



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Enrique Marshall Rivera
Consejero

Temuco

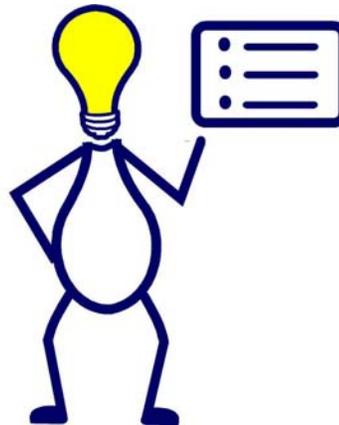


Estructura

- 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, llegando a cifras entre 4 y 5% en agosto:
 - En especial por alzas simultáneas y de magnitudes inusuales de varios precios específicos.
- 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:
 - Principalmente por el comportamiento del precio de los alimentos, dadas las alzas de sus símiles externos y condiciones climáticas adversas, además de aumentos de las tarifas eléctricas.



Puntos destacados

- En lo que va del año, más allá de la volatilidad de las cifras mensuales, el crecimiento del PIB ha sido elevado, y ha estado por sobre lo previsto:
 - Favorecido por el estímulo de las políticas macroeconómicas internas y el entorno internacional.
- El nivel del PIB estaría actualmente, y en los próximos trimestres, en torno a su tendencia.
- 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:
 - Aunque al cierre de este IPoM el panorama externo relevante para la economía chilena no mostraba un cambio drástico.

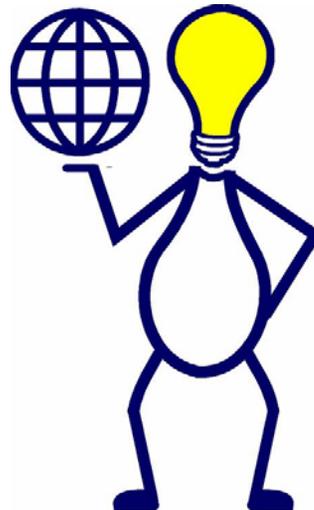


Puntos destacados

- 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 ha propagado hacia otros segmentos del mercado financiero.
- En un contexto de alta volatilidad, se ha restringido la liquidez internacional y se han estrechado las condiciones crediticias. Ello ha motivado la intervención de varios bancos centrales en países desarrollados.
- En paralelo, se ha producido una mayor preferencia por activos más seguros, corrigiendo al alza las primas por riesgo y provocando caídas importantes en las tasas de interés de bonos de países industriales.



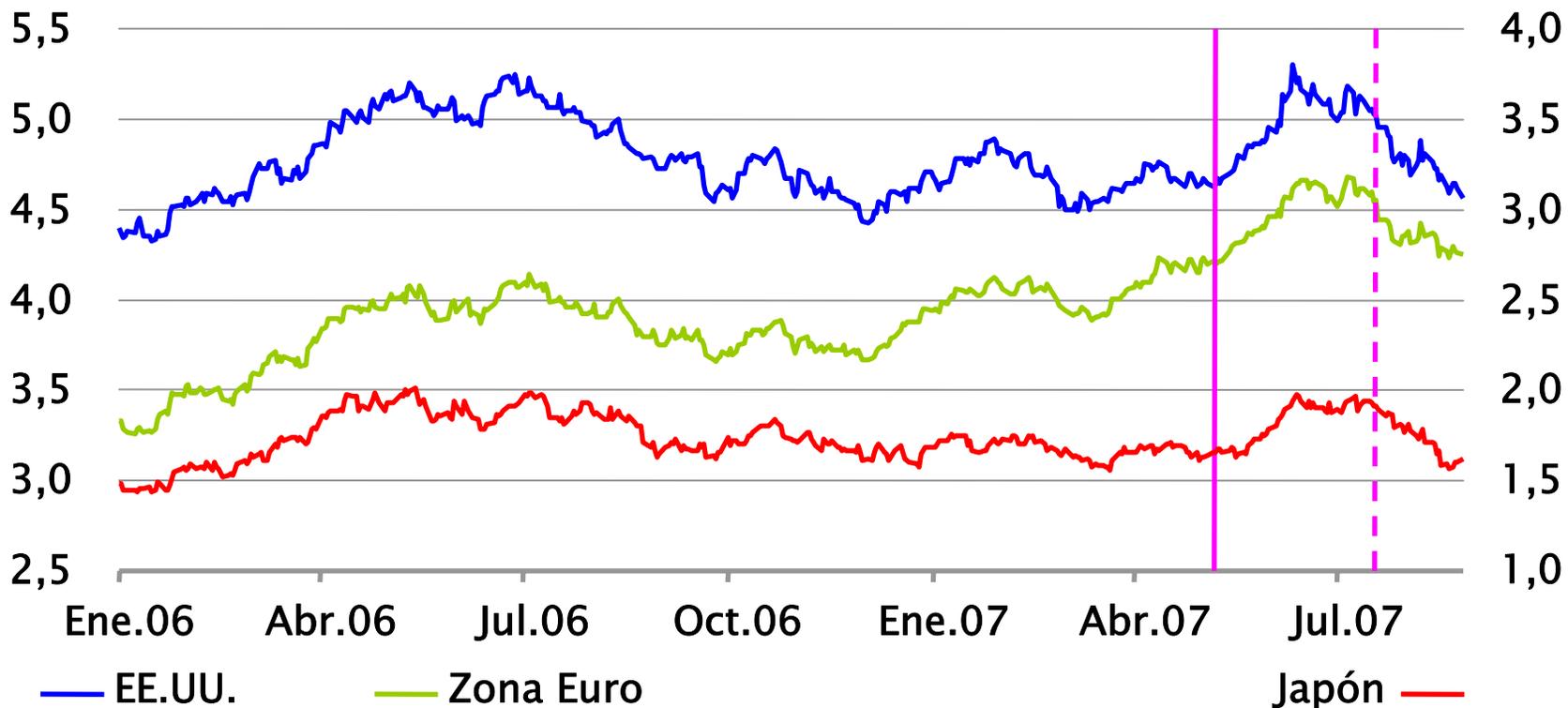
Ajuste en mercados financieros internacionales

- Los ajustes en los mercados financieros se han hecho sentir en forma bastante generalizada en las economías industriales, así como en las 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.
 - Entre sus posibles efectos se encuentran una reducción del crecimiento mundial y condiciones financieras internacionales menos favorables.



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

Tasas de interés de largo plazo (porcentaje)

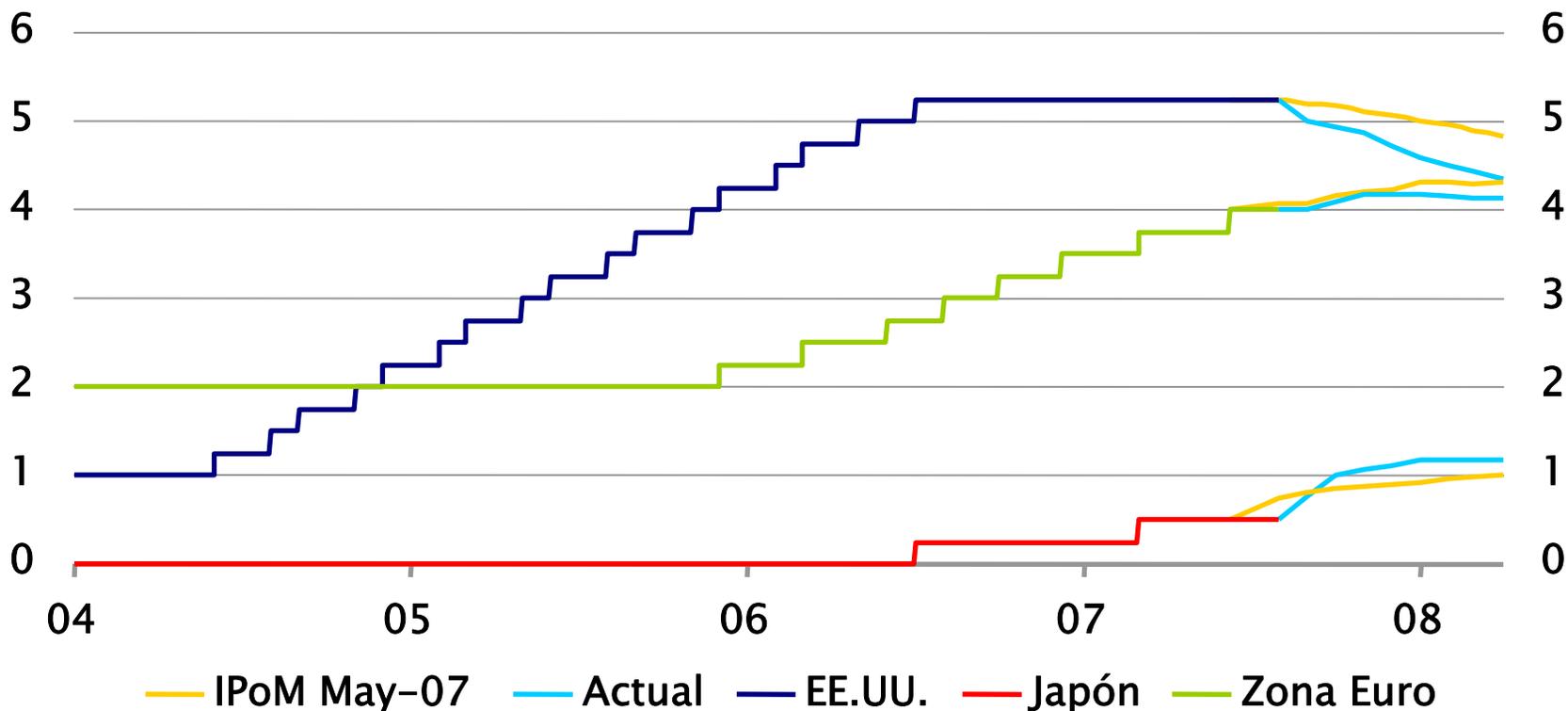


Fuente: Bloomberg.



... 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)

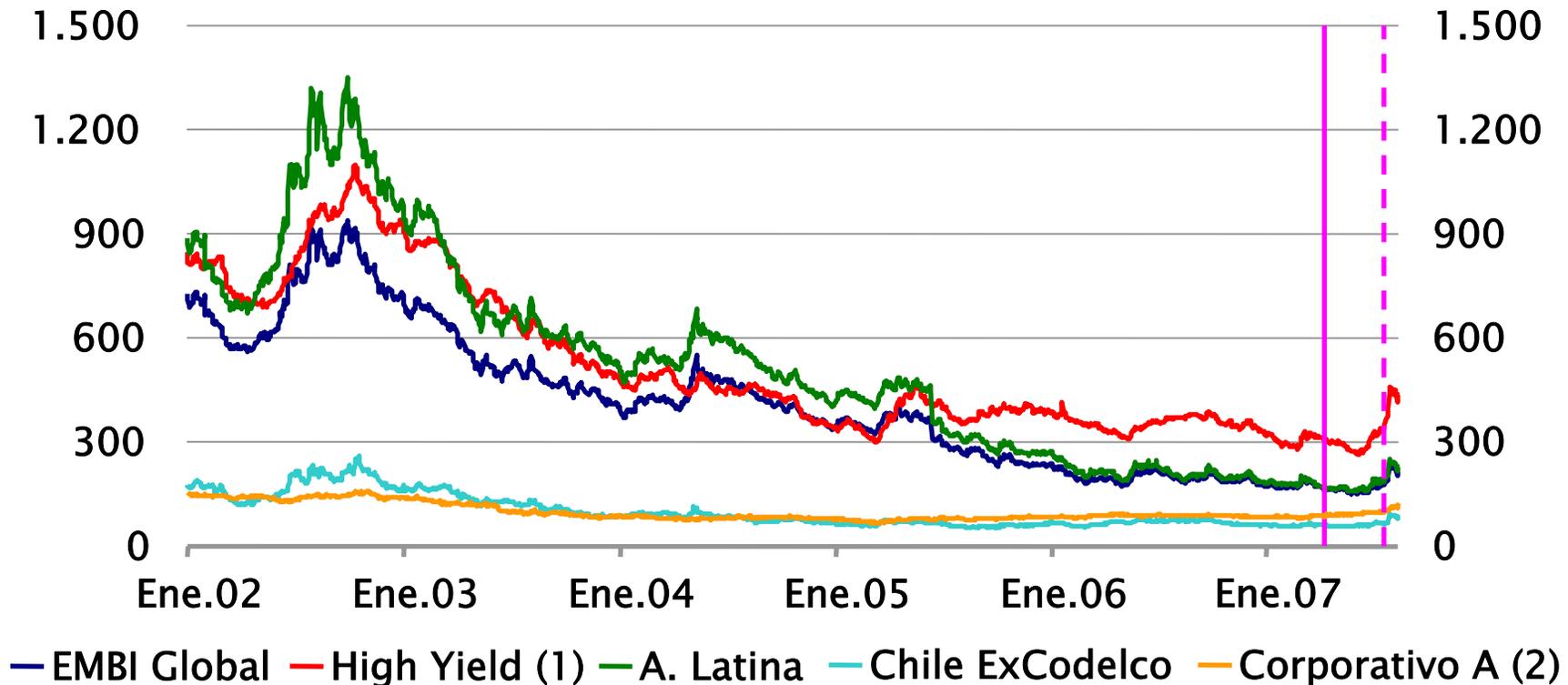


(*) Elaborado por el Banco Central de Chile en base a contratos futuros de tasas de interés.
Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.



Los premios soberanos han aumentado, en especial para los activos más riesgosos.

Primas por riesgo
(puntos base, valores diarios)



(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.



Actividad en el mundo

- La economía de EE.UU. mostró una recuperación en el crecimiento el segundo trimestre:
 - Sin embargo, el sector residencial continúa su ajuste, de manera más intensa y prolongada que lo anticipado y el consumo privado se desacelera.
- Este ajuste, junto con condiciones crediticias más estrechas, profundizarían la desaceleración de esta economía.
- El crecimiento de Zona Euro y Japón continúa, aunque ha perdido algo de fuerza:
 - Hacia delante, se mantendrá moderado.



Actividad en el mundo

- En contraste, economías emergentes se han mostrado más dinámicas que lo anticipado:
 - Destaca el elevado crecimiento de China, India y Rusia.
- No obstante lo anterior, el crecimiento proyectado para las economías desarrolladas se ha revisado a la baja en lo más reciente, considerando el ajuste en los mercados financieros:
 - Estas correcciones están en progreso y no se cuenta todavía con una evaluación cabal de sus alcances, por lo que aún es prematuro cuantificar su impacto total.
- Por lo anterior, la proyección de crecimiento mundial del escenario base de este IPoM tiene un sesgo a la baja.



De acuerdo al consenso, el crecimiento mundial sigue elevado, pero hay riesgos.

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

- El precio del cobre se ha ubicado en valores superiores a los anticipados:
 - Afectado por menores niveles de producción asociados a conflictos laborales en distintos yacimientos.
- El escenario base supone una disminución gradual del precio del cobre, proyectando precios promedio de US\$3,10; US\$2,70 y US\$2,45 la libra BML el 2007, 2008 y 2009, respectivamente.



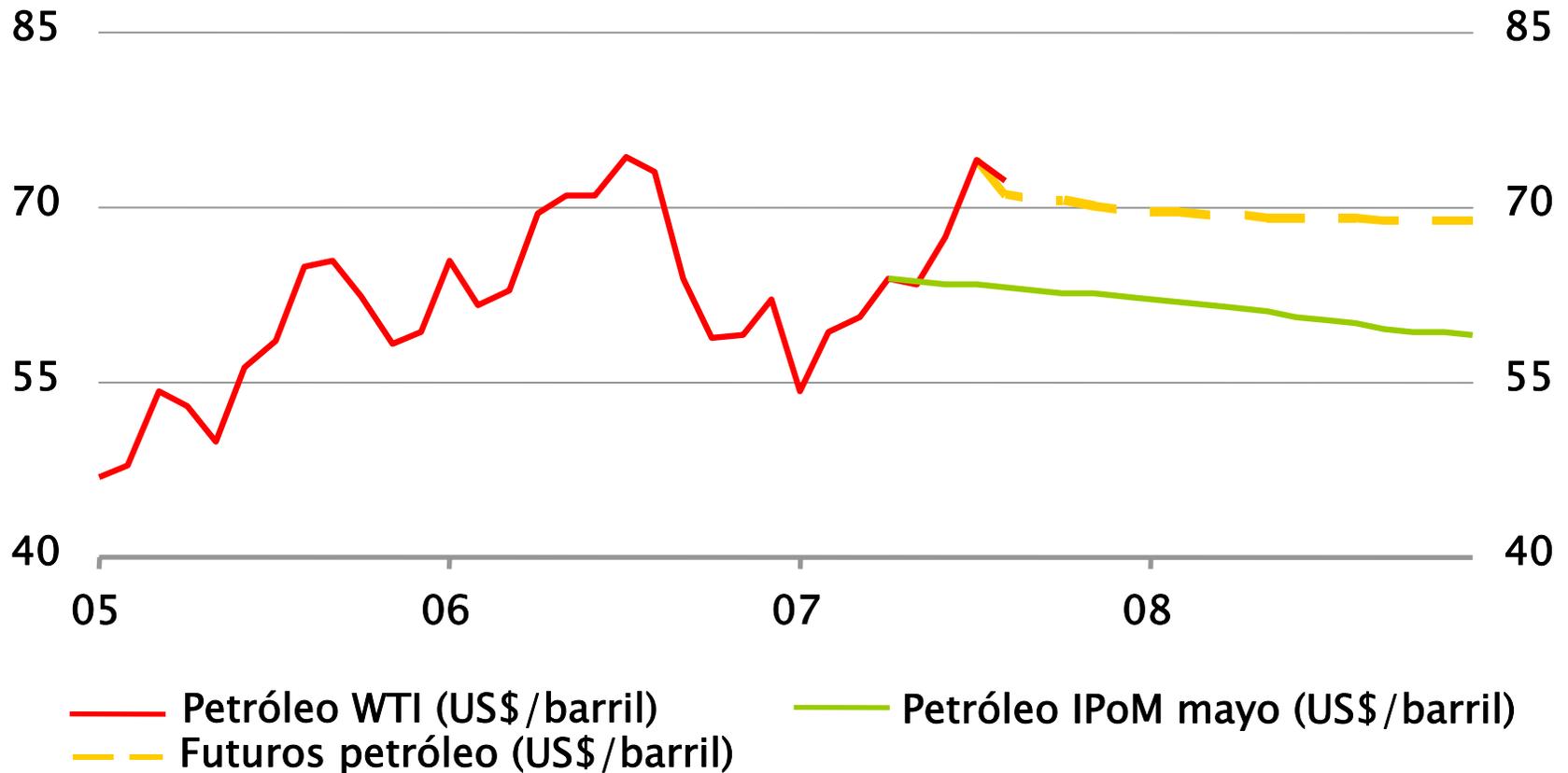
Precios de productos básicos

- El precio del petróleo también ha superado los valores previstos en mayo, afectado por:
 - Una mayor demanda mundial;
 - La mantención de una elevada prima por riesgo de abastecimiento.
- A partir de la información basada en contratos futuros, se proyecta que los precios promedio alcanzarán US\$67, US\$70 y US\$69 el barril WTI el 2007, 2008 y 2009, respectivamente.



Se prevé que estos precios se mantendrán elevados por un tiempo prolongado.

Precio del petróleo WTI (promedios mensuales)

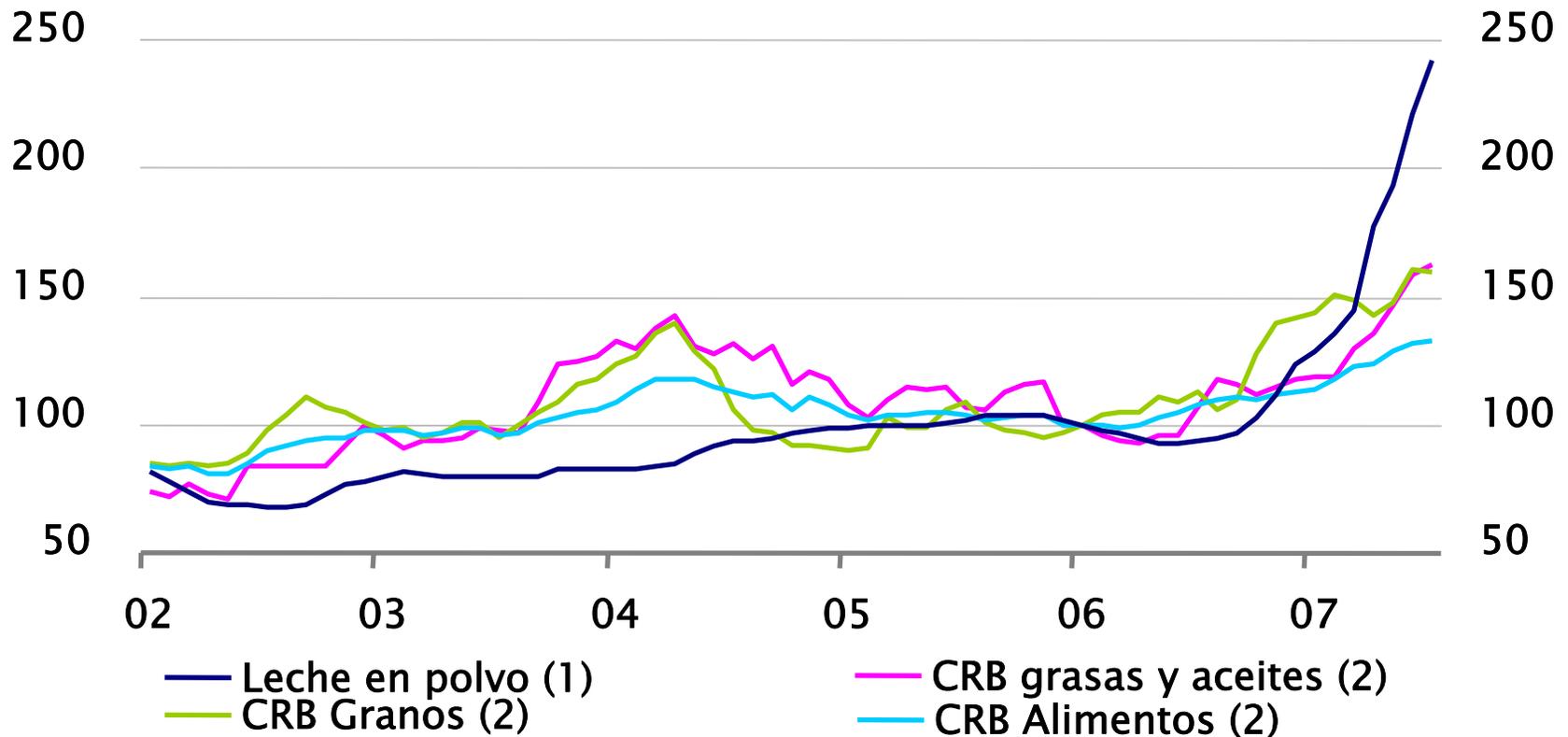


Fuente: Bloomberg.



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).

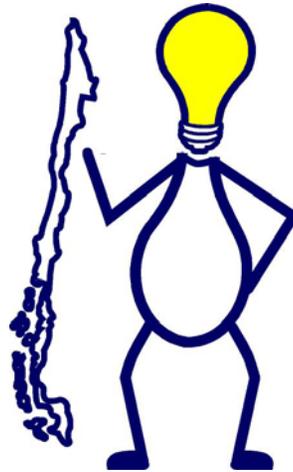


Precios de productos básicos

- La normalización prevista de los términos de intercambio se posterga para el 2008 y 2009, previéndose un nuevo aumento este año.
- No obstante, los recientes eventos en los mercados financieros internacionales y su posible efecto sobre el crecimiento mundial no permiten descartar que los precios caigan más rápido que lo previsto.



III. Escenario interno





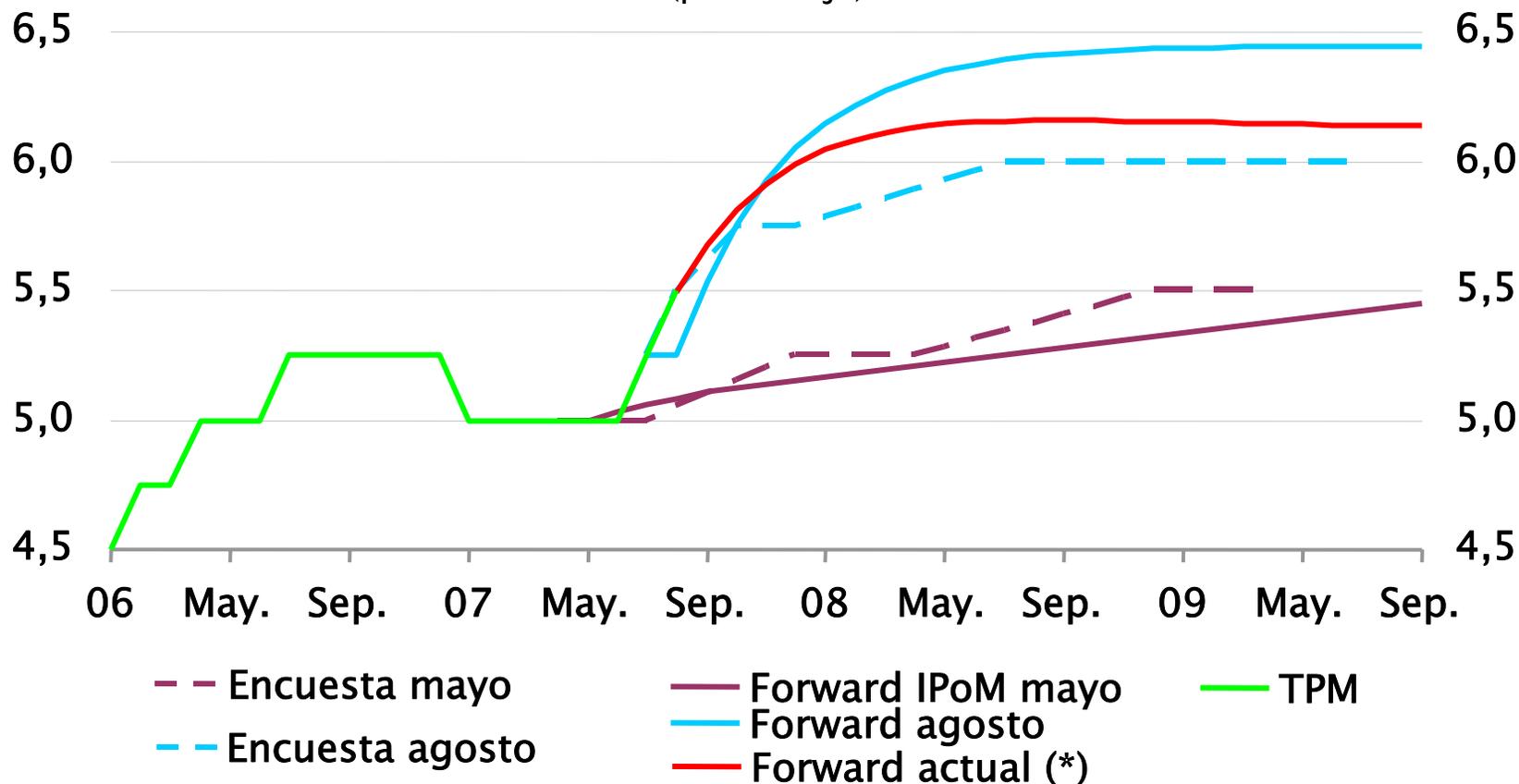
Condiciones financieras internas

- Desde el último Informe, el Consejo pasó de comunicar una perspectiva de mantención prolongada de la TPM a una de probables incrementos futuros en junio, para luego aplicar aumentos efectivos de 25 pb. en julio y agosto:
 - 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 de las holguras, esta se ubique en torno a 3% dentro del horizonte de política.
- Las expectativas de mercado evolucionaron de acuerdo con el cambio de escenario:
 - Este ajuste se atenuó a medida que en los mercados financieros internacionales aumentaron las dudas respecto de la solidez del escenario externo y sus implicancias para la economía chilena.



El mercado anticipa aumentos adicionales del orden de 50 pb. de la TPM hasta fines de año.

Expectativas para la TPM (porcentaje)

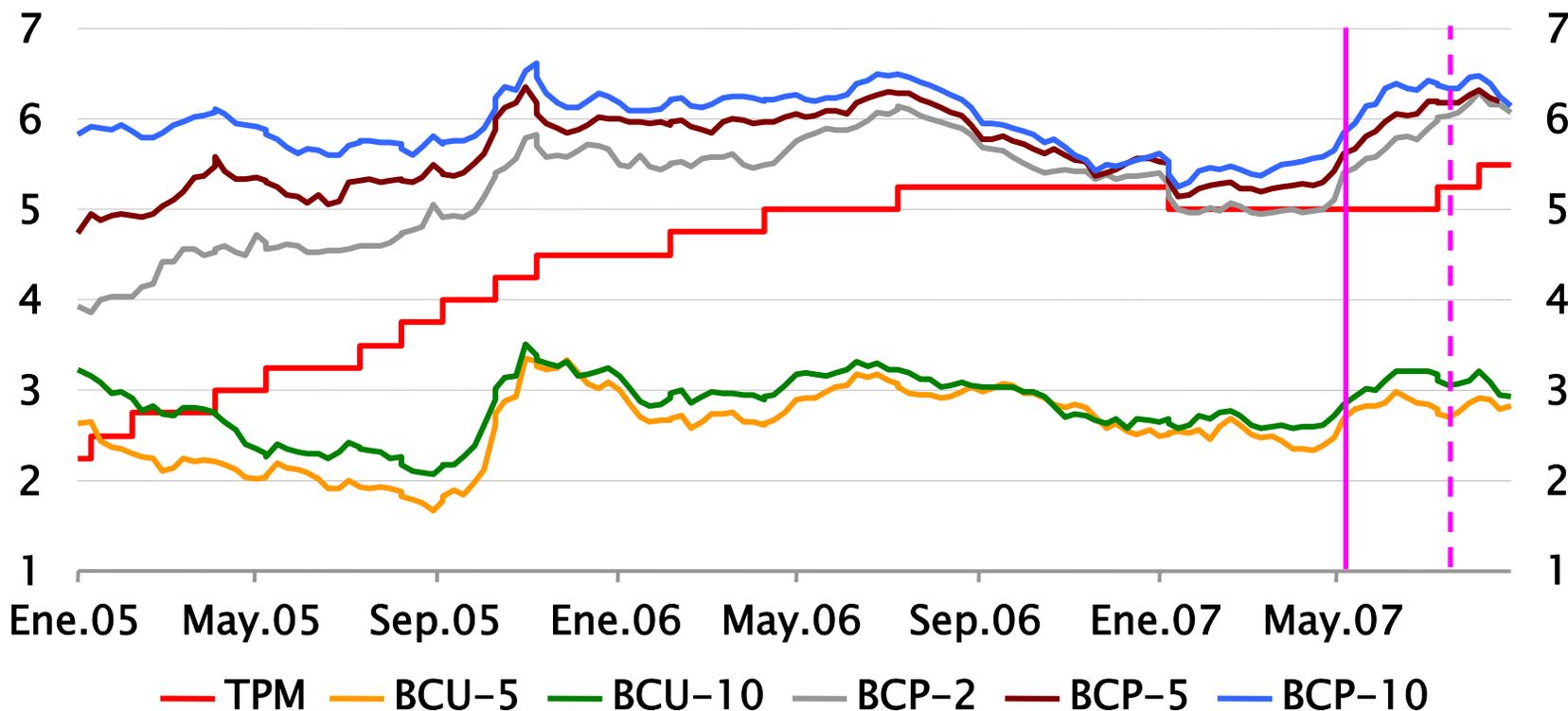


(*) Calculada con datos de las últimas dos semanas calendario.
Fuente: Banco Central de Chile.



Las tasas de interés en pesos aumentaron entre mayo y agosto, aunque con caídas recientes.

TPM y tasas documentos BCCh (porcentajes y promedios semanales)

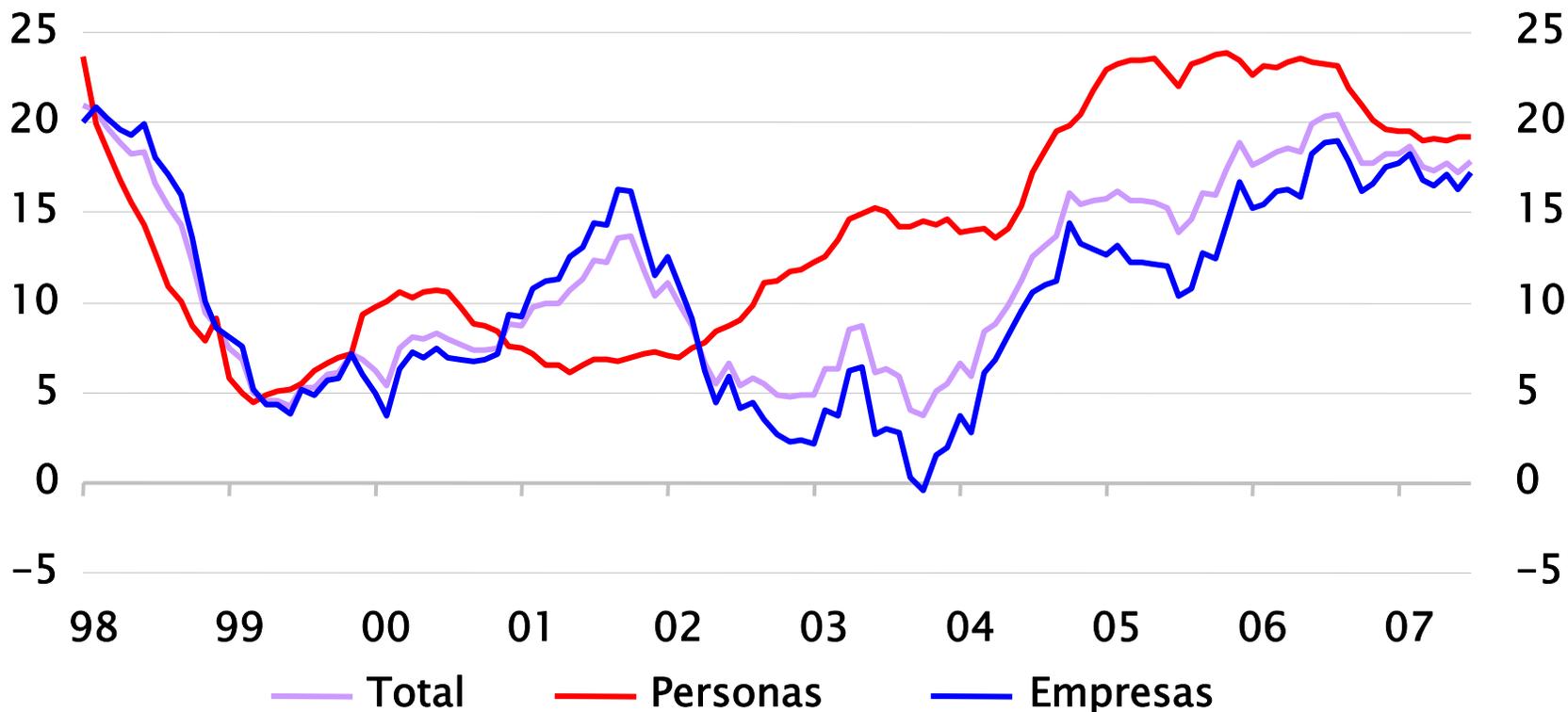


Fuente: Banco Central de Chile.



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

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

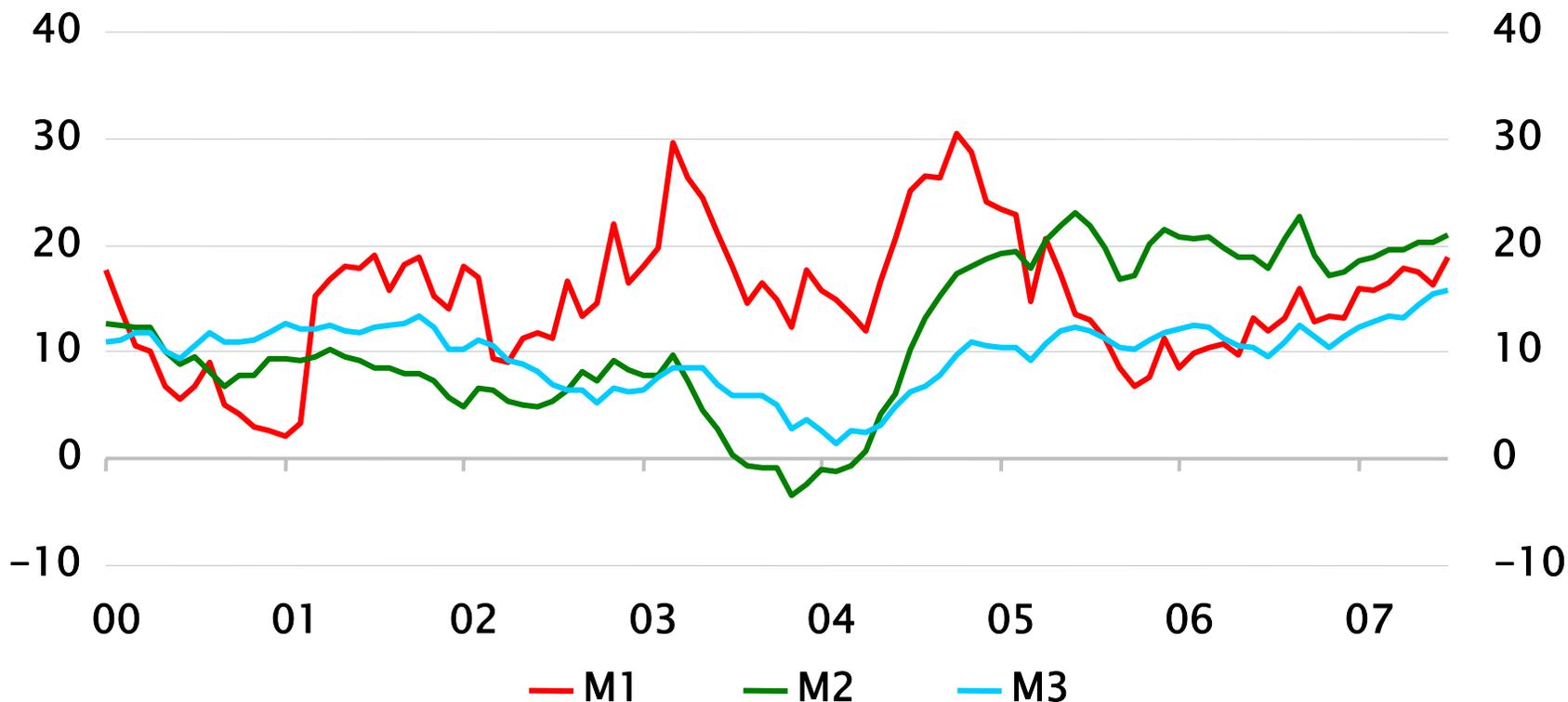


Fuente: Banco Central de Chile.



...mientras los agregados monetarios aumentan su dinamismo.

Agregados monetarios (variación nominal anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.



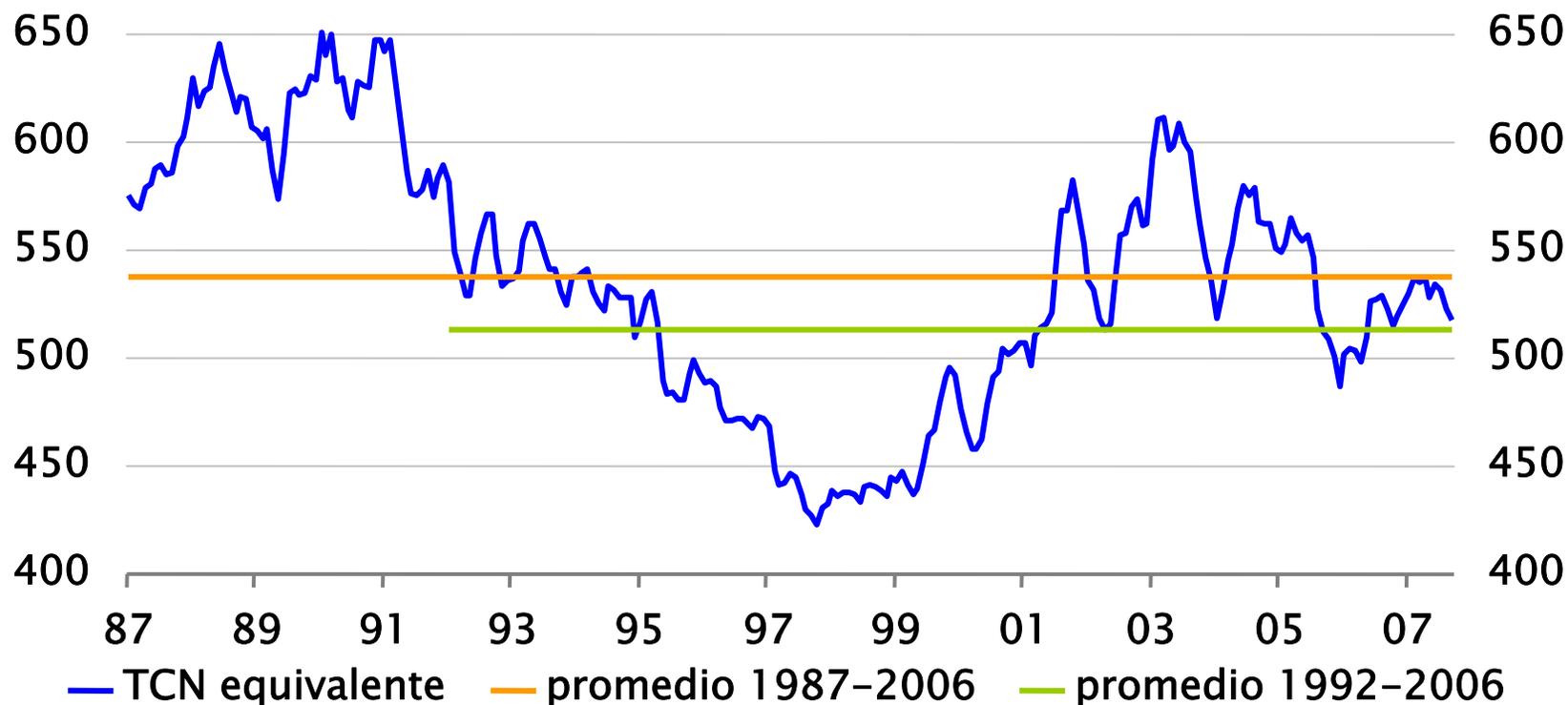
Tipo de cambio real y costos importados

- Excluidos los precios externos de algunos alimentos, no se aprecian cambios relevantes en las presiones de la inflación importada respecto de lo previsto en mayo.
- El tipo de cambio nominal, con vaivenes, está en niveles similares a los vigentes al cierre del IPoM de mayo, considerado el promedio de los diez días hábiles previos al cierre estadístico en ambos casos.
- El tipo de cambio real tampoco muestra movimientos significativos, y se estima que está en un nivel que es coherente con sus fundamentos de largo plazo.



El tipo de cambio real no ha diferido mayormente de su promedio histórico.

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

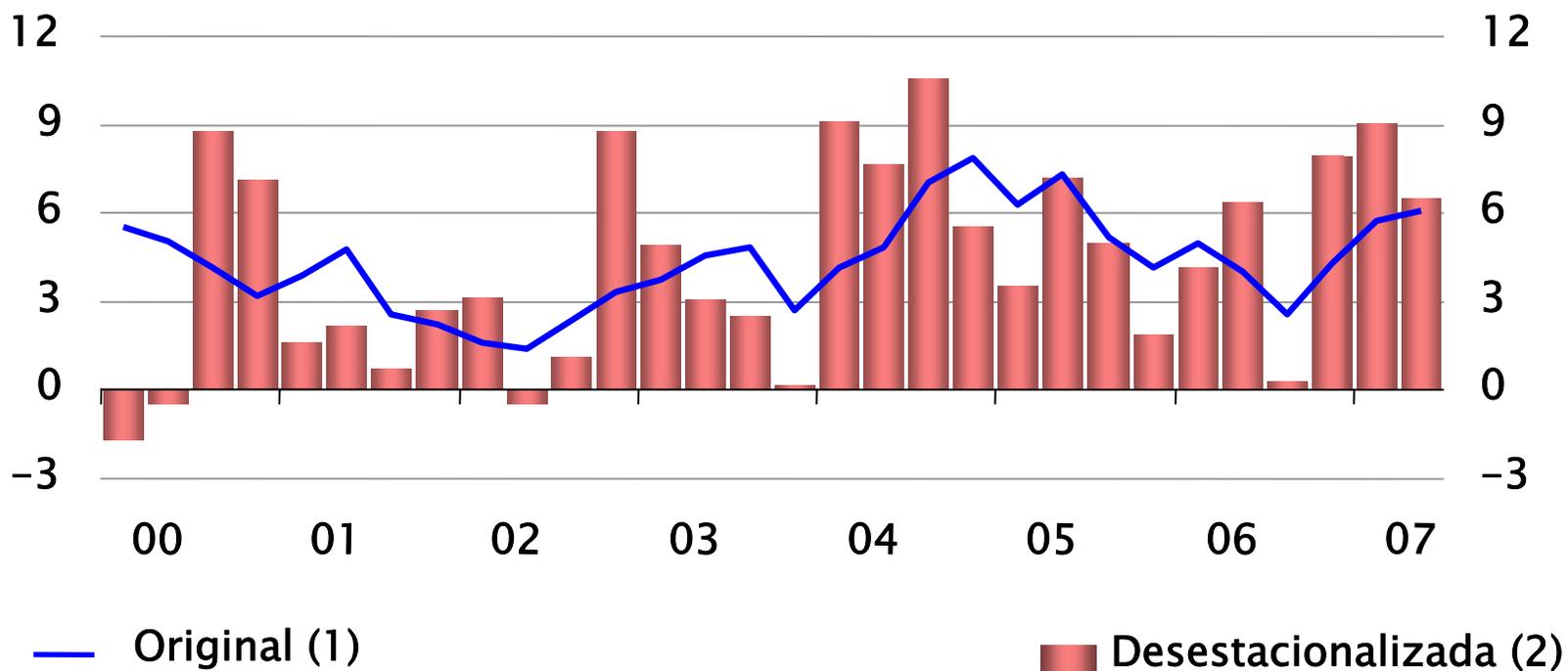


Fuente: Banco Central de Chile.



La actividad mantuvo la aceleración que se inició a fines del 2006.

Producto Interno Bruto (crecimiento real anual, porcentaje)



(1) Variación anual.

(2) Variación anual trimestral anualizada.

Fuente: Banco Central de Chile.



Actividad

- El crecimiento del primer semestre estuvo positivamente impulsado por el PIB resto (no vinculado a los RRNN), especialmente por los sectores comercio y construcción.
- En tanto, el PIB de RRNN se vio afectado por los recortes de gas natural y la escasez de recursos hídricos.



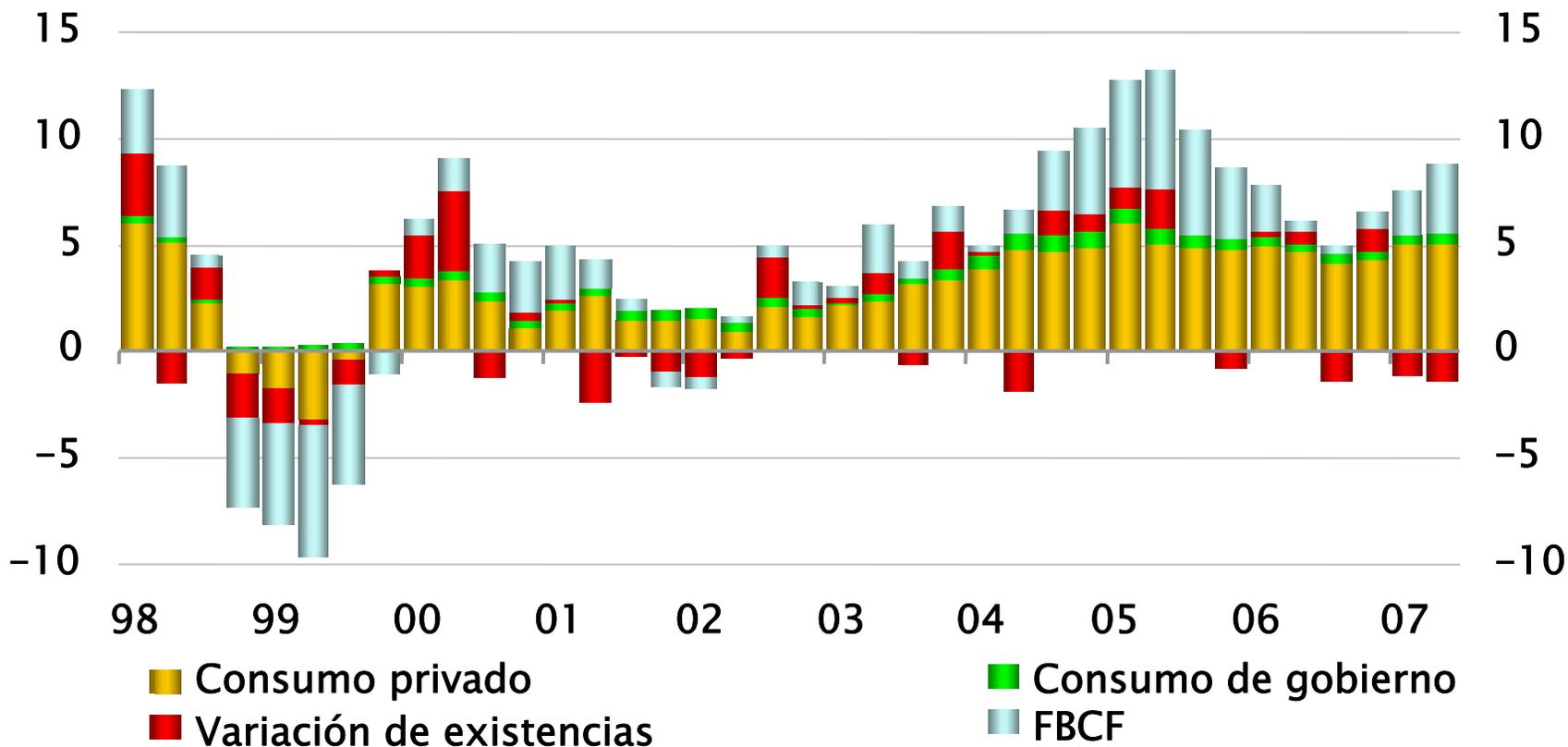
Efecto del panorama energético en la actividad

- 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:
 - En particular, en el segundo trimestre del 2007, la actividad del sector “Electricidad, Gas y Agua” cayó cerca de 11% anual (incidencia de $-0,3$ punto porcentual en el crecimiento del PIB del trimestre);
 - Las restricciones de gas natural también afectaron la producción de metanol ($-0,2$ punto porcentual de crecimiento del PIB en el segundo trimestre).
- La sustitución de gas natural y agua por otros combustibles ha provocado también un aumento significativo de las importaciones de bienes intermedios (petróleo diesel y hulla).



El crecimiento del 2007 se ha apoyado en el consumo privado y la aceleración de la inversión.

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

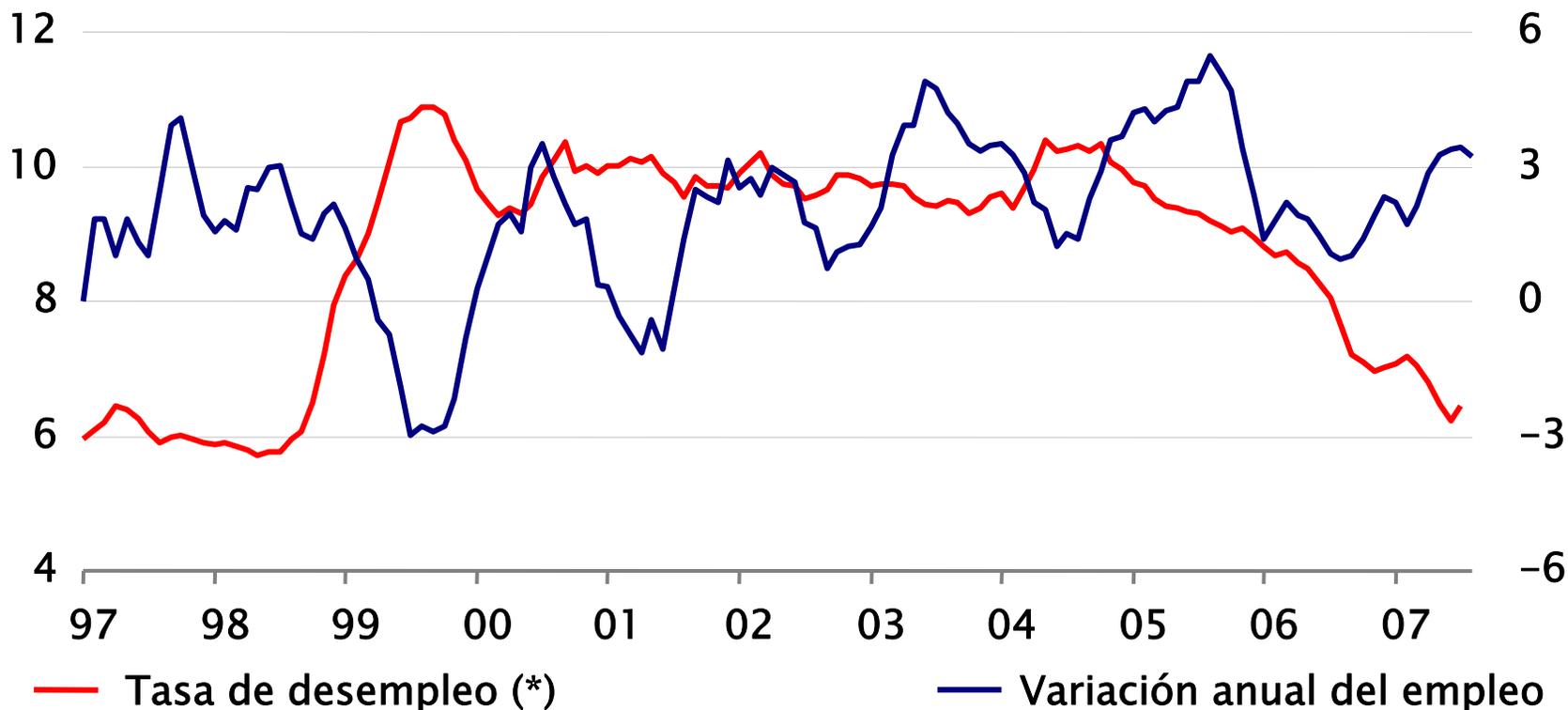


Fuente: Banco Central de Chile.



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

- El escenario base considera que el crecimiento tendencial de la economía se sitúa en torno a 5%.
- El nivel del PIB se ubicaría actualmente, y en los próximos trimestres, en torno a su valor de tendencia.
- Como siempre, existe el riesgo de que el crecimiento tendencial de la economía y sus holguras disponibles, ambas variables inobservables, difieran de lo estimado.
- En lo que resta del año, la actividad crecería a una tasa similar a la del primer semestre.



En el escenario base el PIB crecerá entre $5\frac{3}{4}$ y $6\frac{1}{4}$ este año, y a una tasa un poco menor el 2008.

Proyección de PIB
(variación anual, porcentaje)

	2005	2006	2007 (f)	2008 (f)
PIB	5,7	4,0	$5\frac{3}{4} - 6\frac{1}{4}$	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.



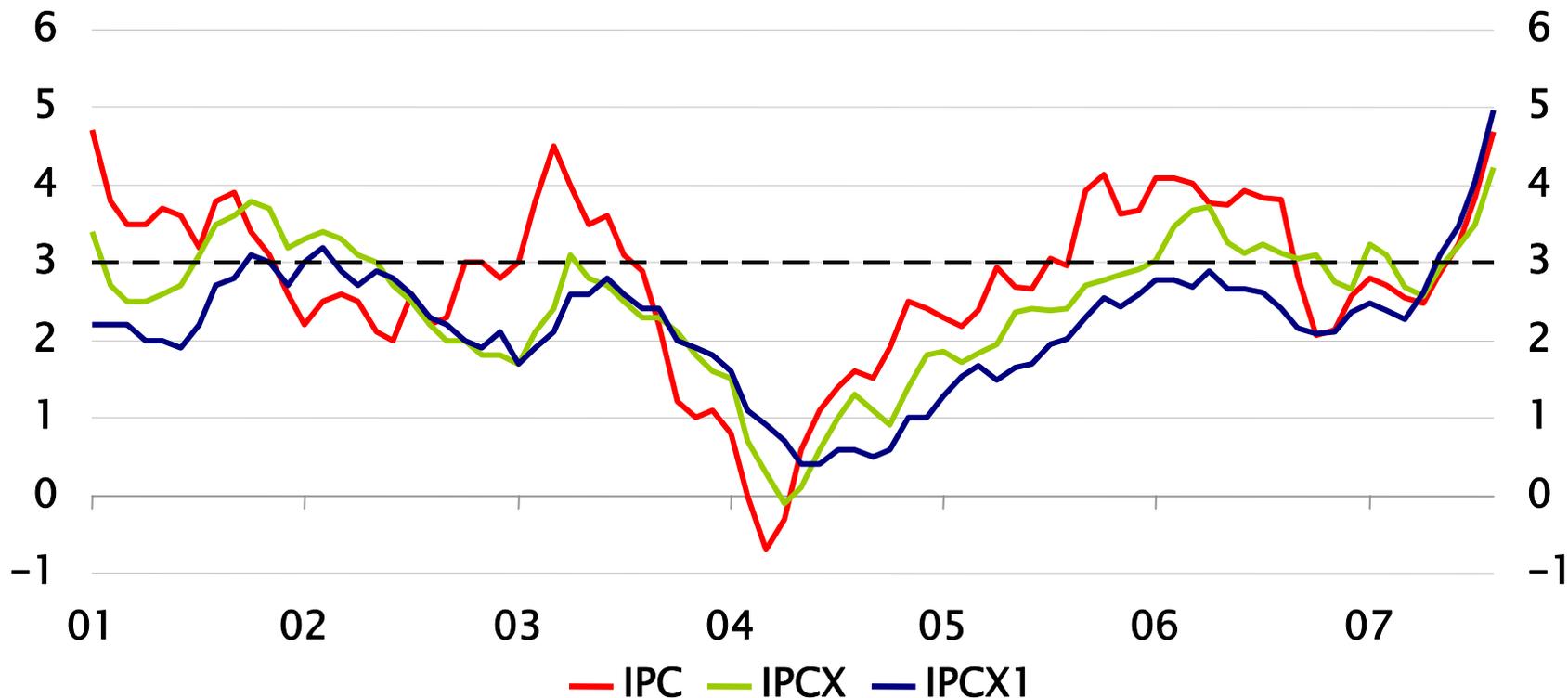
Actividad en el escenario base

- 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:
 - Considerando el ajuste en la meta de superávit estructural, desde 1,0 a 0,5% del PIB; la revisión de sus parámetros; los mayores costos de producción; la evolución de la producción de cobre; y el precio del molibdeno.
- 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)

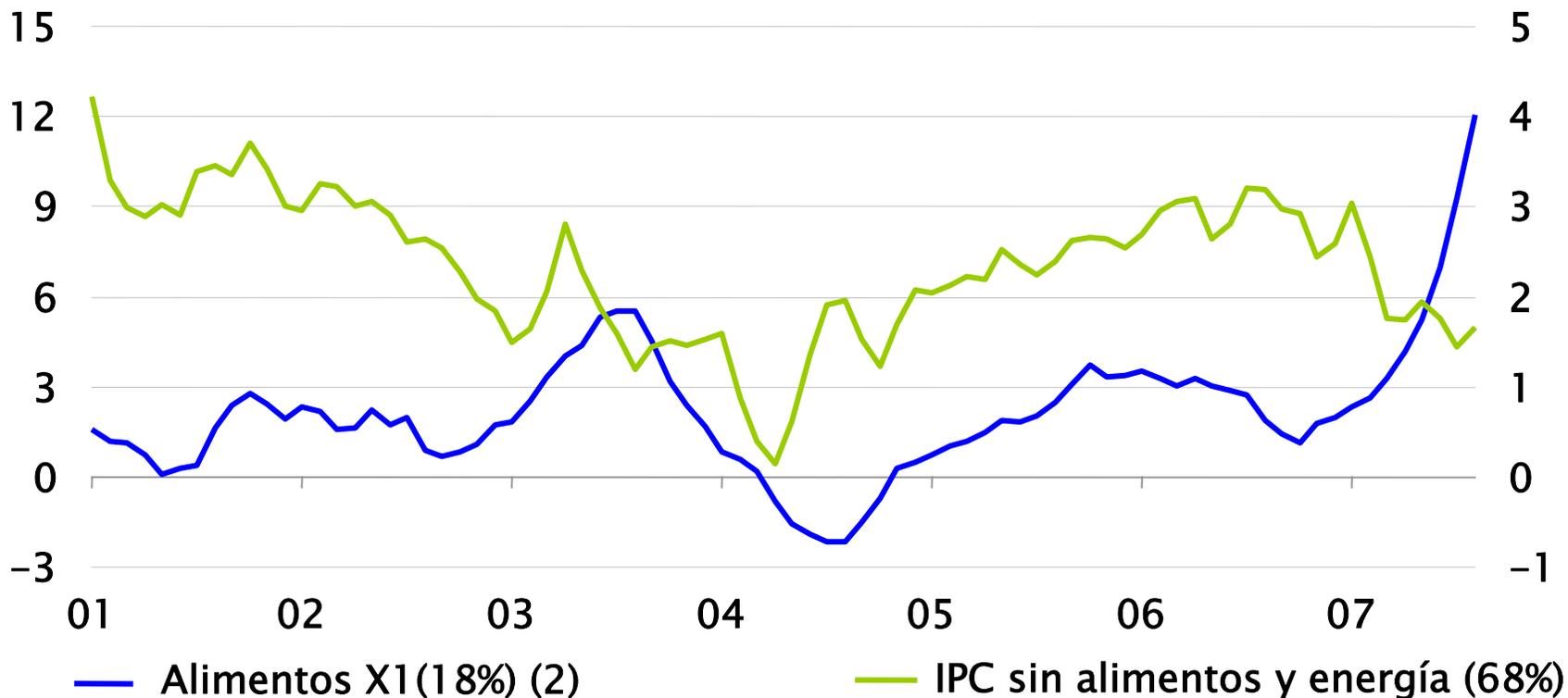


Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



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

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

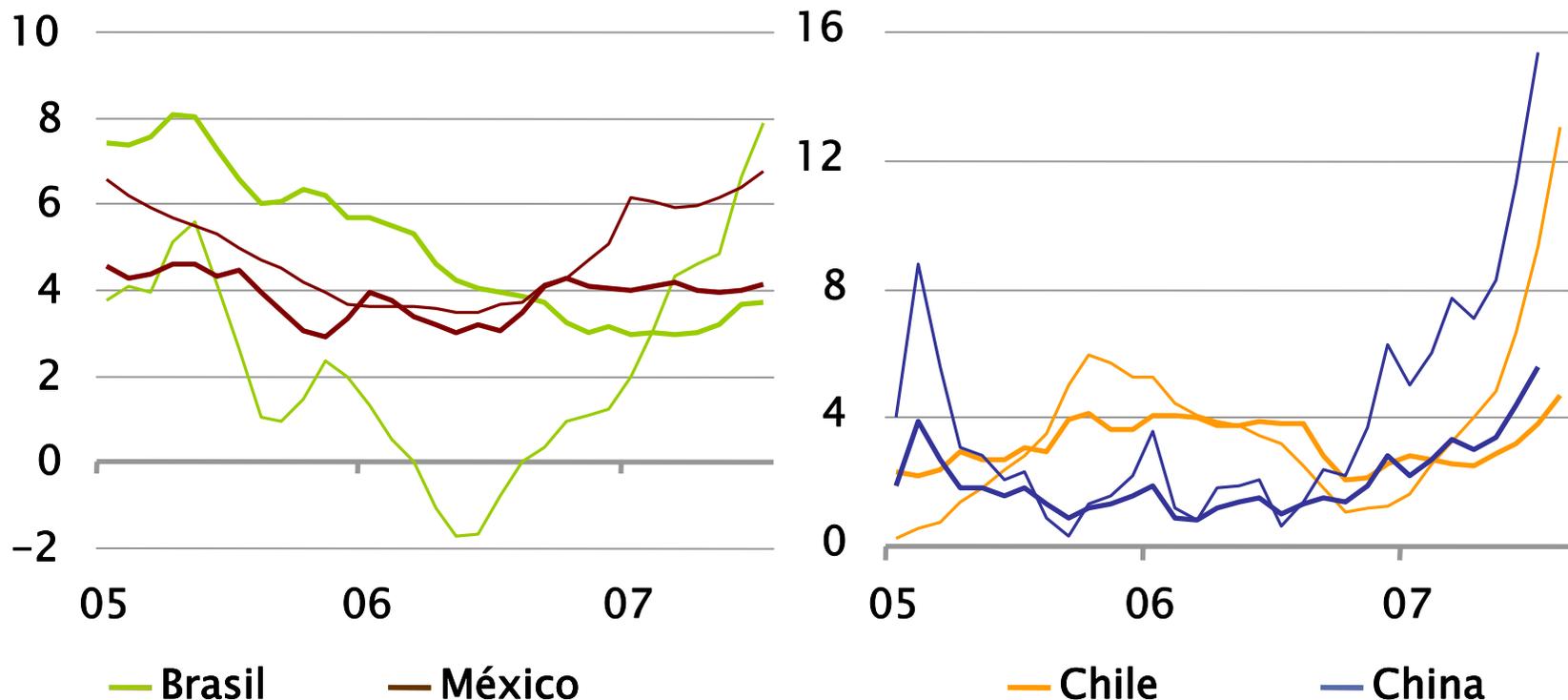


(1) Entre paréntesis, las participaciones sobre la canasta del IPC.
(2) Excluye frutas y verduras frescas, carnes y pescados.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



Los precios de alimentos también presionan la inflación en otras economías emergentes.

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

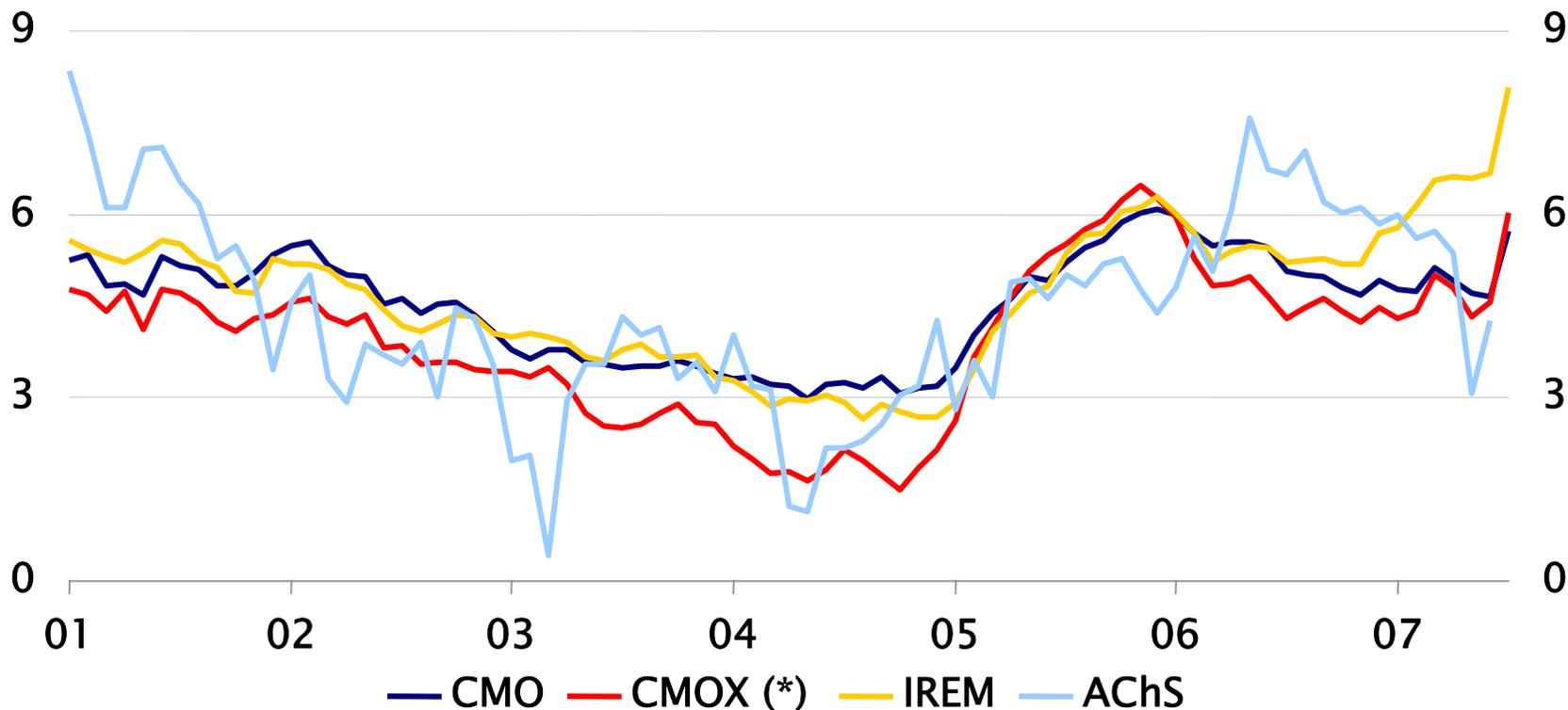


(*) Líneas gruesas corresponden a IPC total y líneas delgadas a IPC alimentos.
Fuentes: Banco Central de Chile, Banco de México, Bloomberg e Instituto Brasileiro de Geografía y Estadística.



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)



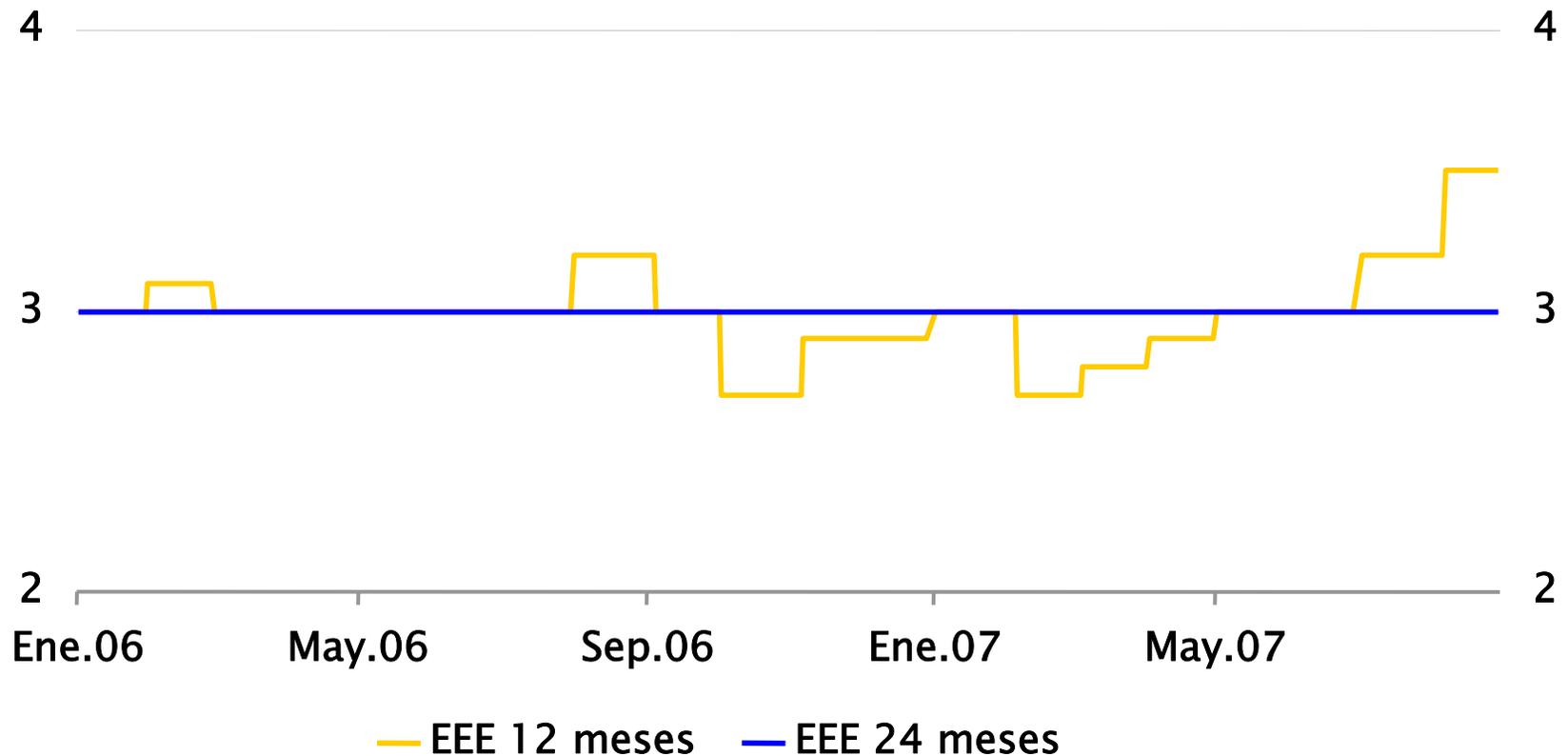
(*) Sin servicios comunales, sociales y personales, EGA ni minería.

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.



La inflación IPC estará en torno 5,5% hasta mediados del 2008, luego descenderá a 3%.

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.



Propagación de los shocks recientes

- 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.
- Como ocurre con cambios significativos de precios, existe el riesgo de que su propagación sea mayor:
 - Por ejemplo, a través de efectos sobre costos laborales superiores a los habituales.
- El Consejo pondrá especial atención a esto, ya que la confianza en la meta inflacionaria es crucial en la determinación de la tendencia inflacionaria:
 - Y adoptará las decisiones que sean necesarias para mantener su compromiso con la meta de inflación.



IV. Conclusiones





Conclusiones

- En lo que va del año, el crecimiento del PIB ha sido elevado, por sobre la tendencia y 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.
- Hay una serie de riesgos, tanto en el escenario externo como en el interno, cuya materialización podría afectar esta proyección.
- El Consejo considera que, atendidos los posibles eventos alternativos, el balance de riesgos para la actividad está sesgado a la baja.



Conclusiones

- En el lado de la inflación es donde se han concentrado las principales noticias.
- La inflación ha estado influida principalmente por alzas en el precio 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.
- Luego descenderá hacia 3% en la segunda mitad del 2008 y se mantendrá en torno a ese valor hasta fines del horizonte de proyección, en esta ocasión el tercer trimestre del 2009.



Conclusiones

- Se han identificado riesgos en el frente inflacionario que se relacionan tanto con la evolución de la brecha de capacidad como de la propagación de los shocks de precios y de las turbulencias financieras externas.
- Atendidos los posibles eventos alternativos, el Consejo considera que el balance de riesgos para la inflación está equilibrado.



Conclusiones

- 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%.
- Como siempre, la evolución de la TPM dependerá de la información que se acumule y de sus implicancias sobre la inflación proyectada.

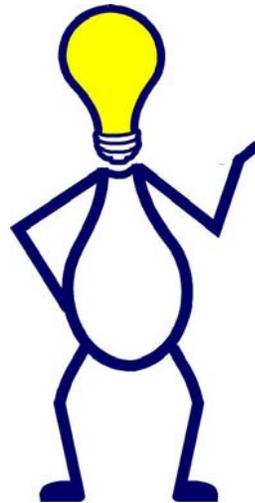


Conclusiones

- En particular, el Consejo se mantendrá atento a la evolución de los mercados financieros internacionales y lo que ello implique para el escenario de crecimiento e inflación.
- El Consejo también considera que un cuadro de fuertes shocks de precios específicos y escasas holguras, requiere especial seguimiento, tanto de la eventual propagación a otros precios como de las expectativas de inflación a mediano y largo plazo.
- Al actuar de esta forma y dar así cumplimiento a la misión asignada, el Banco Central efectúa su mejor contribución al crecimiento de la economía y al bienestar de la población.



Gracias por su atención





INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Enrique Marshall Rivera
Consejero

Temuco