos futuros de tasas de interés.
Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.



Escenario Externo

Impacto en mercados cambiarios

(variación acumulada entre fecha indicada y 6 de septiembre, porcentaje)



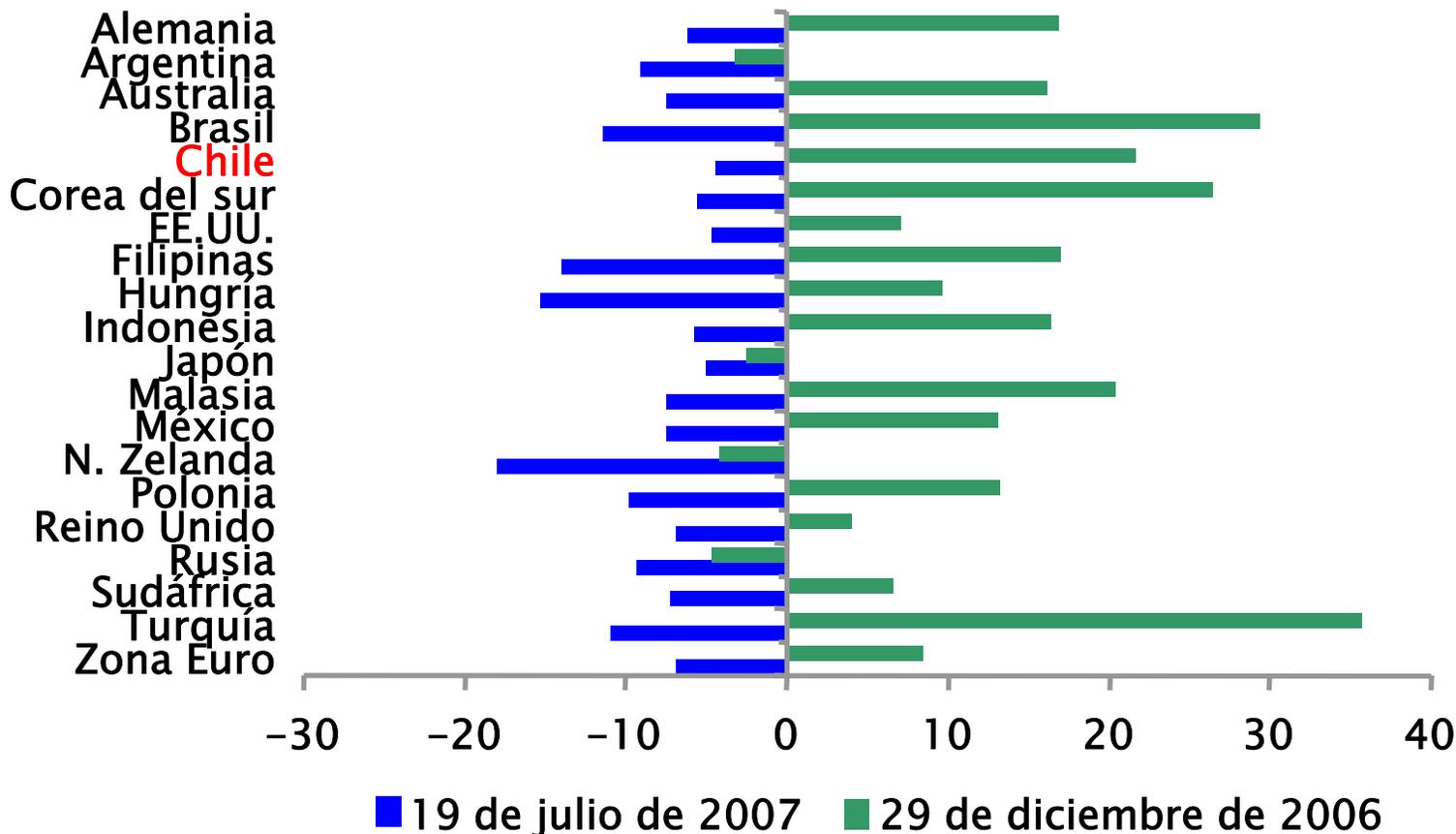
Fuente: Bloomberg.



Escenario Externo

Impacto en mercados bursátiles

(variación acumulada entre fecha indicada y 6 de septiembre, porcentaje)



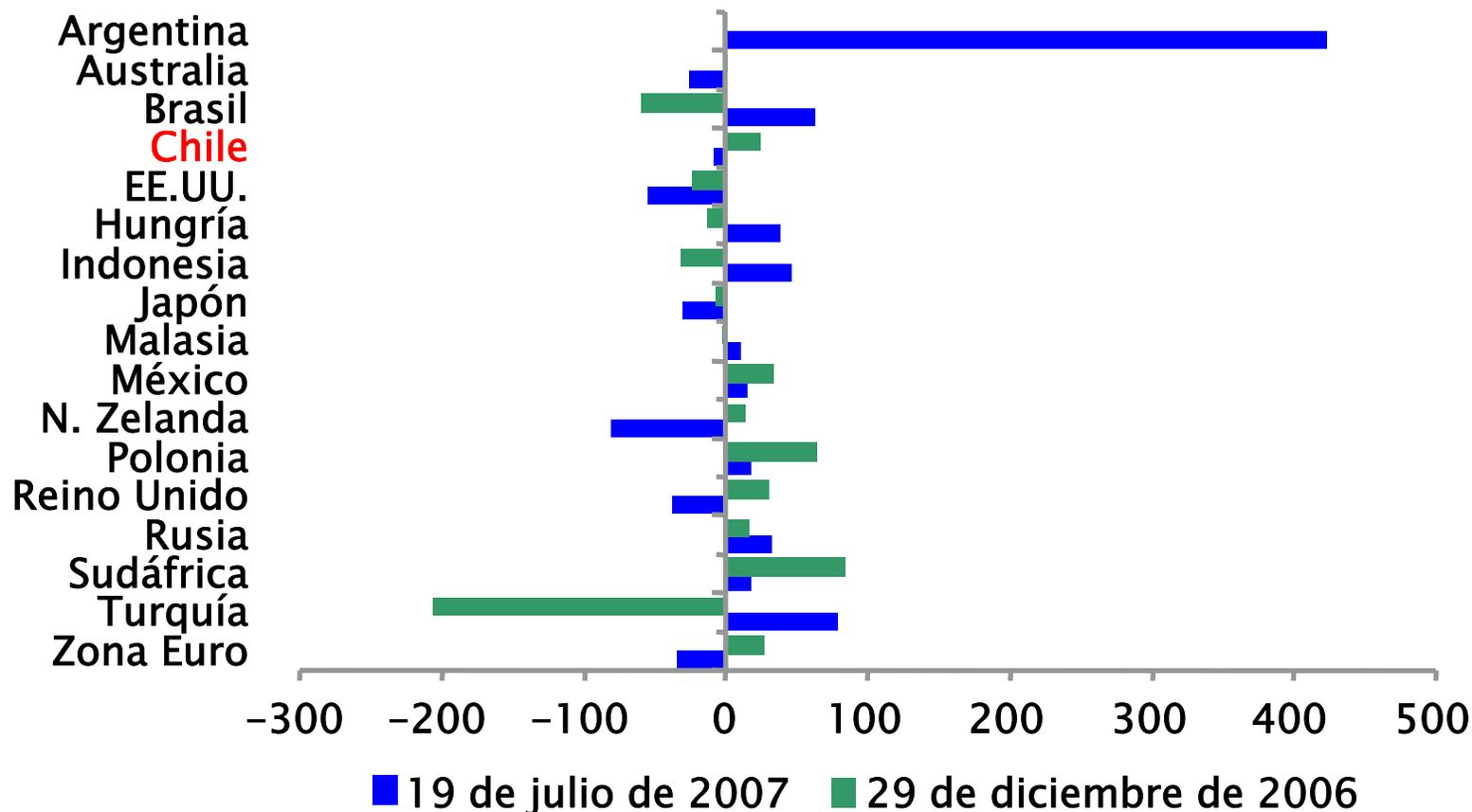
Fuente: Bloomberg.



Escenario Externo

Impacto en mercados locales de bonos de gobierno

(variación acumulada entre fecha indicada y 6 de septiembre, puntos base)



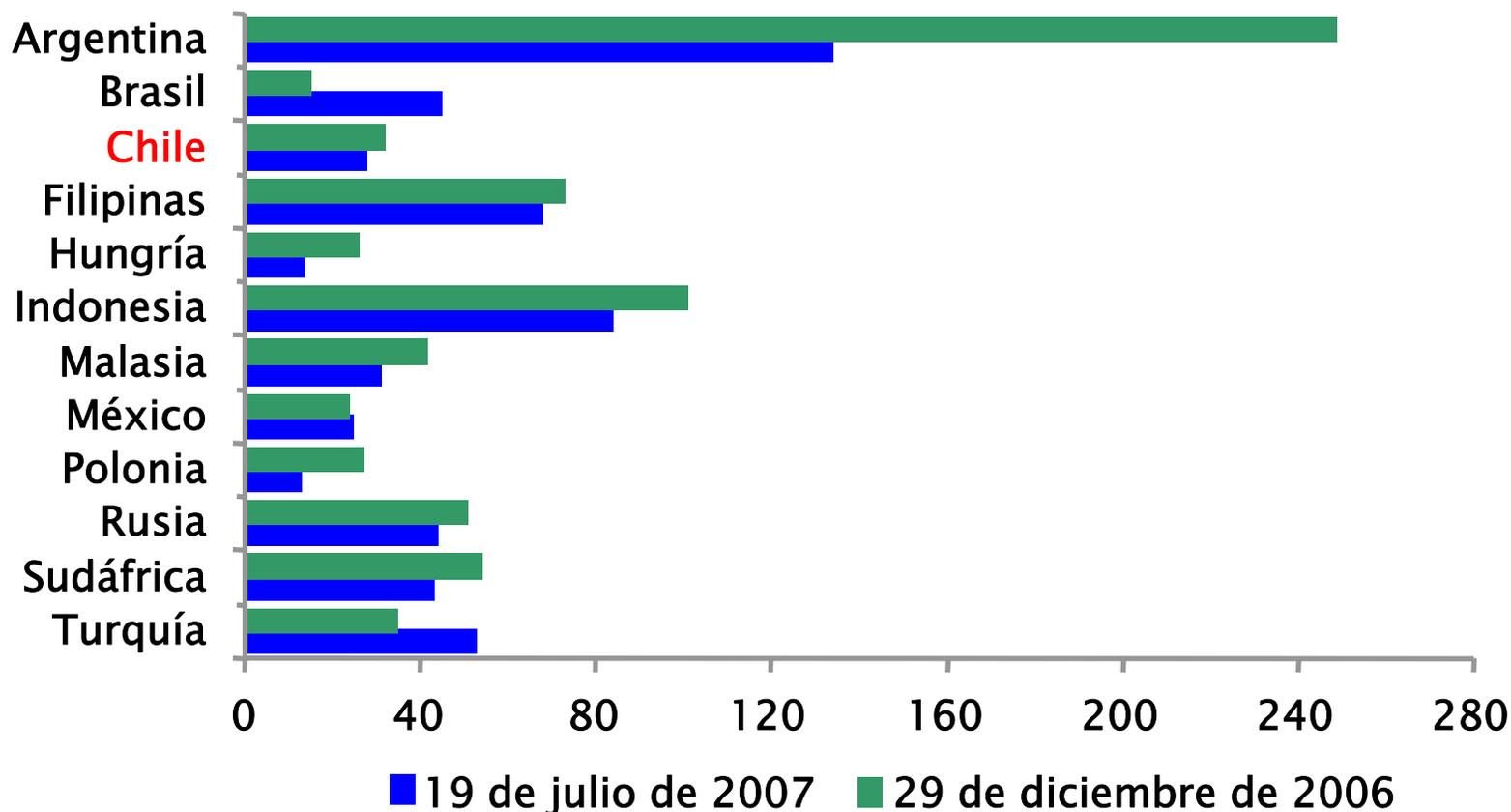
Fuente: Bloomberg.



Escenario Externo

Impacto en mercado de bonos emergentes

(variación acumulada entre fecha indicada y 6 de septiembre, puntos base)

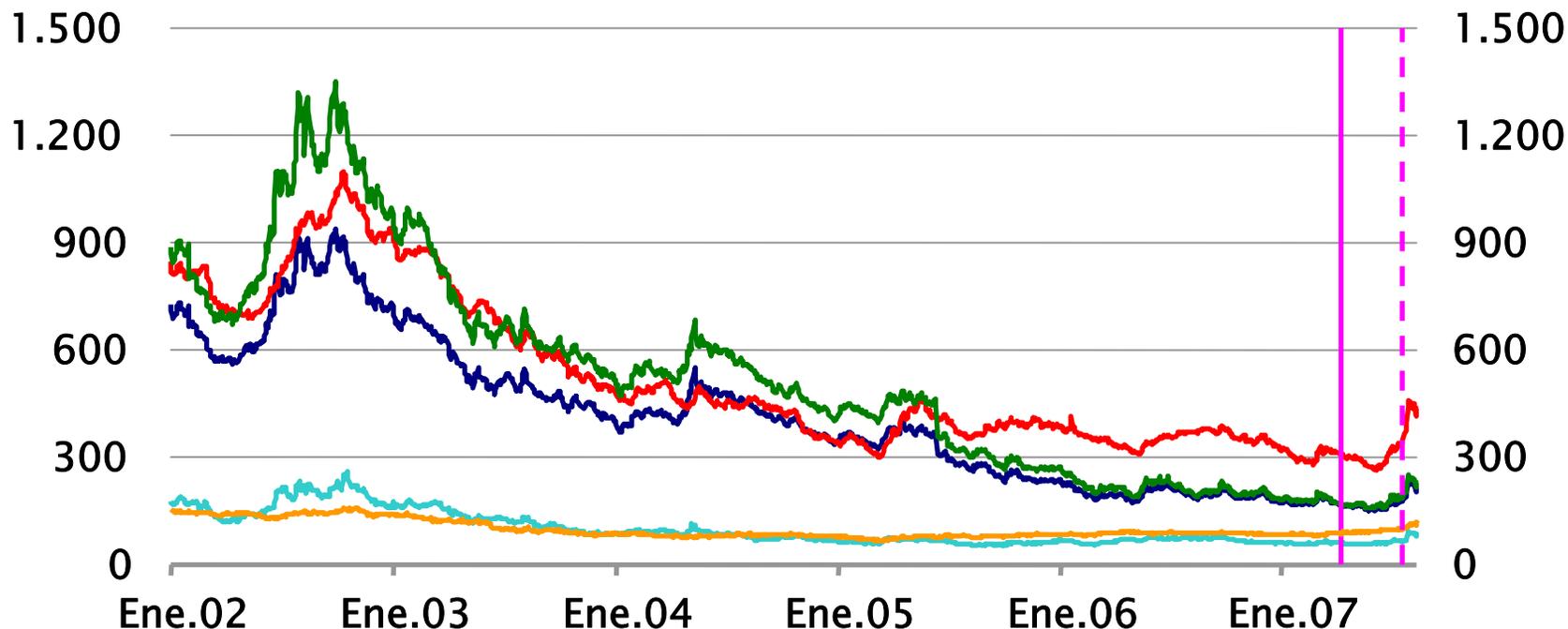


Fuente: Bloomberg.



Escenario Externo

Primas por riesgo
(puntos base, valores diarios)



— EMBI Global — High Yield (1) — A. Latina — Chile ExCodelco — Corporativo A (2)

(1) Corresponde al premio por riesgo de bonos corporativos de mercados desarrollados con clasificación de riesgo inferior a grado de inversión (CCC a BB), de acuerdo con la clasificación de S&P.

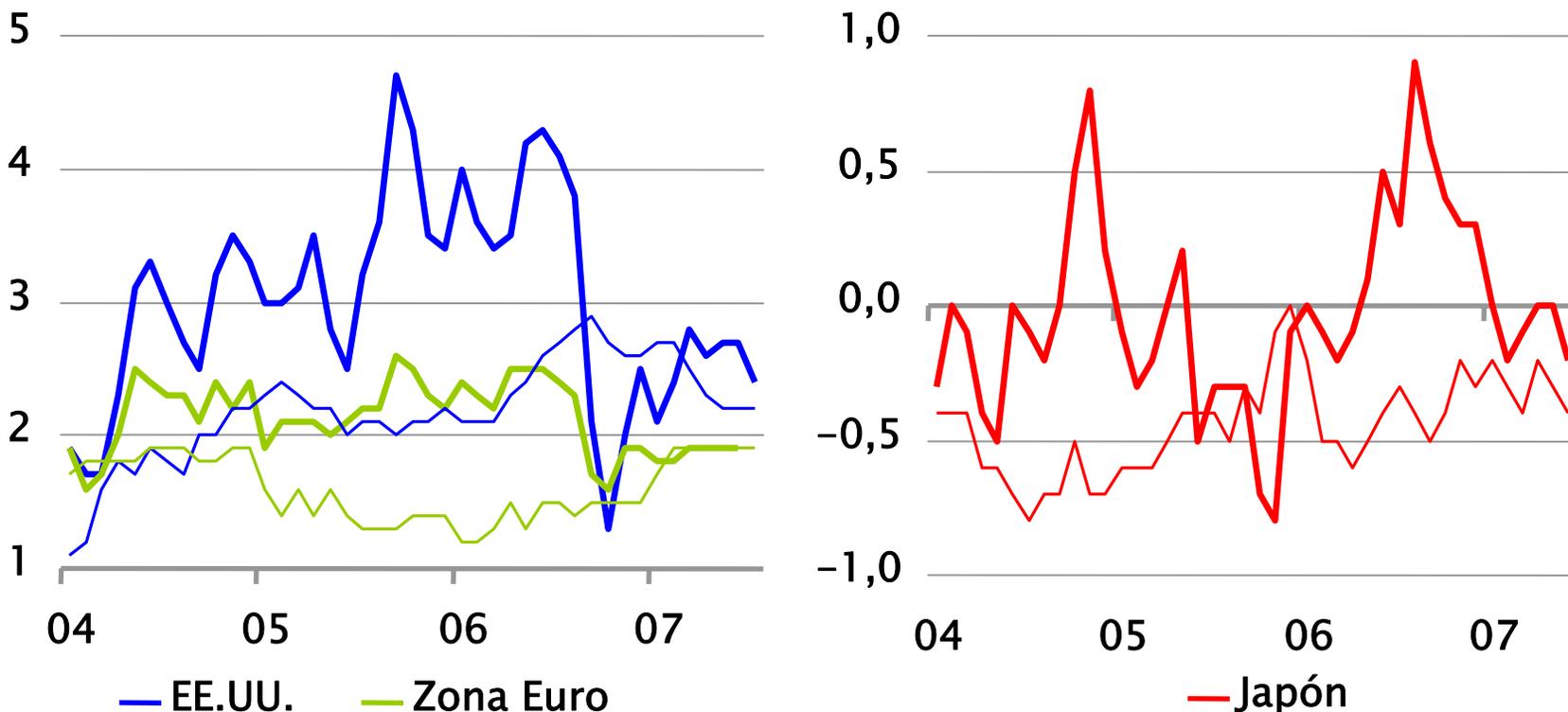
(2) Corresponde al premio por riesgo pagado por bonos corporativos en EE.UU. con grado clasificación A.

Fuentes: Bloomberg y JP Morgan Chase.



La inflación está contenida en las economías desarrolladas, pero hay pocas holguras.

Inflación IPC total y subyacente (*) (variación anual, porcentaje)

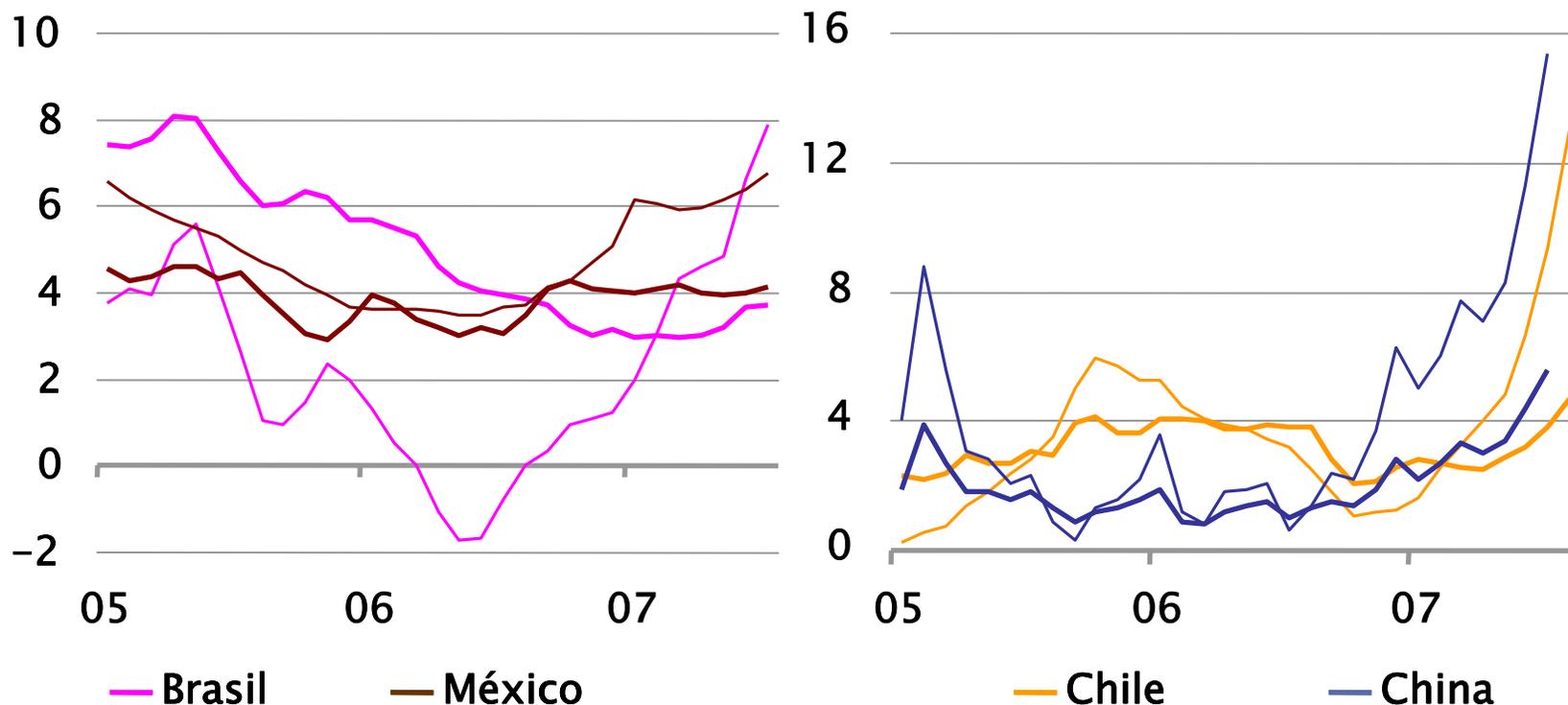


(*) Líneas gruesas corresponden a IPC total y líneas delgadas a IPC subyacente.
Fuente: Bloomberg.



Los precios de alimentos presionan la inflación en economías emergentes.

Inflación IPC total y alimentos (*) (variación anual, porcentaje)



(*) Líneas gruesas corresponden a IPC total y líneas delgadas a IPC alimentos.
Fuentes: Banco Central de Chile, Banco de México, Bloomberg e Instituto Brasileiro de Geografía y Estadística.



Actividad en el mundo

Crecimiento mundial (*) (porcentaje)

	Prom. 1990-99	Prom. 2000-05	2006 (e)	2007 (f)		2008 (f)		2009 (f)
				IPoM May.07	IPoM Sep.07	IPoM May.07	IPoM Sep.07	IPoM Sep.07
Mundial	3,2	4,1	5,4	4,9 ▲	5,1	5,0 ▲	5,1	4,9
Mundial a TC de mercado	2,4	2,9	3,9	3,4 ▲	3,6	3,5 ▲	3,6	3,4
Estados Unidos	3,1	2,6	2,9	2,3 ▼	1,9	2,9 ▼	2,6	3,0
Zona Euro	2,2	1,8	2,8	2,4 ▲	2,7	2,2 ▲	2,3	2,0
Japón	1,5	1,6	2,2	2,2 ▲	2,4	2,2 ▼	2,1	1,6
China	10,0	9,4	11,1	10,0 ▲	11,3	9,6 ▲	10,6	9,0
Resto de Asia	5,4	4,8	5,4	4,9 ▲	5,2	5,2 ▲	5,4	4,7
América Latina	2,8	2,9	5,4	4,8 ▲	5,0	4,3 ▲	4,4	4,1
Exp. de prod. básicos	2,7	3,1	2,7	2,6 ▲	3,0	3,0 =	3,0	2,9
Socios comerciales	3,2	3,2	4,5	4,0 ▲	4,2	4,1 ▲	4,2	3,9

(*) Cifras a tipos de cambio de mercado y PPC, en base a cifras del WEO de abril de 2007, FMI.

(e) Estimación. (f) Proyección.

Fuentes: Banco Central de Chile, Consensus Forecast y FMI.



Precios de productos básicos

Proyecciones del precio del cobre (centavos de dólar la libra, promedio)

	2005	2006	2007 (f)		2008 (f)		2009 (f)
			IPoM May.	IPoM Sep.	IPoM May.	IPoM Sep.	IPoM Sep.
Banco Central	167	305	290	310	235	270	245
Deutsche Bank (17 ago)			285	310	251	300	213
Scotiabank (24 ago)			300	325	190	263	-
Goldman Sachs (3 ago)			307	341	340	437	-
JPMorgan Chase (24 ago)			296	320	193	264	-
Macquarie Research (10 ago)			260	332	270	350	275
Cochilco (3 ago)			280	320	240	270	-
Promedio BI's			288	325	247	314	244
Futuros (1)			359	319	333	315	-
Promedio Efectivo (2)			292	318			

(f) Proyección.

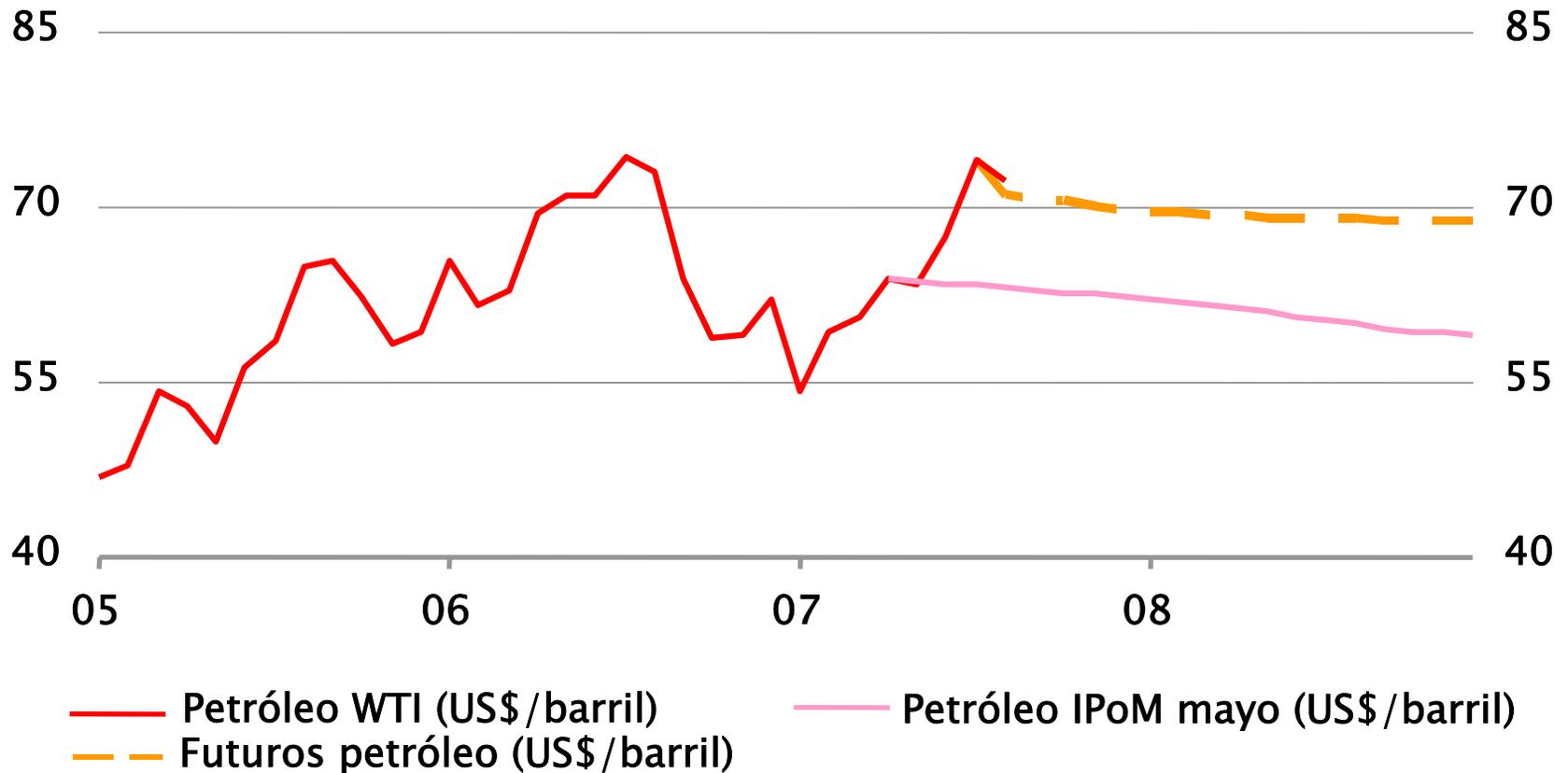
(1) Considera promedio de los últimos 10 días hábiles al 7 de mayo de 2007 y al 27 de agosto de 2007.

(2) Al 27 de agosto de 2007.



Precios de productos básicos

Precio del petróleo WTI
(promedios mensuales)

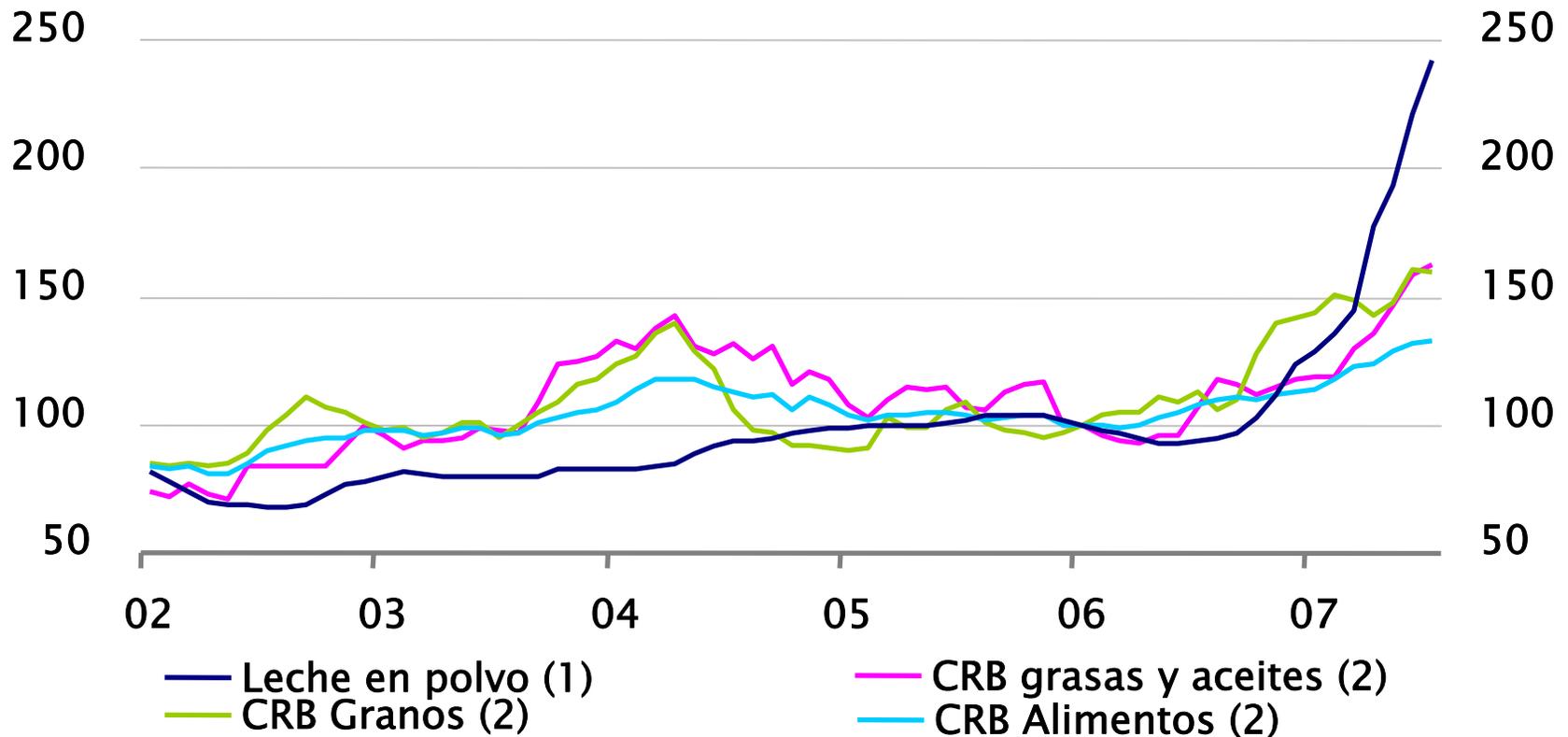


Fuente: Bloomberg.



También se observan alzas pronunciadas en los precios de varios alimentos.

Precio alimentos
(Índice enero 2006=100)



(1) Calculado ponderando proporcionalmente precios de Oceanía, Europa y EE.UU., según sus exportaciones.
(2) Índices calculados por el Commodity Research Bureau (CRB).
Fuentes: Bloomberg, CRB y Oficina de Estudios y Políticas Agrarias (ODEPA).



Las turbulencias recientes ponen una nota de cautela al aún positivo impulso externo.

Supuestos del escenario base (promedio anual)

	2006	2007		2008		2009 (f)
		IPoM May. 07	IPoM Sep. 07	IPoM May. 07	IPoM Sep. 07	IPoM Sep.07
Petróleo (US\$/barril-WTI)	66	62	67	61	70	69
Cobre (US\$/lb)	305	290	310	235	270	245
Libor 3m en US\$ (puntos base)	5,2	5,4	5,3	5,3	4,8	4,9
Términos de intercambio (*)	22,5	-0,7	2,8	-8,9	-7,9	-4,6
PIB socios comerciales (*)	4,5	4,0	4,2	4,1	4,2	3,9
PIB mundial a PPC (*)	5,4	4,9	5,1	5,0	5,1	4,9
PIB mundial a TC de mercado (*)	3,9	3,4	3,6	3,5	3,6	3,4
Precios externos (en US\$) (*)	5,3	6,0	6,9	3,5	3,0	2,3

(*) Porcentaje variación anual.
Fuente: Banco Central de Chile.

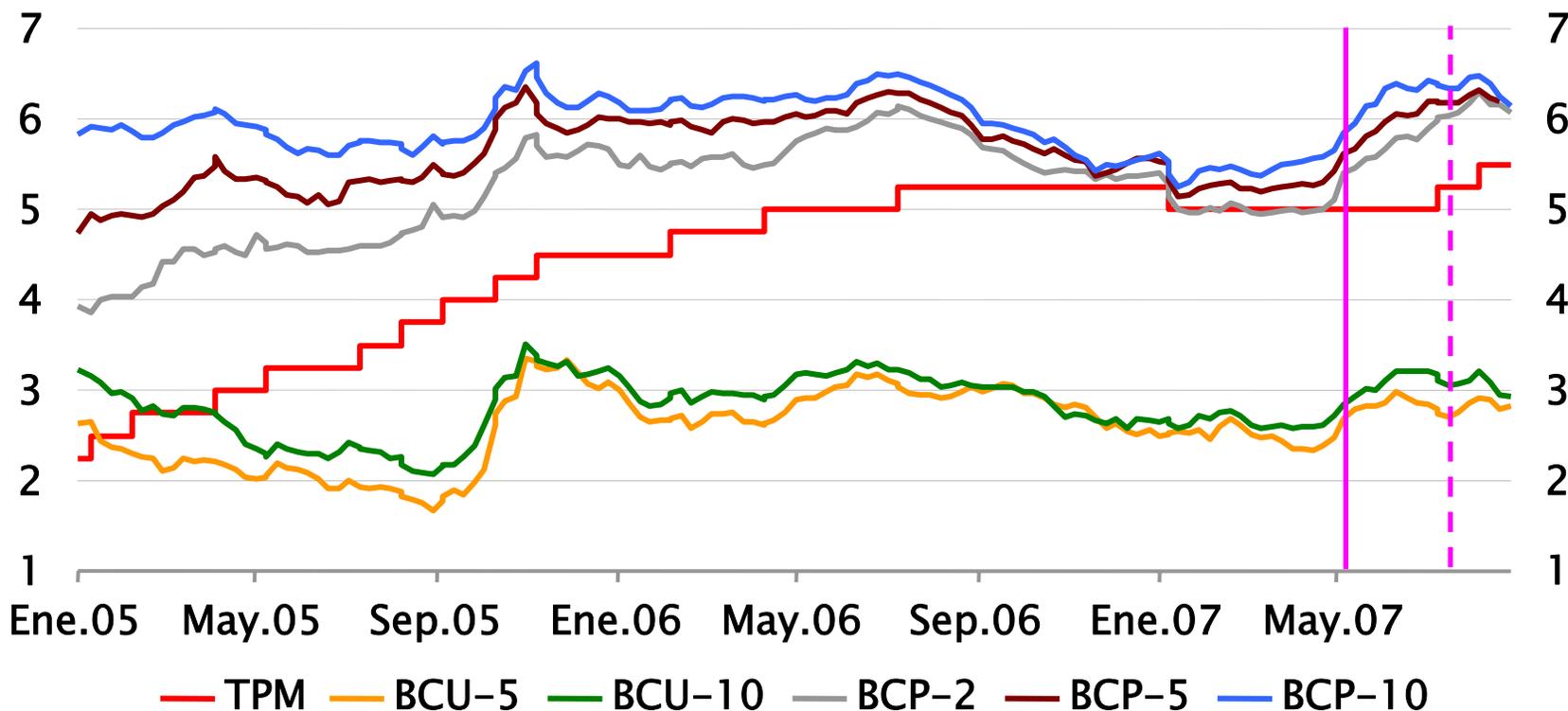


III. Escenario interno



Condiciones financieras internas

TPM y tasas documentos BCCh
(porcentajes y promedios semanales)

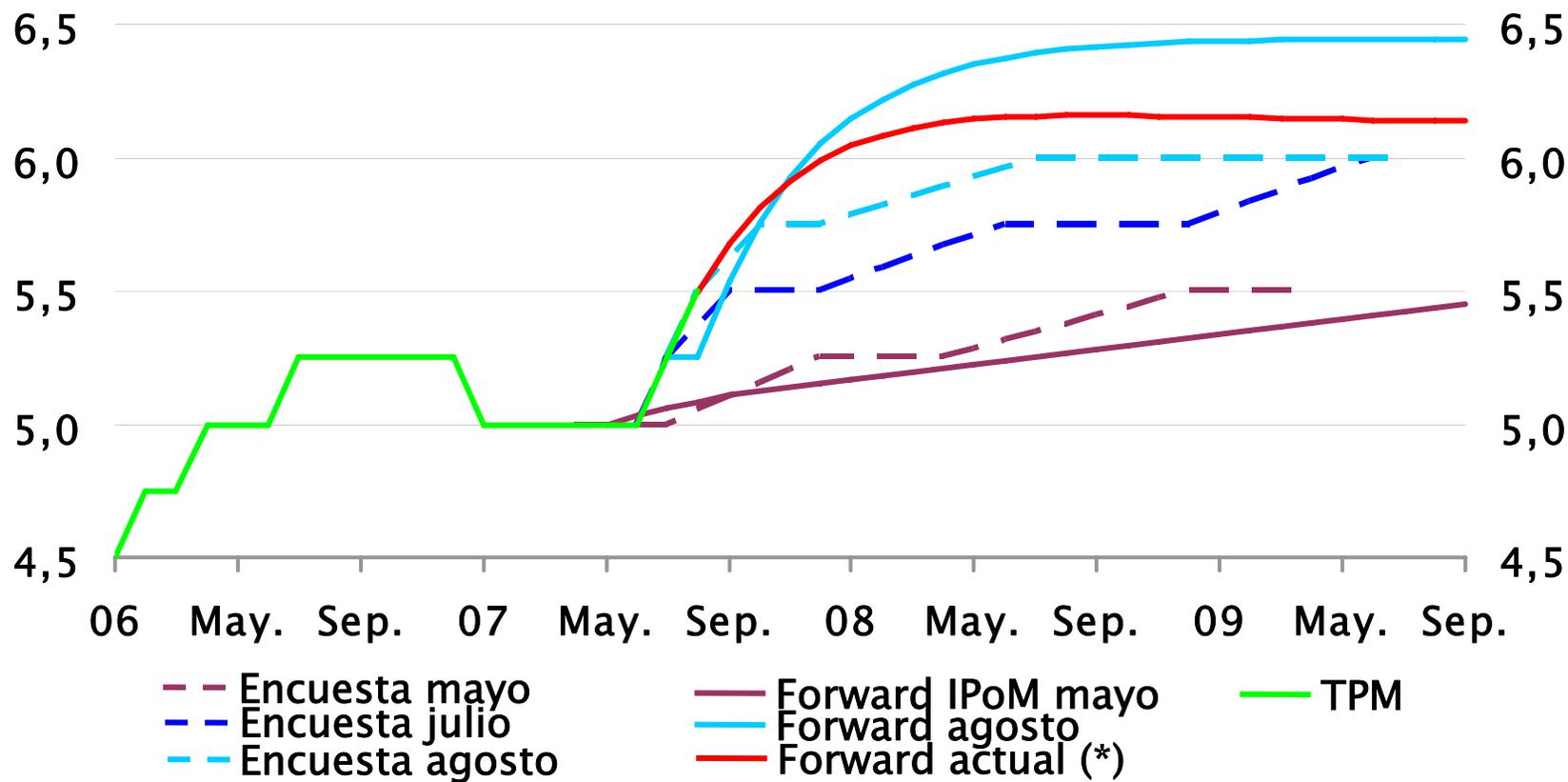


Fuente: Banco Central de Chile.



Condiciones financieras internas

Expectativas para la TPM (porcentaje)

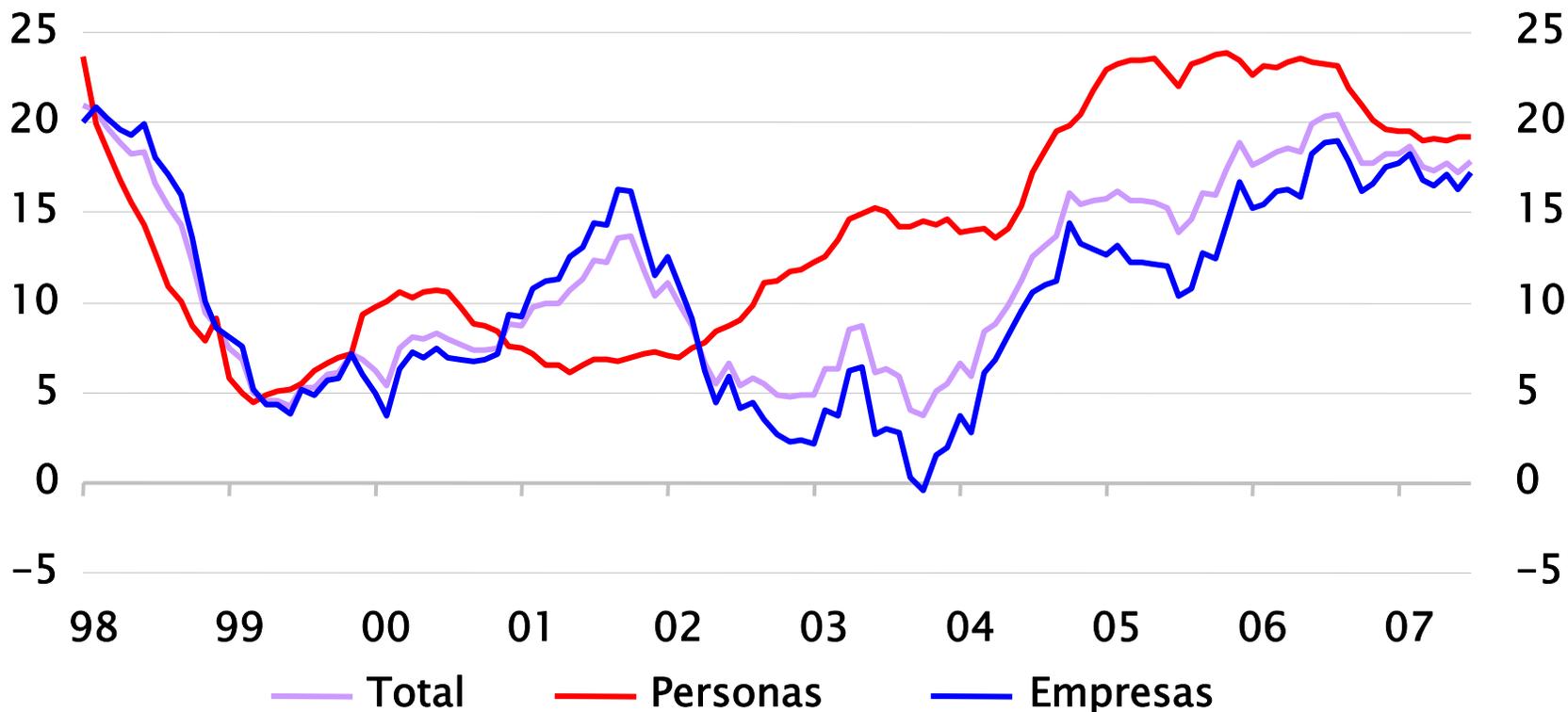


(*) Calculada con datos de las últimas dos semanas calendario.
Fuente: Banco Central de Chile.



El crecimiento de las colocaciones se ha estabilizado en niveles aun elevados.

Colocaciones a personas y empresas (variación nominal anual, porcentaje)

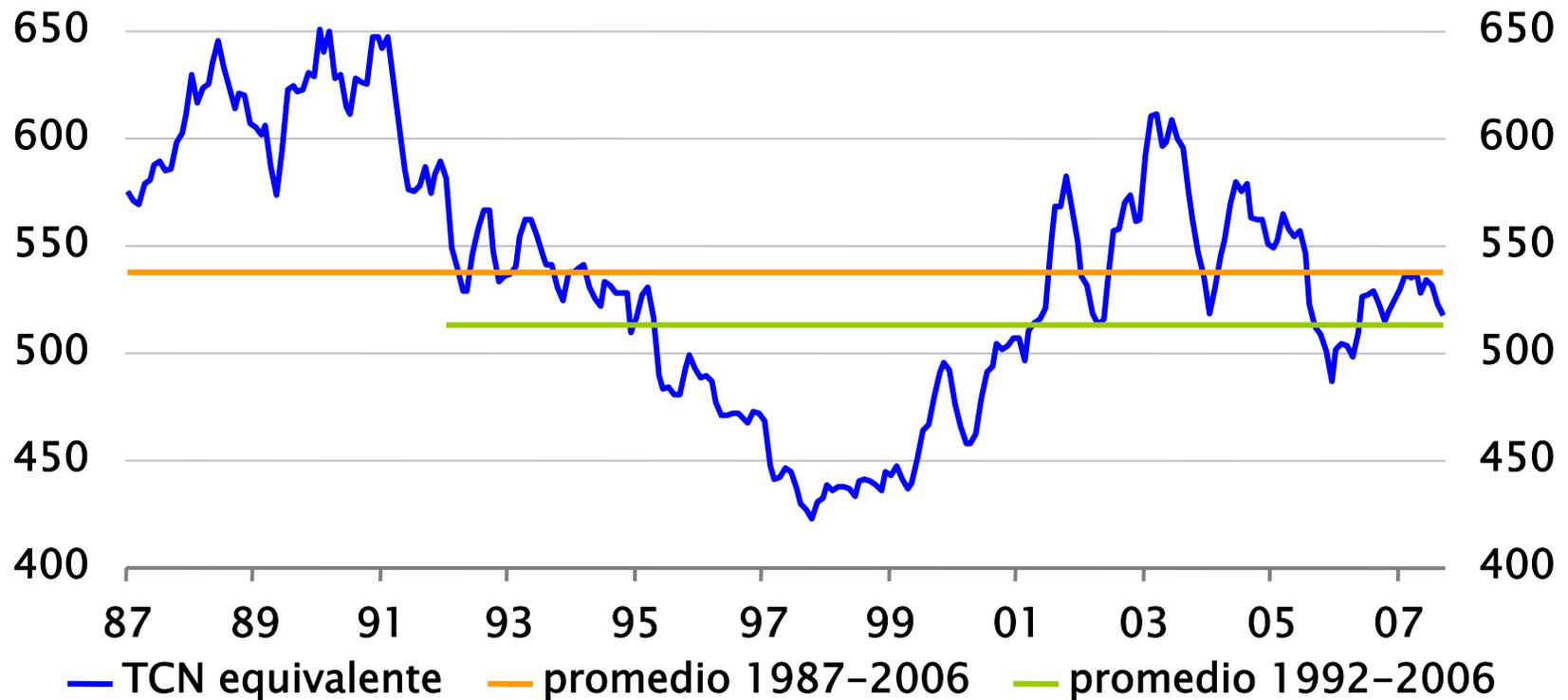


Fuente: Banco Central de Chile.



Tipo de cambio real y costos importados

TCR en pesos por dólar y precios actuales
(precios y paridades de agosto del 2007)

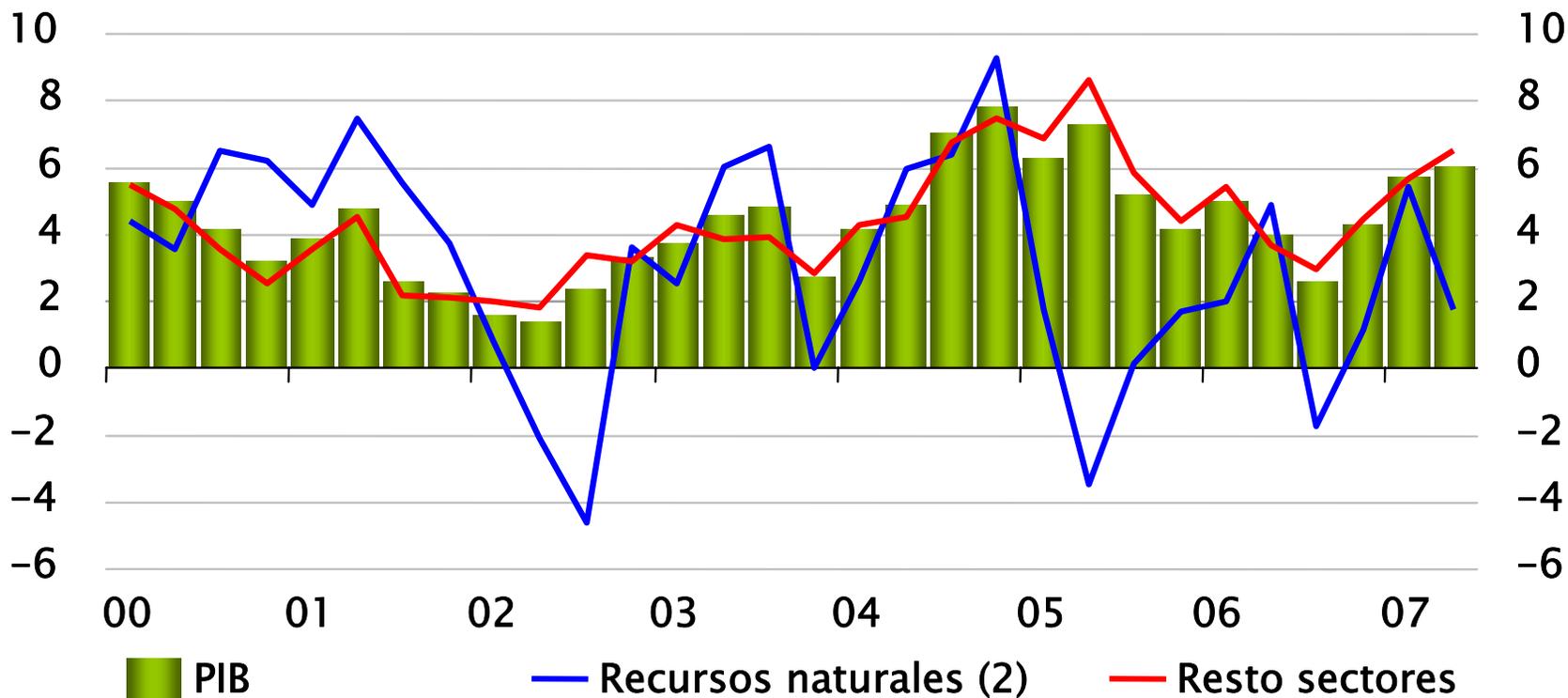


Fuente: Banco Central de Chile.



El crecimiento del primer semestre estuvo positivamente impulsado por el PIB resto...

Producto Interno Bruto (1)
(variación real anual, porcentaje)



(1) El PIB total corresponde a la suma del valor agregado de recursos naturales, valor agregado del resto de los sectores, IVA neto recaudado y derechos de importaciones, menos imputaciones bancarias.
(2) Corresponde a los sectores: Minería, Pesca y Electricidad, gas y agua.
Fuente: Banco Central de Chile.



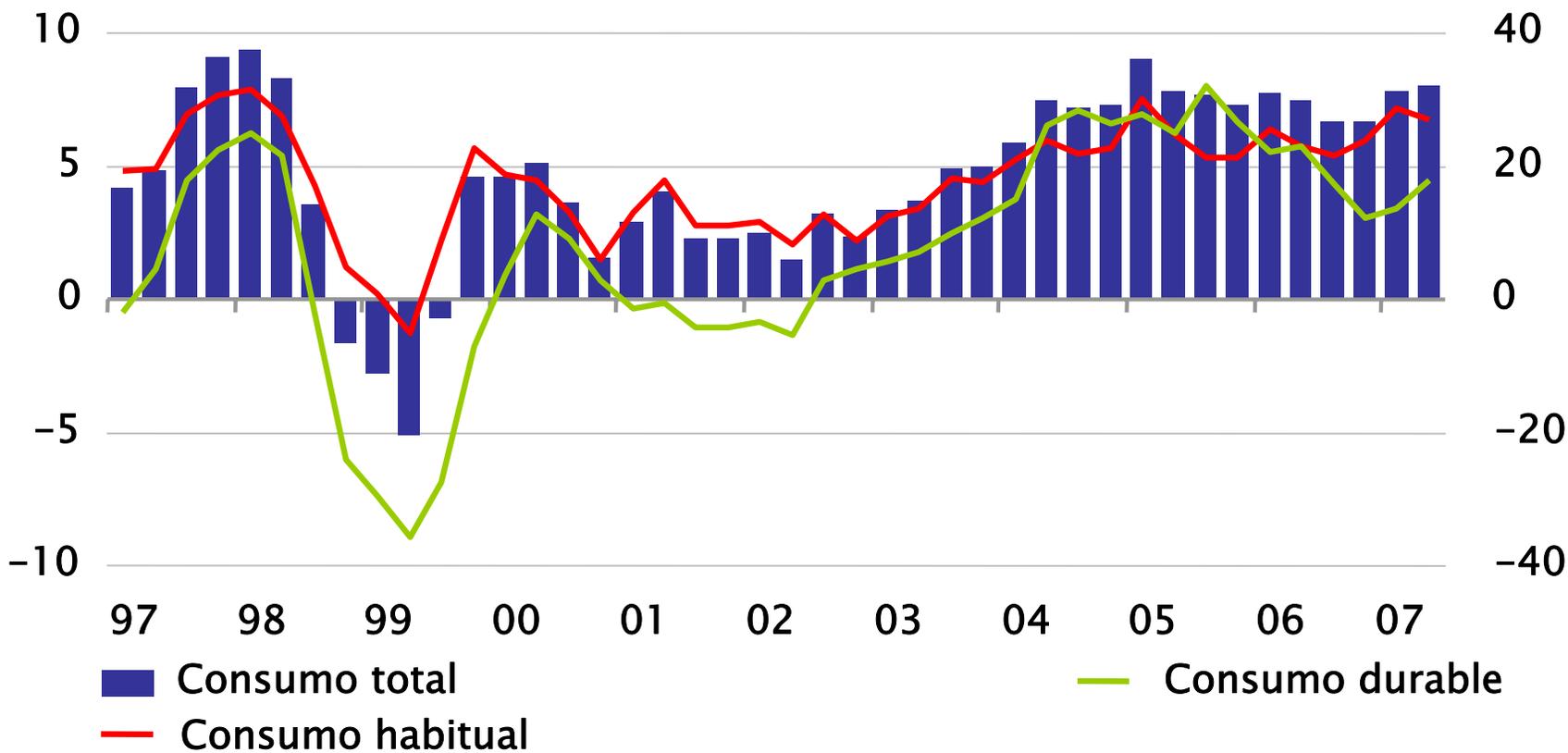
Efecto del panorama energético en la actividad

- Durante este año, la escasez de gas y recursos hídricos ha afectado directamente el valor agregado de la generación eléctrica y la actividad de la industria que utiliza gas como principal insumo.
- La sustitución del gas natural y de recursos hídricos por otros combustibles ha provocado también un aumento significativo de las importaciones durante el primer semestre de este año.



El crecimiento para el 2007 se ha apoyado en el incremento sostenido del consumo privado...

Consumo Privado (variación real anual, porcentaje)

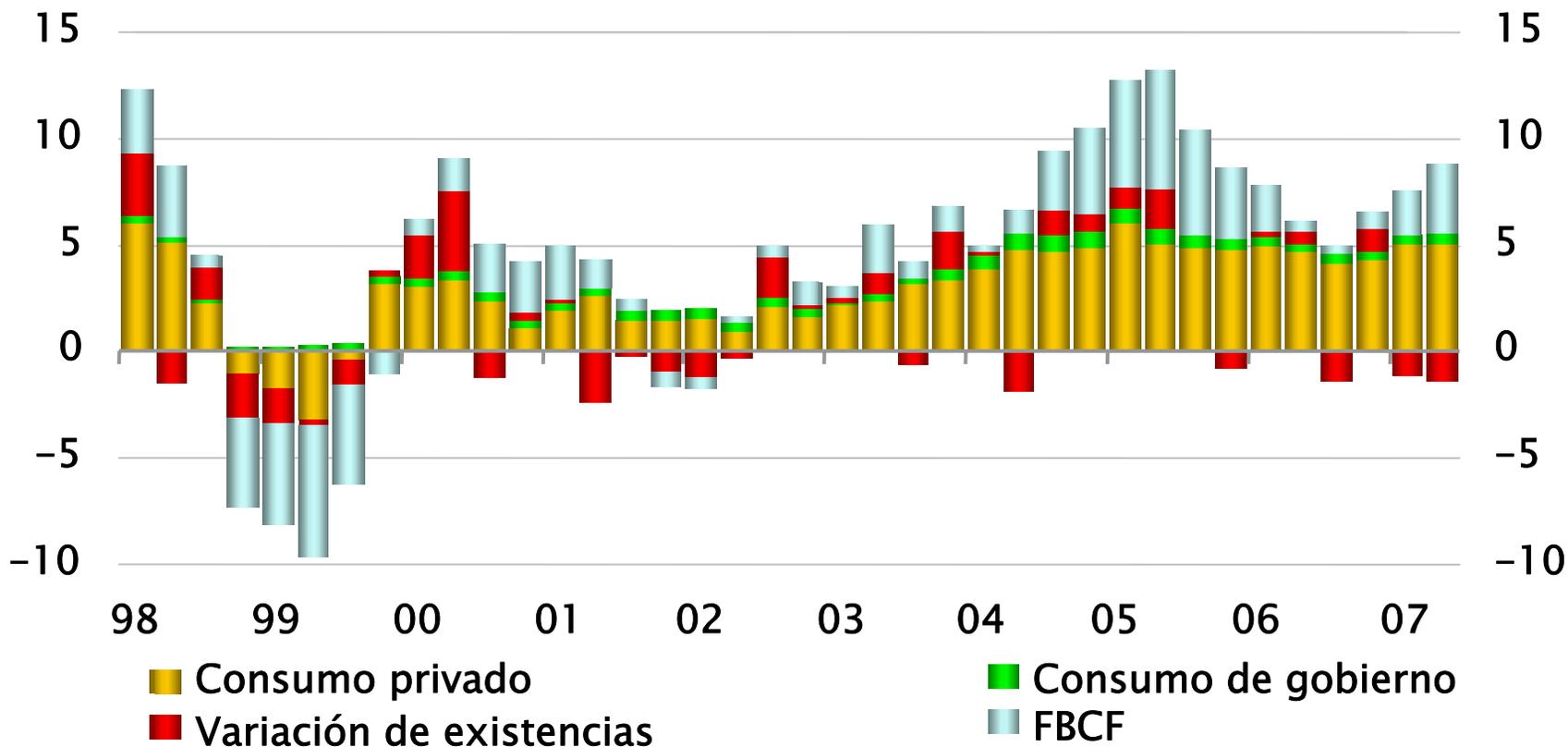


Fuente: Banco Central de Chile.



...y en una aceleración de la inversión en capital fijo en los últimos dos trimestres.

Contribución al crecimiento de la demanda interna (variación real anual, puntos porcentuales)

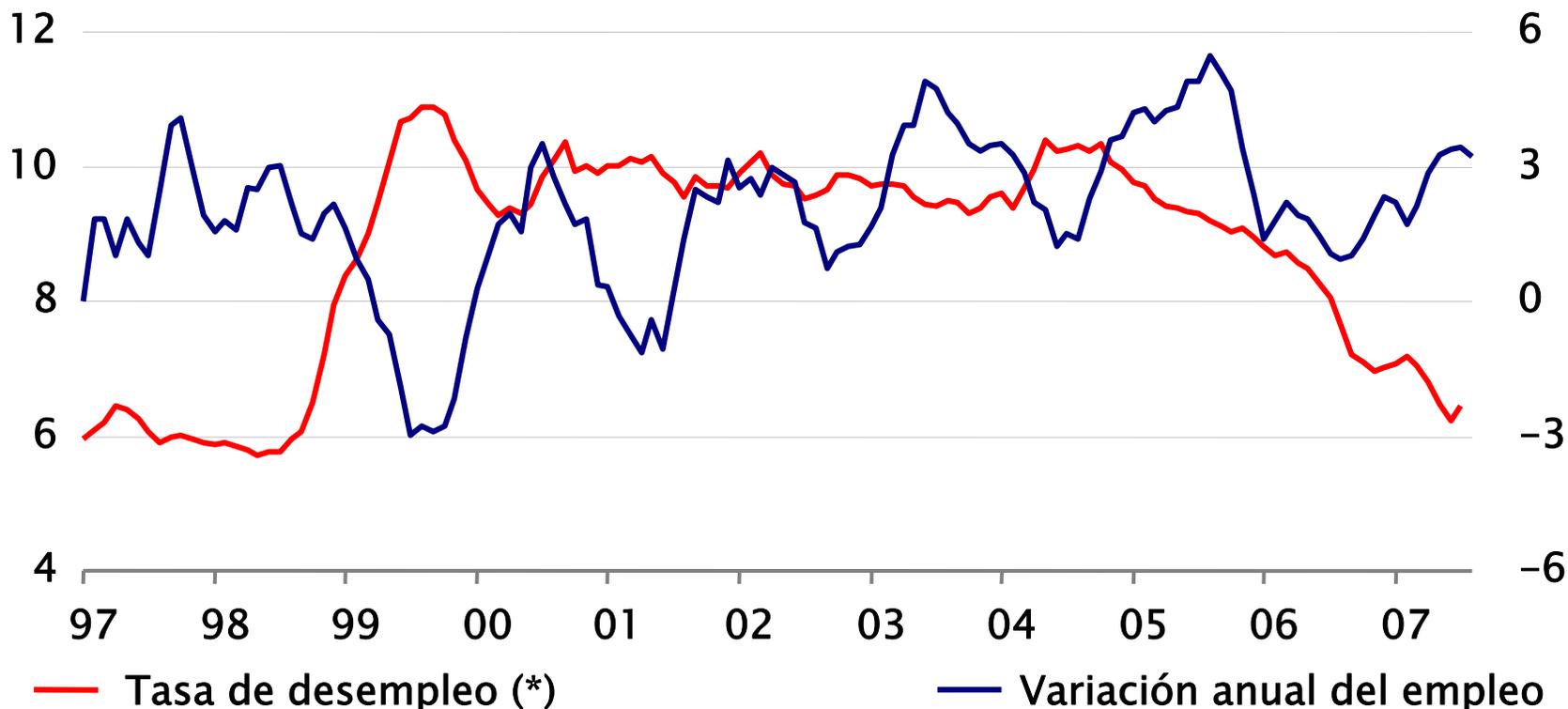


Fuente: Banco Central de Chile.



En el mercado laboral se ha ido constatando un uso intensivo de los recursos disponibles.

Empleo nacional y tasa de desempleo (porcentaje)



(*) Series desestacionalizadas

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



PIB tendencial, brecha de actividad y crecimiento del PIB

Proyección de PIB (variación anual, porcentaje)

	2005	2006	2007 (f)	2008 (f)
PIB	5,7	4,0	5¾ – 6¼	5,0 – 6,0
Ingreso nacional	9,2	5,1	5,3	6,6
Demanda interna	11,0	6,0	7,9	6,9
Formación bruta de capital fijo	21,9	4,0	12,1	5,7
Consumo total	7,5	6,6	7,4	7,1
Exportaciones de bienes y servicios	3,5	4,2	9,9	6,6
Importaciones de bienes y servicios	17,7	9,4	14,3	9,7
Cuenta corriente (% del PIB)	1,1	3,6	5,4	2,6

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



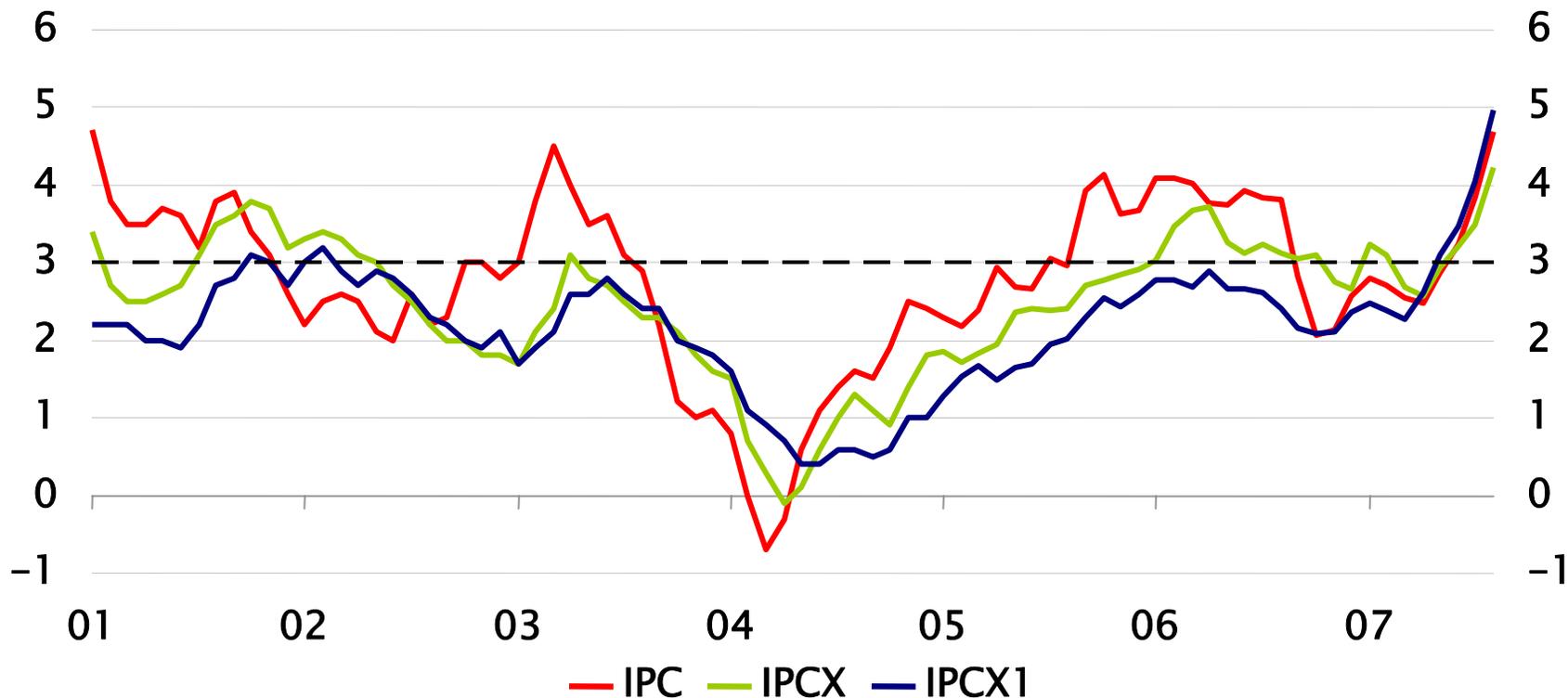
Actividad en el escenario base

- Las perspectivas para el PIB se apoyan en el impulso de las políticas macroeconómicas y un escenario externo favorable.
- El Consejo estima que el nivel actual de la TPM sigue proveyendo impulso a la economía.
- El impulso fiscal para el 2008 será similar al implícito en el Presupuesto 2007.
- La política fiscal sigue contribuyendo a la estabilidad del país, toda vez que continúa inserta en un marco de referencia en que los ingresos fiscales transitorios son ahorrados.



Desde mayo, la inflación anual IPC, IPCX e IPCX1 ha subido de manera considerable...

Inflación IPC, IPCX e IPCX1
(variación anual, porcentaje)

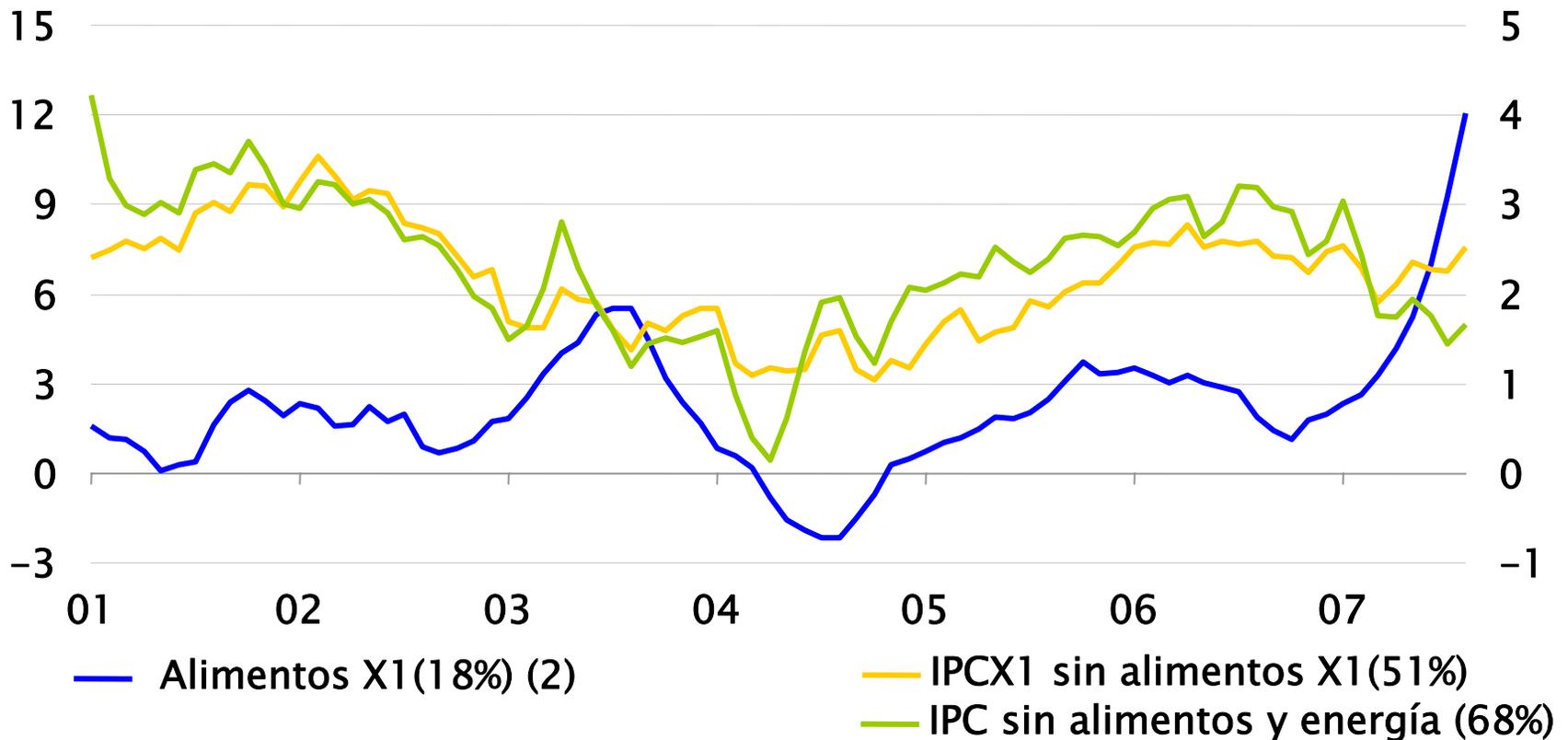


Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



...influida principalmente por los alimentos, a lo que se suman las tarifas eléctricas.

Inflación de alimentos y subyacente (1) (variación anual, porcentaje)



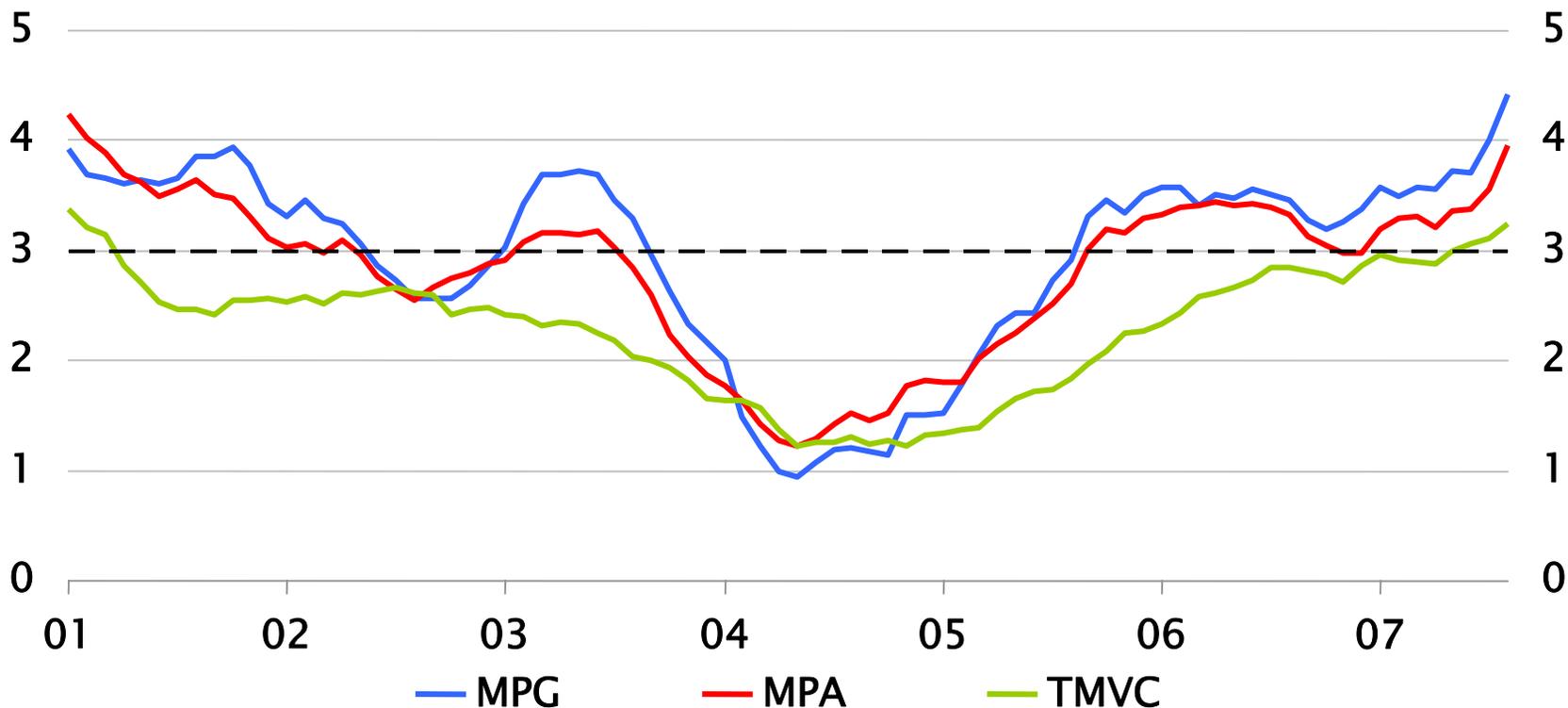
(1) Entre paréntesis, las participaciones sobre la canasta del IPC.
(2) Excluye frutas y verduras frescas, carnes y pescados.

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



Las medidas de tendencia inflacionaria han aumentado y están por encima de 3%.

Indicadores de tendencia inflacionaria (*) (variación anual, porcentaje)



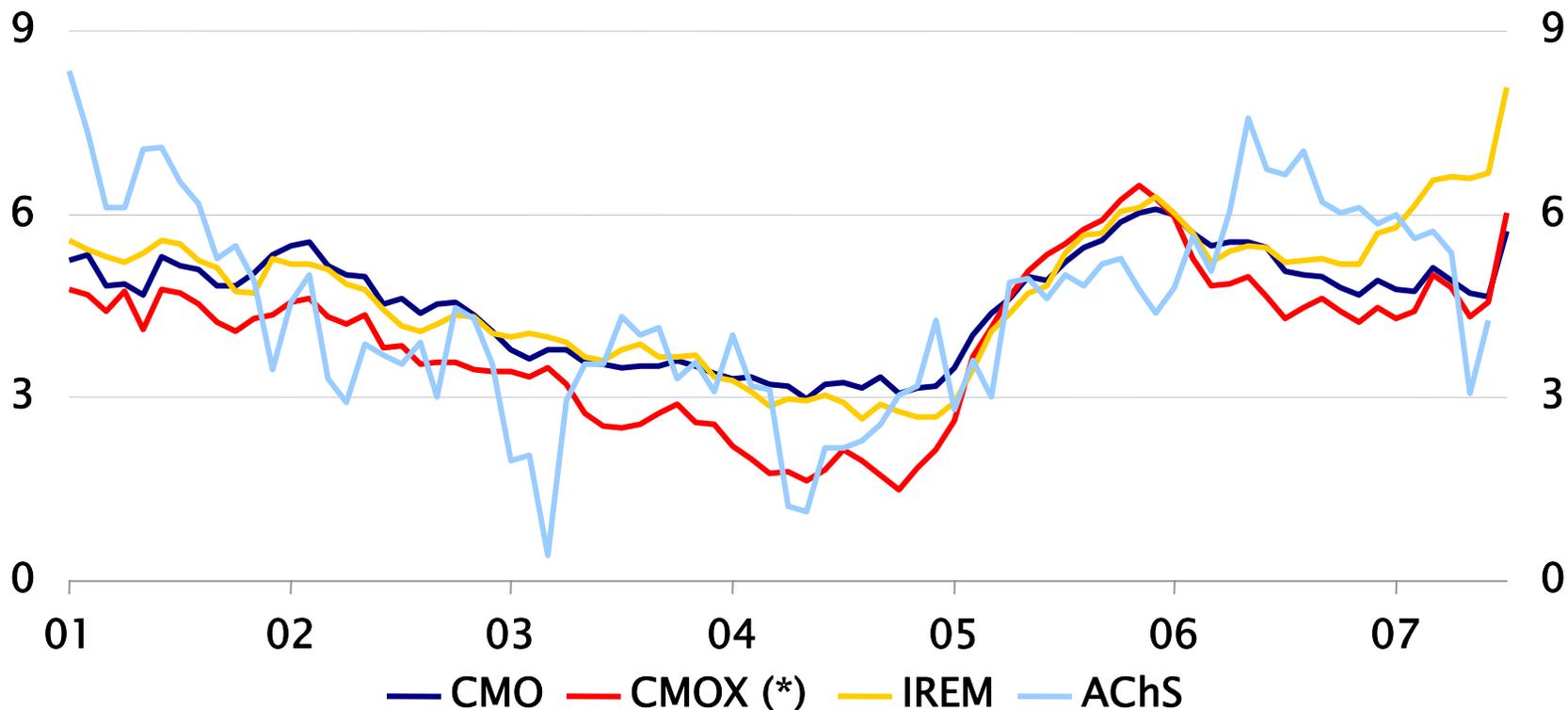
(*) MPG es una media podada por subgrupos del IPC; MPA es una media podada por artículos del IPC y TMVC es una poda de los artículos más volátiles del IPC.

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



Los costos laborales parecen estar aumentando a tasas acordes con la meta de inflación.

Costo de la mano de obra e índice de remuneraciones (variación anual, porcentaje)



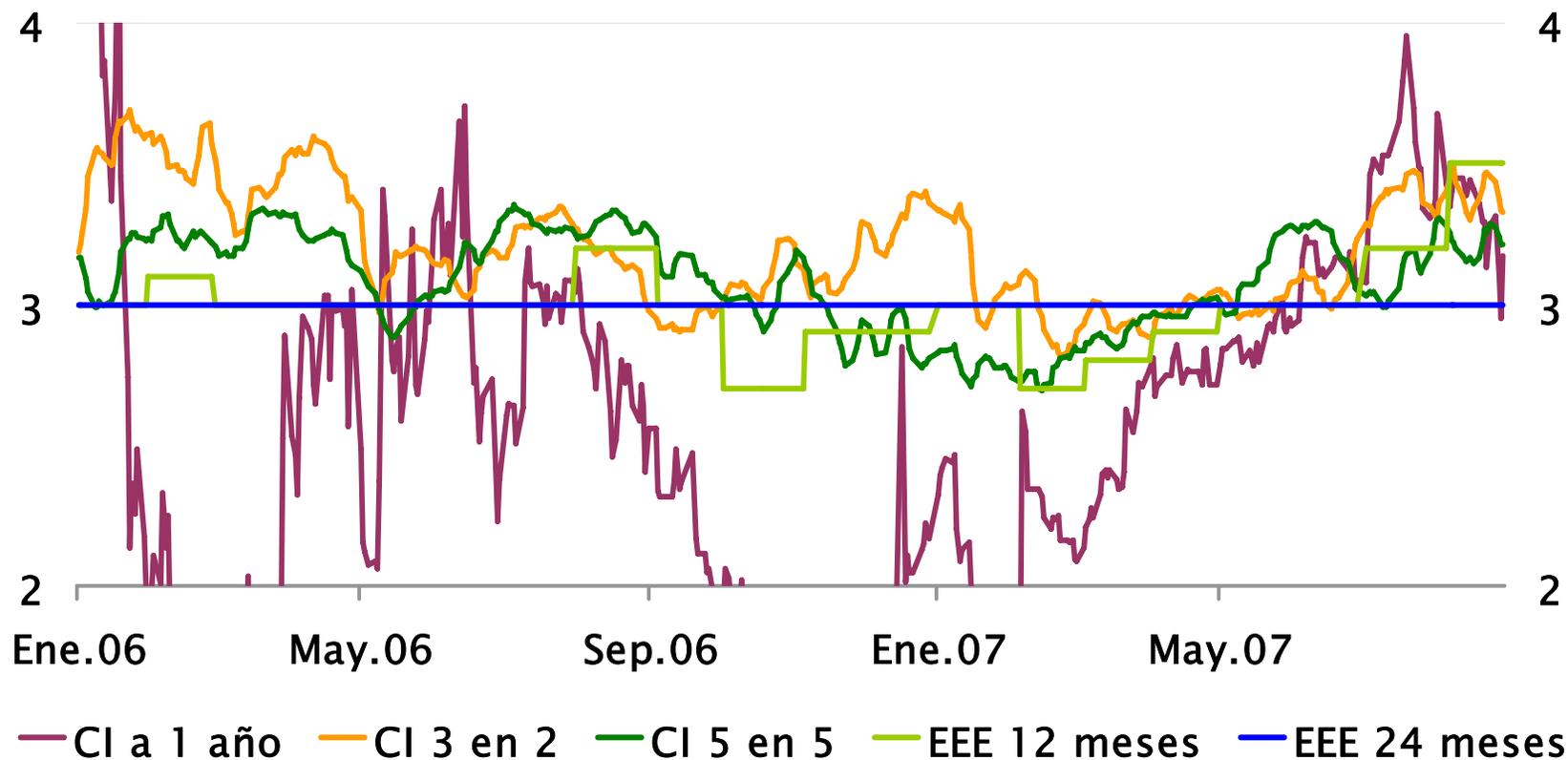
(*) Sin servicios comunales, sociales y personales, EGA ni minería.

Fuentes: Banco Central de Chile, Instituto Nacional de Estadísticas y Asociación Chilena de Seguridad.



Las expectativas de inflación anual de corto plazo aumentan más que las de mayor plazo.

Expectativas de inflación (observaciones diarias)



Fuente: Banco Central de Chile.



Proyección de inflación

Proyección de inflación (variación anual, porcentaje)

	2005	2006	2007 (f)	2008 (f)	2009 (f)
Inflación IPC promedio	3,0	3,4	3,9	4,4	
Inflación IPC diciembre	3,7	2,6	5,5	3,1	
Inflación IPC en torno a dos años (*)	-	-	-	-	3,0
Inflación IPCX promedio	2,3	3,2	3,7	4,8	
Inflación IPCX diciembre	2,9	2,7	5,2	3,7	
Inflación IPCX en torno a dos años (*)	-	-	-	-	3,0
Inflación IPCX1 promedio	1,9	2,5	3,9	4,5	
Inflación IPCX1 diciembre	2,6	2,4	5,2	3,3	
Inflación IPCX1 en torno a dos años (*)	-	-	-	-	2,9

(f) Proyección.

(*) Corresponde a la inflación proyectada para el tercer trimestre del 2009.

Fuente: Banco Central de Chile.



Supuestos metodológicos

- Supuestos metodológicos del escenario base:
- En el largo plazo, el TCR no diferirá mayormente del valor promedio de las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM.
- Los precios internos de alimentos no perecibles seguirán aumentando levemente en lo inmediato, mientras los de perecibles tendrán una reversión importante antes de fines de año.
- Al aumento de 6% de tarifas eléctricas en julio, se sumarán nuevos incrementos durante el 2007. Sin embargo, en el 2008 volverían a aumentar a niveles comparables al promedio 2004–2005.



Propagación de los shocks recientes y TPM

- El escenario base contempla que los shocks específicos que han afectado la inflación no se propagarán al resto de los precios más allá de lo habitual, ni afectarán la formación de expectativas de mediano y largo plazo.
- El Consejo pondrá especial atención a esto, ya que la confianza en la meta inflacionaria es crucial en la determinación de la tendencia inflacionaria
- El escenario base incorpora como supuesto metodológico que en los próximos trimestres la TPM seguirá una trayectoria similar a la que se deduce de los precios de los activos financieros de las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM.
- Este es un supuesto de trabajo y no compromete la política monetaria futura.



IV. Conclusiones



Conclusiones

- En lo que va del año, el crecimiento del PIB ha sido elevado, por sobre la tendencia y por sobre lo previsto en el Informe anterior.
 - El escenario base de este IPoM considera que la actividad crecerá a una tasa entre $5\frac{3}{4}$ y $6\frac{1}{4}$ % este año, y entre 5,0 y 6,0% el 2008.
- La inflación ha estado influida principalmente por alzas de los alimentos, a lo que se suman aumentos de las tarifas eléctricas. Los precios de los combustibles también se han ubicado por sobre lo previsto en el último Informe.
 - En el escenario base la inflación anual del IPC se ubicará alrededor de 5,5% hasta mediados del próximo año, para luego descender hacia 3% en la segunda mitad del 2008.



Conclusiones

- Se han identificado riesgos en el frente inflacionario relacionados tanto a la evolución de la brecha de capacidad como a la propagación de shocks de precios y turbulencias financieras externas.
- El Consejo estima que, en el escenario más probable, será necesario continuar aumentando la TPM en los próximos meses para que la inflación proyectada en el horizonte de política se mantenga en 3%.
- En particular, el Consejo se mantendrá atento a la evolución de los mercados financieros internacionales y sus implicancias. Asimismo, un cuadro de fuertes shocks de precios específicos y escasas holguras, requiere especial seguimiento.



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

José De Gregorio
Vicepresidente