



# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Septiembre 2007



# 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:
  - 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:
  - Esta trayectoria está influida principalmente por el comportamiento de los alimentos, dadas las alzas de sus símiles externos y condiciones climáticas adversas, a lo que se suman aumentos de las tarifas eléctricas.
  - Estos shocks no representan, necesariamente, presiones inflacionarias ligadas a la evolución del ciclo económico en Chile.



# 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 por sobre lo previsto:
  - Favorecido por el estímulo de las políticas macroeconómicas internas y el entorno internacional.
- El nivel del PIB se ubicaría 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 propaga 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 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.



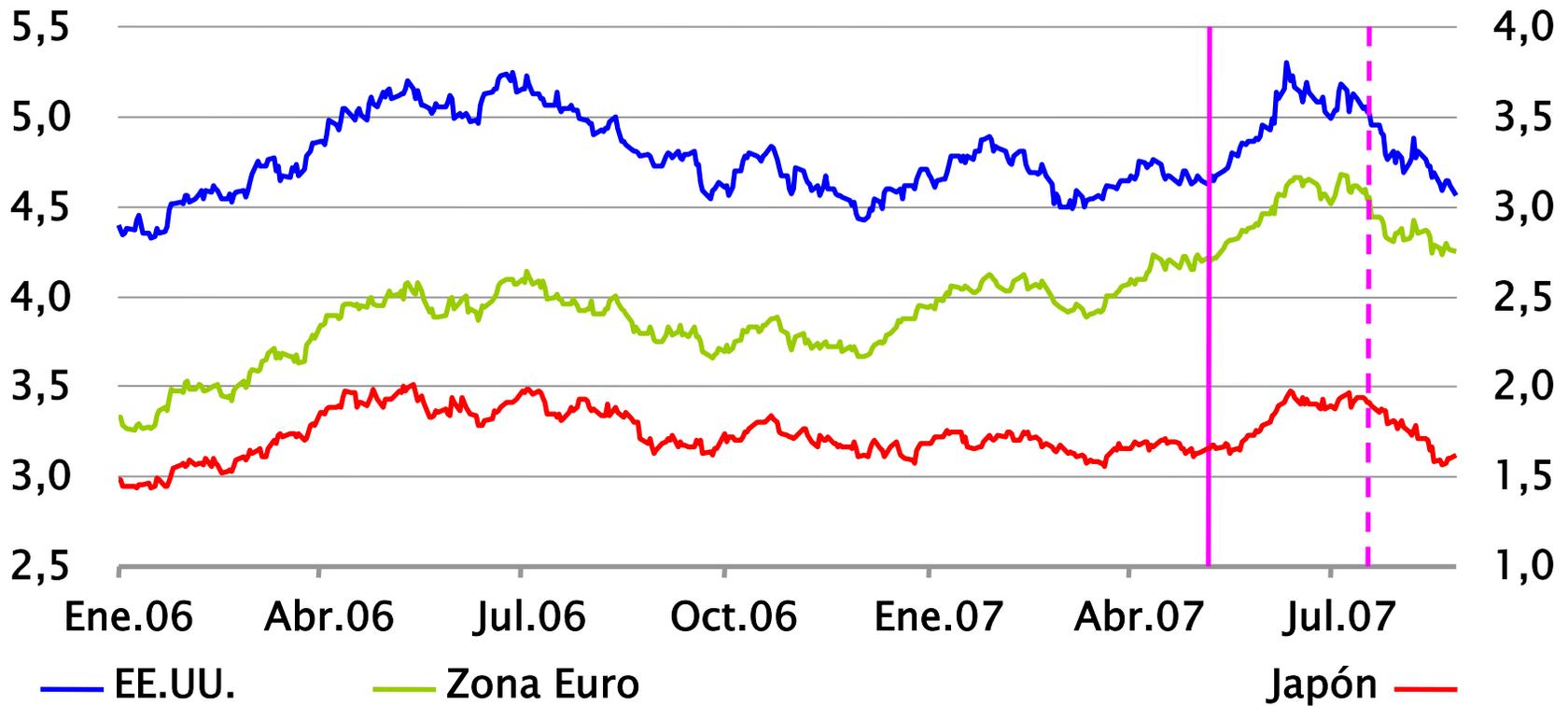
# Ajuste en mercados financieros internacionales

- Los ajustes en los mercados financieros se han hecho sentir también en otras 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)

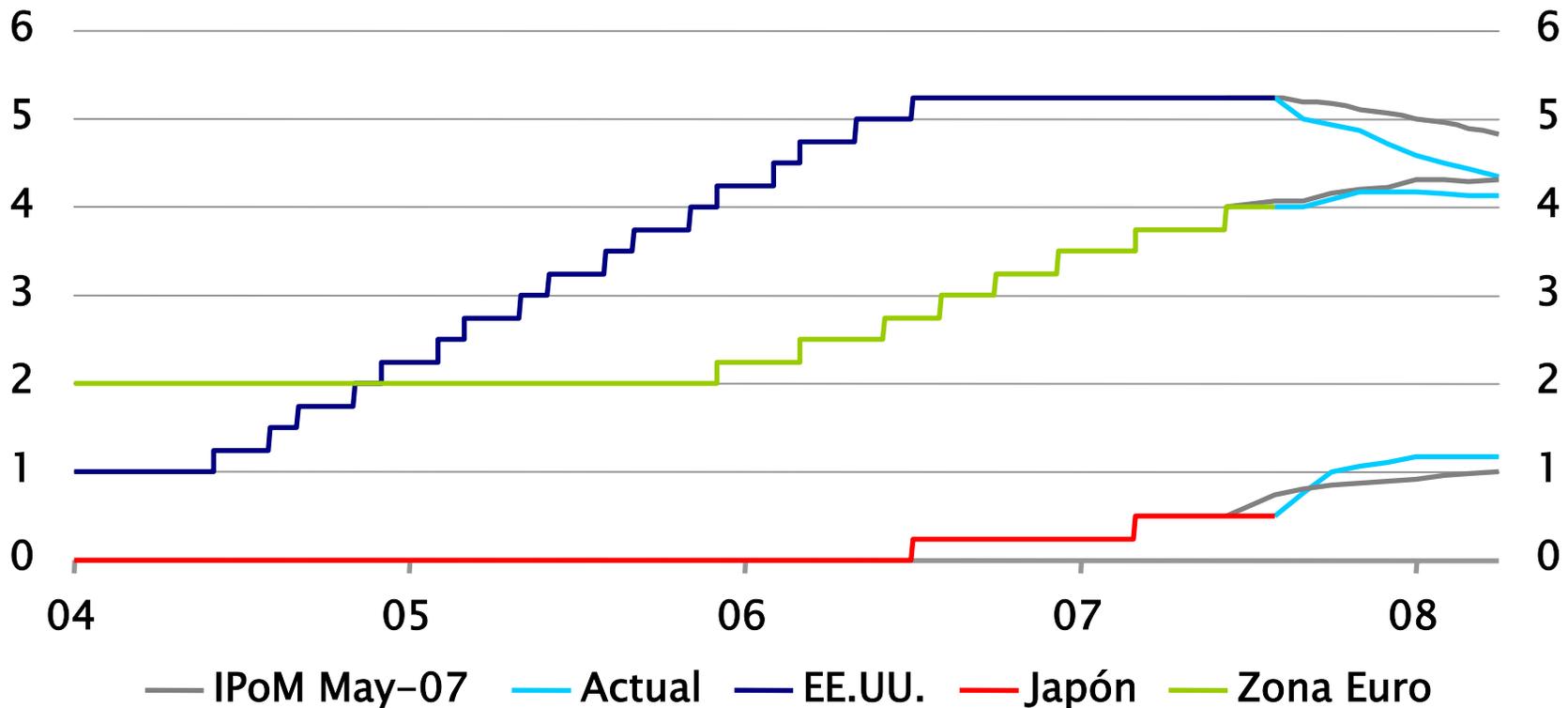


Fuente: Bloomberg.



... 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.



## El efecto en mercados bursátiles del episodio reciente es comparable al de mayo del 2006...

### Impacto en mercados bursátiles (variación acumulada, porcentaje)

	Mayo 2006 (1)	Febrero 2007 (2)	Agosto 2007 (3)	
Argentina	-17,3	-11,0	-13,3	Argentina
Australia	-11,7	-8,7	-20,0	Australia
Brasil	-24,6	-13,1	-24,1	Brasil
Corea del sur	-17,2	-7,9	-18,2	Corea del sur
Chile	-14,2	-4,1	-11,8	Chile
EE.UU.	-6,2	-4,6	-6,6	EE.UU.
Filipinas	-22,2	-12,8	-25,6	Filipinas
Hungría	-29,9	-7,0	-22,6	Hungría
Indonesia	-22,2	-6,4	-20,2	Indonesia
Japón	-15,0	-4,9	-10,0	Japón
Malasia	-9,6	-13,9	-15,5	Malasia
México	-22,1	-9,6	-14,5	México
Nueva Zelanda	-8,0	-6,3	-22,8	Nueva Zelanda
Polonia	-19,2	-9,4	-16,0	Polonia
Reino Unido	-9,1	-7,6	-11,5	Reino Unido
Rusia	-18,8	-12,4	-11,8	Rusia
Sudáfrica	-27,1	-13,4	-17,5	Sudáfrica
Turquía	-39,9	-13,7	-19,8	Turquía
Zona Euro	-11,1	-7,3	-11,0	Zona Euro

(1) Corresponde a la variación entre el 10 de mayo y el 27 de junio.

(2) Corresponde a la variación entre el 26 de febrero y el 5 de marzo.

(3) Corresponde a la variación entre el 19 de julio y el 17 de agosto.

Fuente: Bloomberg.



...con una recuperación marcada del dólar frente al resto de las monedas, con excepción del yen...

### Impacto en mercados cambiarios

(moneda local respecto del dólar; variación acumulada, porcentaje)

	Mayo 2006 (1)	Febrero 2007 (2)	Agosto 2007 (3)	
Argentina	1,5	0,0	1,7	Argentina
Australia	5,8	3,0	10,3	Australia
Brasil	8,0	2,6	8,8	Brasil
Corea del sur	3,2	1,2	2,9	Corea del sur
Chile	7,3	1,0	1,9	Chile
Filipinas	4,0	1,0	4,1	Filipinas
Hungría	7,0	0,7	5,1	Hungría
Indonesia	6,6	2,0	3,3	Indonesia
Japón	5,2	-4,2	-6,3	Japón
Malasia	2,9	0,7	2,3	Malasia
México	5,4	1,0	3,1	México
Nueva Zelanda	3,3	5,2	13,6	Nueva Zelanda
Polonia	6,1	0,6	1,8	Polonia
Reino Unido	2,3	2,2	3,4	Reino Unido
Rusia	0,1	0,4	1,4	Rusia
Sudáfrica	20,3	5,9	6,8	Sudáfrica
Turquía	20,3	5,1	7,0	Turquía
Zona Euro	1,6	0,7	2,4	Zona Euro

(1) Corresponde a la variación entre el 10 de mayo y el 27 de junio.

(2) Corresponde a la variación entre el 26 de febrero y el 5 de marzo.

(3) Corresponde a la variación entre el 19 de julio y el 17 de agosto.

Fuente: Bloomberg.



...mientras el efecto en el peso ha sido reducido.

**Impacto en mercados cambiarios**  
(moneda local respecto del dólar; variación acumulada, porcentaje)

	Mayo 2006 (1)	Febrero 2007 (2)	Agosto 2007 (3)	
Argentina	1,5	0,0	1,7	Argentina
Australia	5,8	3,0	10,3	Australia
Brasil	8,0	2,6	8,8	Brasil
Corea del sur	3,2	1,2	2,9	Corea del sur
Chile	7,3	1,0	1,9	Chile
Filipinas	4,0	1,0	4,1	Filipinas
Hungría	7,0	0,7	5,1	Hungría
Indonesia	6,6	2,0	3,3	Indonesia
Japón	5,2	-4,2	-6,3	Japón
Malasia	2,9	0,7	2,3	Malasia
México	5,4	1,0	3,1	México
Nueva Zelanda	3,3	5,2	13,6	Nueva Zelanda
Polonia	6,1	0,6	1,8	Polonia
Reino Unido	2,3	2,2	3,4	Reino Unido
Rusia	0,1	0,4	1,4	Rusia
Sudáfrica	20,3	5,9	6,8	Sudáfrica
Turquía	20,3	5,1	7,0	Turquía
Zona Euro	1,6	0,7	2,4	Zona Euro

(1) Corresponde a la variación entre el 10 de mayo y el 27 de junio.

(2) Corresponde a la variación entre el 26 de febrero y el 5 de marzo.

(3) Corresponde a la variación entre el 19 de julio y el 17 de agosto.

Fuente: Bloomberg.



## Las tasas de interés suben en países emergentes por búsqueda de activos más seguros...

### Impacto en mercados locales de bonos de gobierno (variación acumulada, puntos base)

	Mayo 2006 (1)	Febrero 2007 (2)	Agosto 2007 (3)	
Argentina	--	--	382	Argentina
Australia	4	-18	-36	Australia
Brasil	15	35	90	Brasil
Corea del sur	--	--	--	Corea del sur
Chile	25	-7	-8	Chile
EE.UU.	8	-13	-33	EE.UU.
Filipinas	--	--	--	Filipinas
Hungría	108	6	53	Hungría
Indonesia	118	7	112	Indonesia
Japón	-9	-4	-33	Japón
Malasia	30	-3	23	Malasia
México	50	-6	27	México
Nueva Zelanda	9	-12	-60	Nueva Zelanda
Polonia	72	-5	12	Polonia
Reino Unido	4	-9	-34	Reino Unido
Rusia	-11	0	26	Rusia
Sudáfrica	122	20	3	Sudáfrica
Turquía	679	75	161	Turquía
Zona Euro	11	-8	-26	Zona Euro

(1) Corresponde a la variación entre el 10 de mayo y el 27 de junio.

(2) Corresponde a la variación entre el 26 de febrero y el 5 de marzo.

(3) Corresponde a la variación entre el 19 de julio y el 17 de agosto.

Fuente: Bloomberg.



... en Chile, por el contrario, bajaron.

### Impacto en mercados locales de bonos de gobierno (variación acumulada, puntos base)

	Mayo 2006 (1)	Febrero 2007 (2)	Agosto 2007 (3)	
Argentina	--	--	382	Argentina
Australia	4	-18	-36	Australia
Brasil	15	35	90	Brasil
Corea del sur	--	--	--	Corea del sur
Chile	25	-7	-8	Chile
EE.UU.	8	-13	-33	EE.UU.
Filipinas	--	--	--	Filipinas
Hungría	108	6	53	Hungría
Indonesia	118	7	112	Indonesia
Japón	-9	-4	-33	Japón
Malasia	30	-3	23	Malasia
México	50	-6	27	México
Nueva Zelanda	9	-12	-60	Nueva Zelanda
Polonia	72	-5	12	Polonia
Reino Unido	4	-9	-34	Reino Unido
Rusia	-11	0	26	Rusia
Sudáfrica	122	20	3	Sudáfrica
Turquía	679	75	161	Turquía
Zona Euro	11	-8	-26	Zona Euro

(1) Corresponde a la variación entre el 10 de mayo y el 27 de junio.

(2) Corresponde a la variación entre el 26 de febrero y el 5 de marzo.

(3) Corresponde a la variación entre el 19 de julio y el 17 de agosto.

Fuente: Bloomberg.



## Los premios soberanos también aumentan...

### Impacto en mercado de bonos emergentes (variación acumulada, puntos base)

	Mayo 2006 (1)	Febrero 2007 (2)	Agosto 2007 (3)	
Argentina	102	26	146	Argentina
Brasil	50	19	48	Brasil
Chile	7	6	22	Chile
Filipinas	67	25	64	Filipinas
Hungría	11	1	16	Hungría
Indonesia	51	30	88	Indonesia
Malasia	13	2	32	Malasia
México	34	13	36	México
Polonia	10	4	14	Polonia
Rusia	29	14	44	Rusia
Sudáfrica	44	-2	37	Sudáfrica
Turquía	147	27	50	Turquía

(1) Corresponde a la variación entre el 10 de mayo y el 27 de junio.

(2) Corresponde a la variación entre el 26 de febrero y el 5 de marzo.

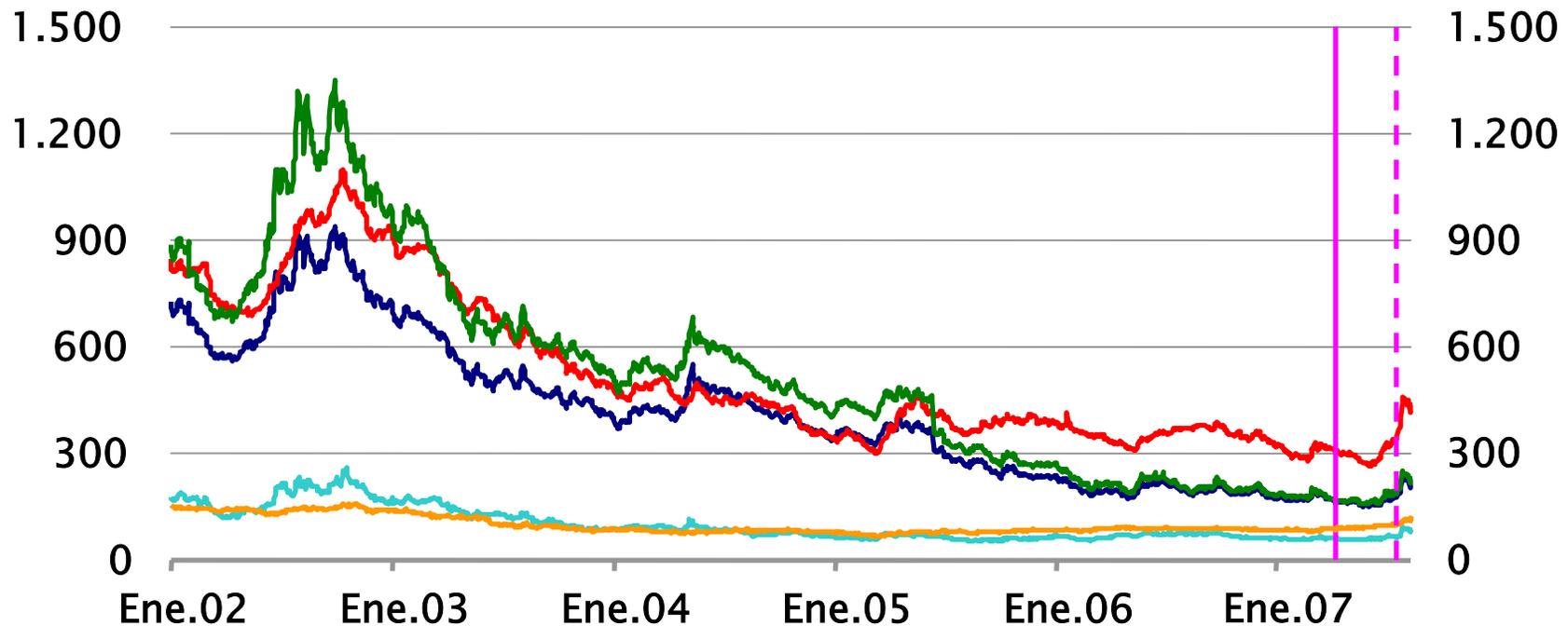
(3) Corresponde a la variación entre el 19 de julio y el 17 de agosto.

Fuentes: Bloomberg y JP Morgan Chase.



...en especial para activos más riesgosos.

### 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.

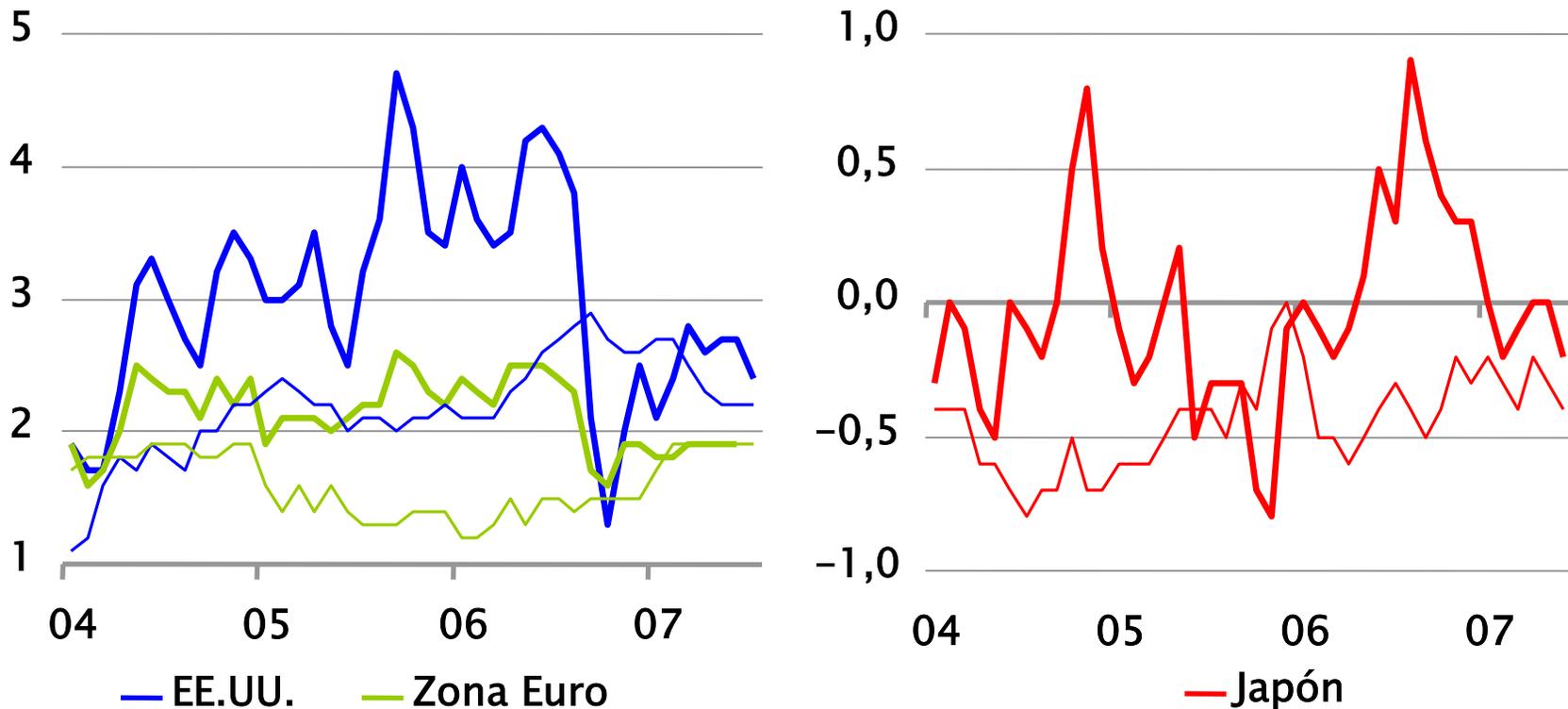
(2) Corresponde al premio por riesgo pagado por bonos corporativos en EE.UU. con grado clasificación A.

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)

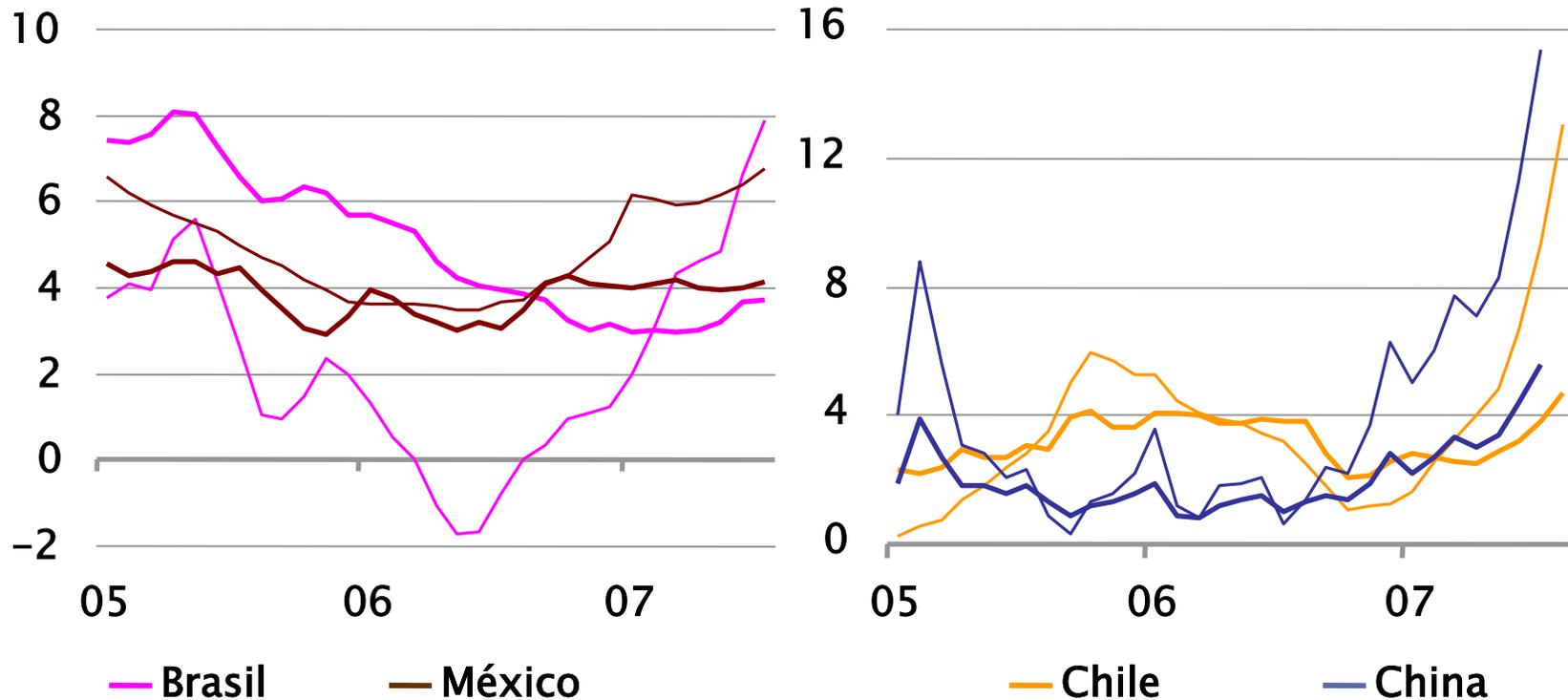


(\*) Líneas gruesas corresponden a IPC total y líneas delgadas a IPC subyacente.  
Fuente: Bloomberg.



# 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

- 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.
- 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.
- En contraste, economías emergentes se han mostrado más dinámicas que lo anticipado:
  - Destaca el elevado crecimiento de China, India y Rusia.



# Actividad en el mundo

- No obstante lo anterior, el crecimiento proyectado para distintas economías 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	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	
				May.07	Sep.07	May.07	Sep.07	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:
  - Ha estado afectado por menores niveles de producción asociados a conflictos laborales en distintos yacimientos.



Dado lo anterior, las proyecciones para el precio del cobre se ajustan al alza.

### 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.



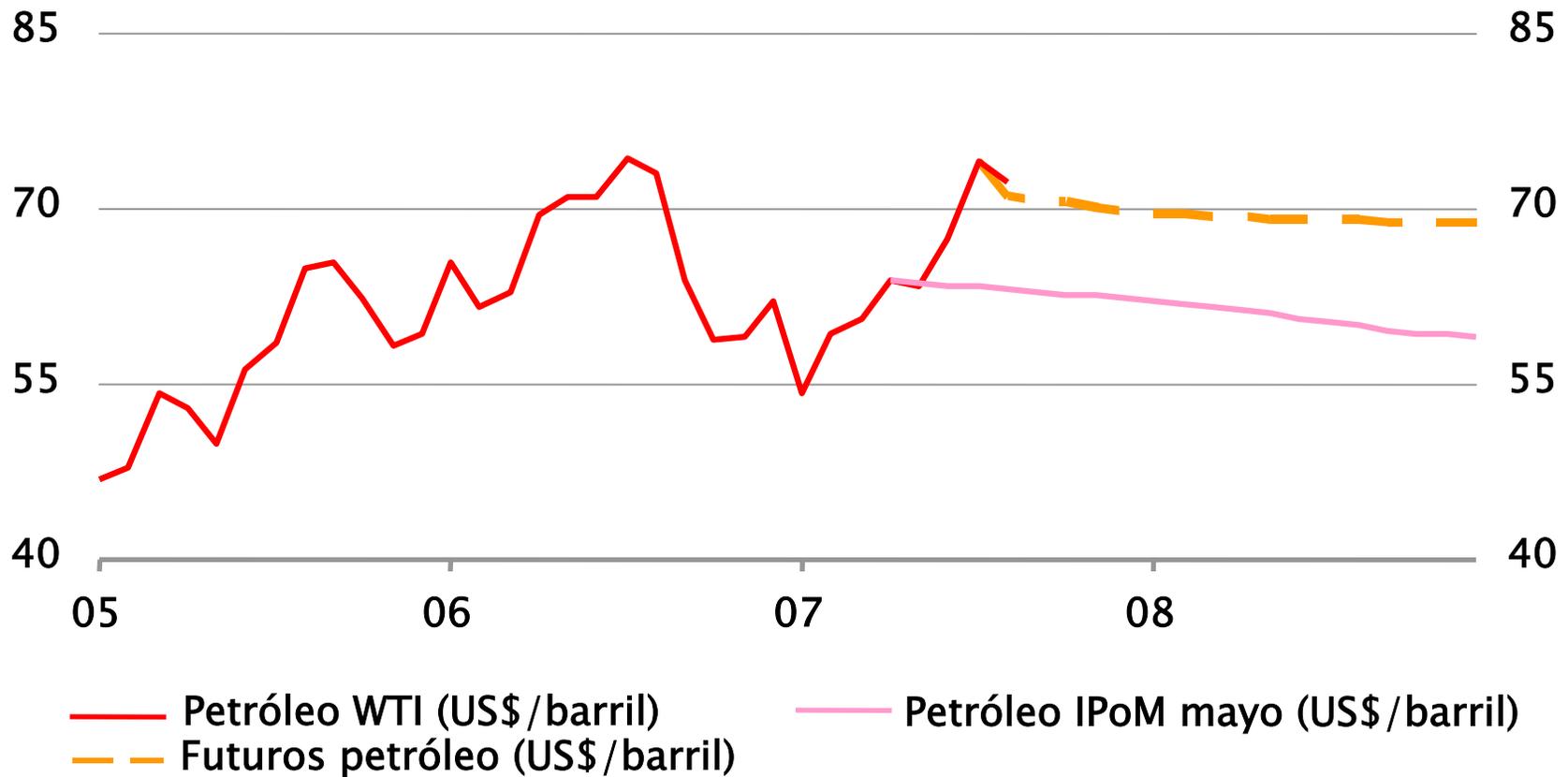
# Precios de productos básicos

- 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.



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

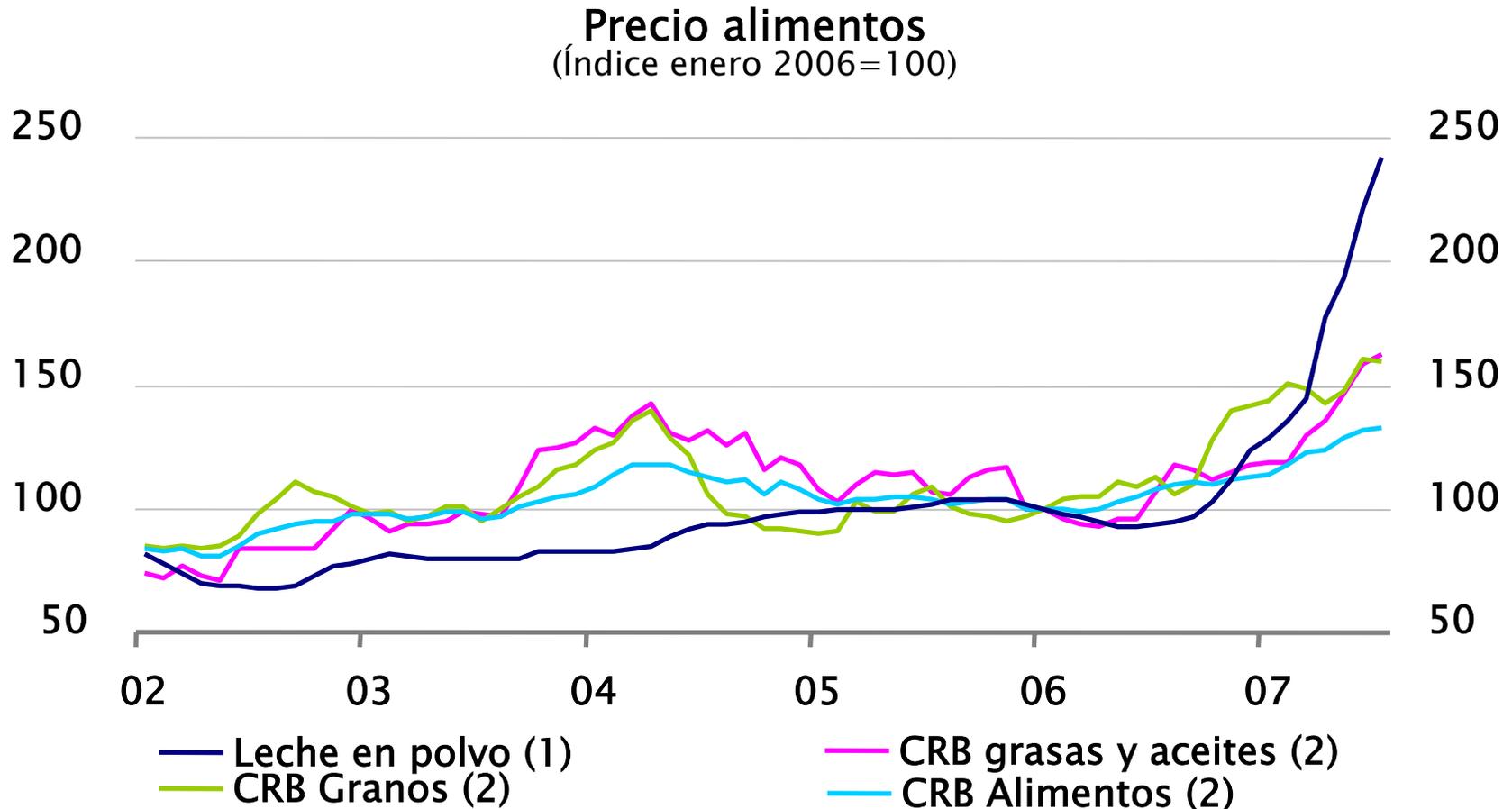
### Precio del petróleo WTI (promedios mensuales)



Fuente: Bloomberg.



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



(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 2008 y 2009, previéndose un nuevo aumento este año.
- No obstante, los recientes eventos en los mercados financieros internacionales y su posible efecto sobre crecimiento mundial no permiten descartar que los precios caigan más rápido que lo previsto.



## 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



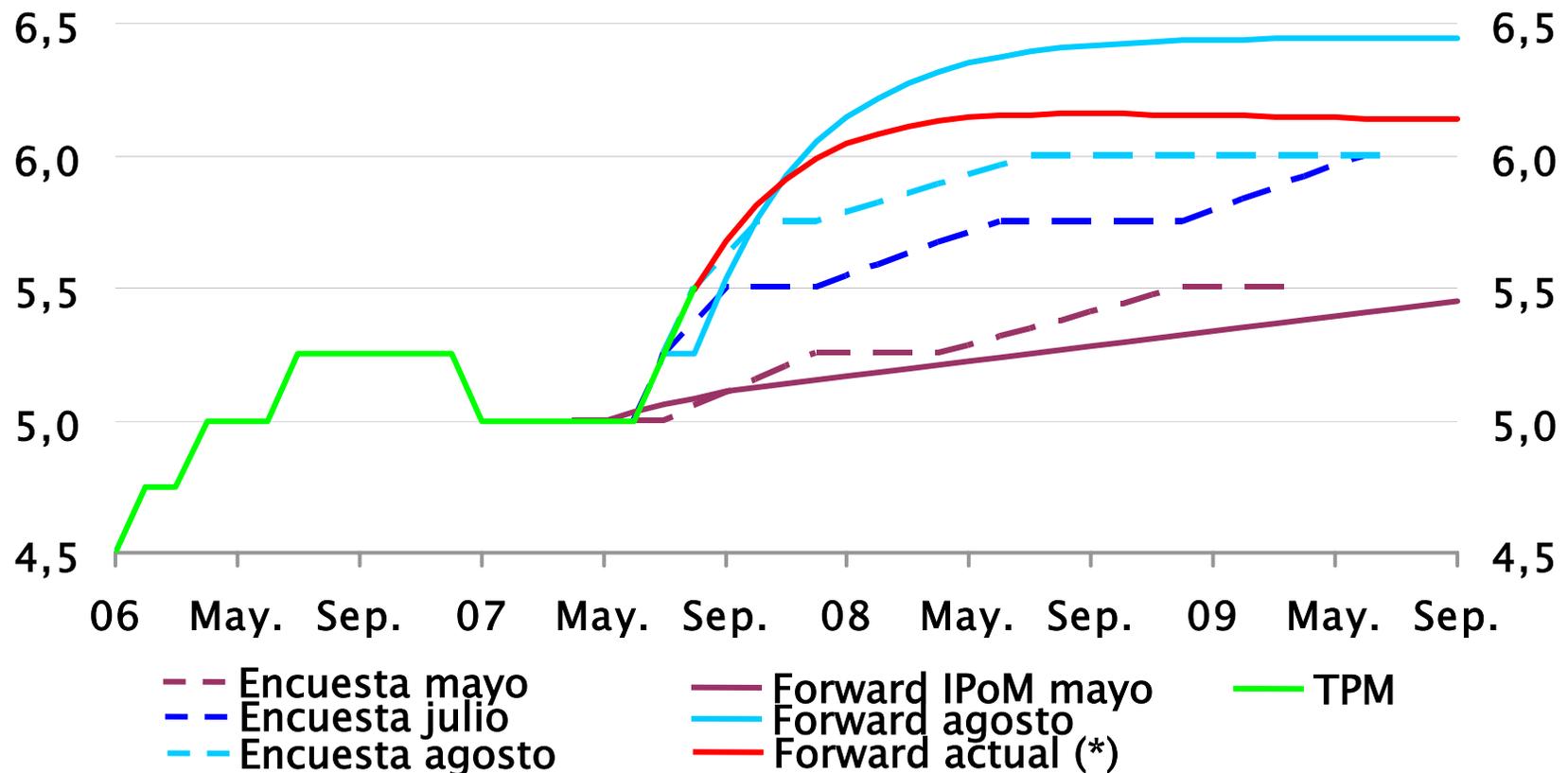
# Condiciones financieras internas

- 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:
  - Ajuste que 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)

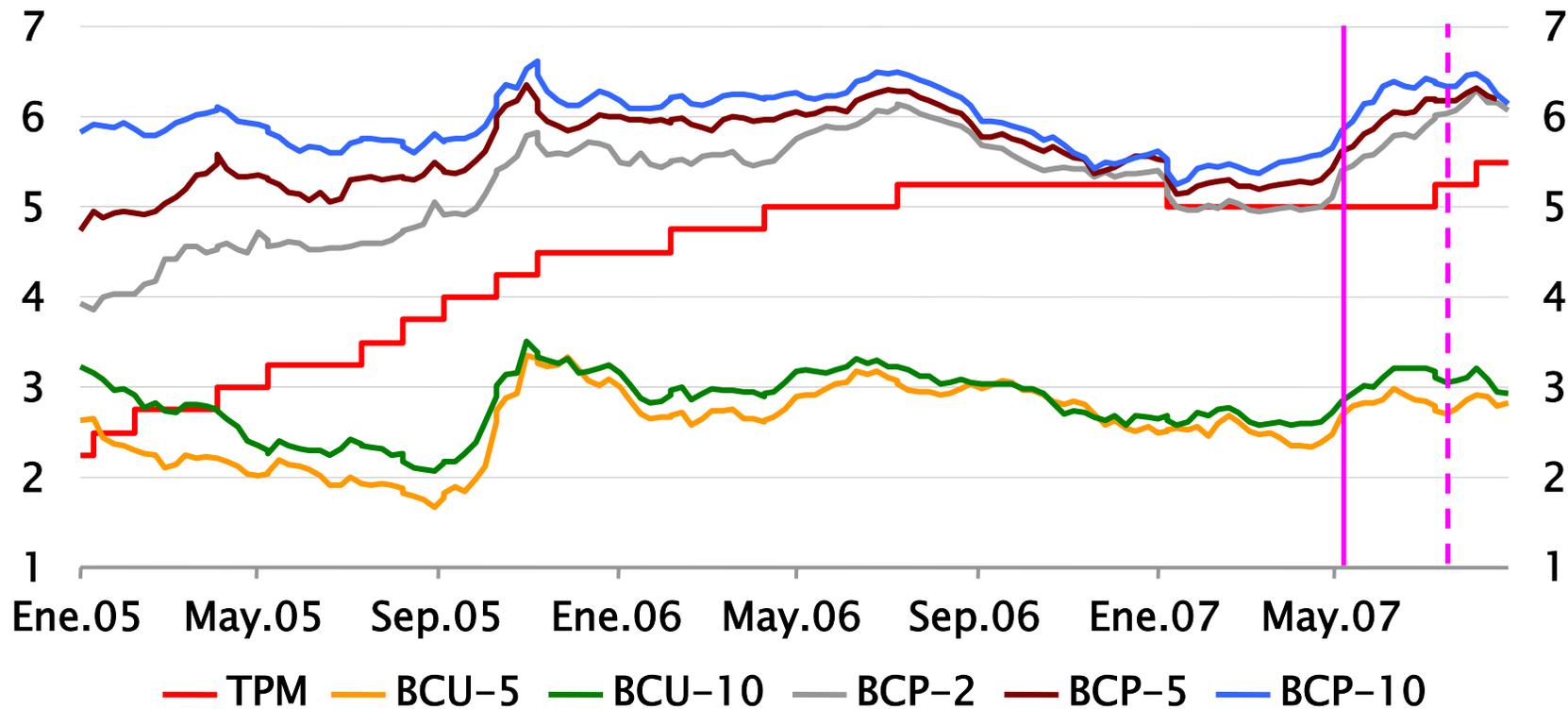


(\*) Calculada con datos de las últimas dos semanas calendario.  
Fuente: Banco Central de Chile.



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

### TPM y tasas documentos BCCh (porcentajes y promedios semanales)

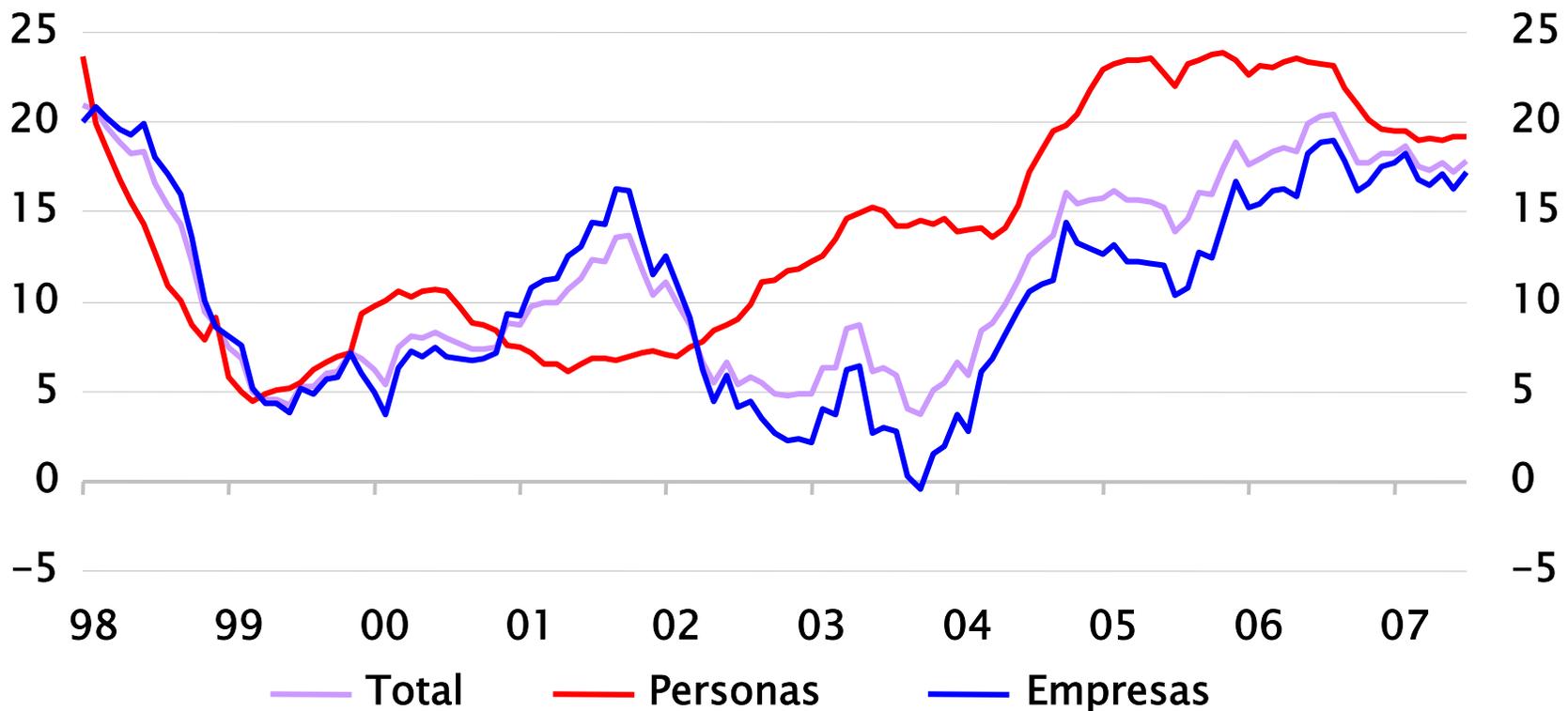


Fuente: Banco Central de Chile.



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

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

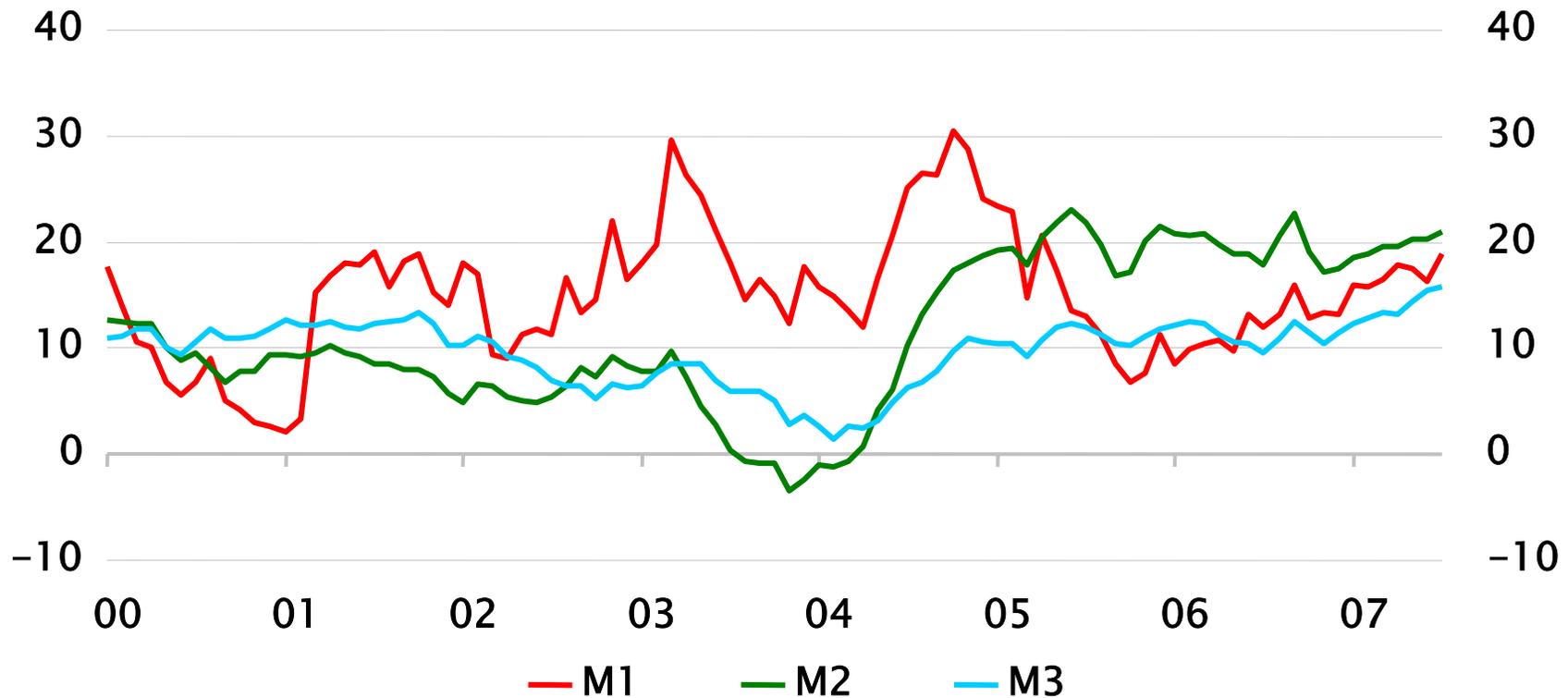


Fuente: Banco Central de Chile.



...mientras los agregados monetarios aumentan su dinamismo.

### Agregados monetarios (variación nominal anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.



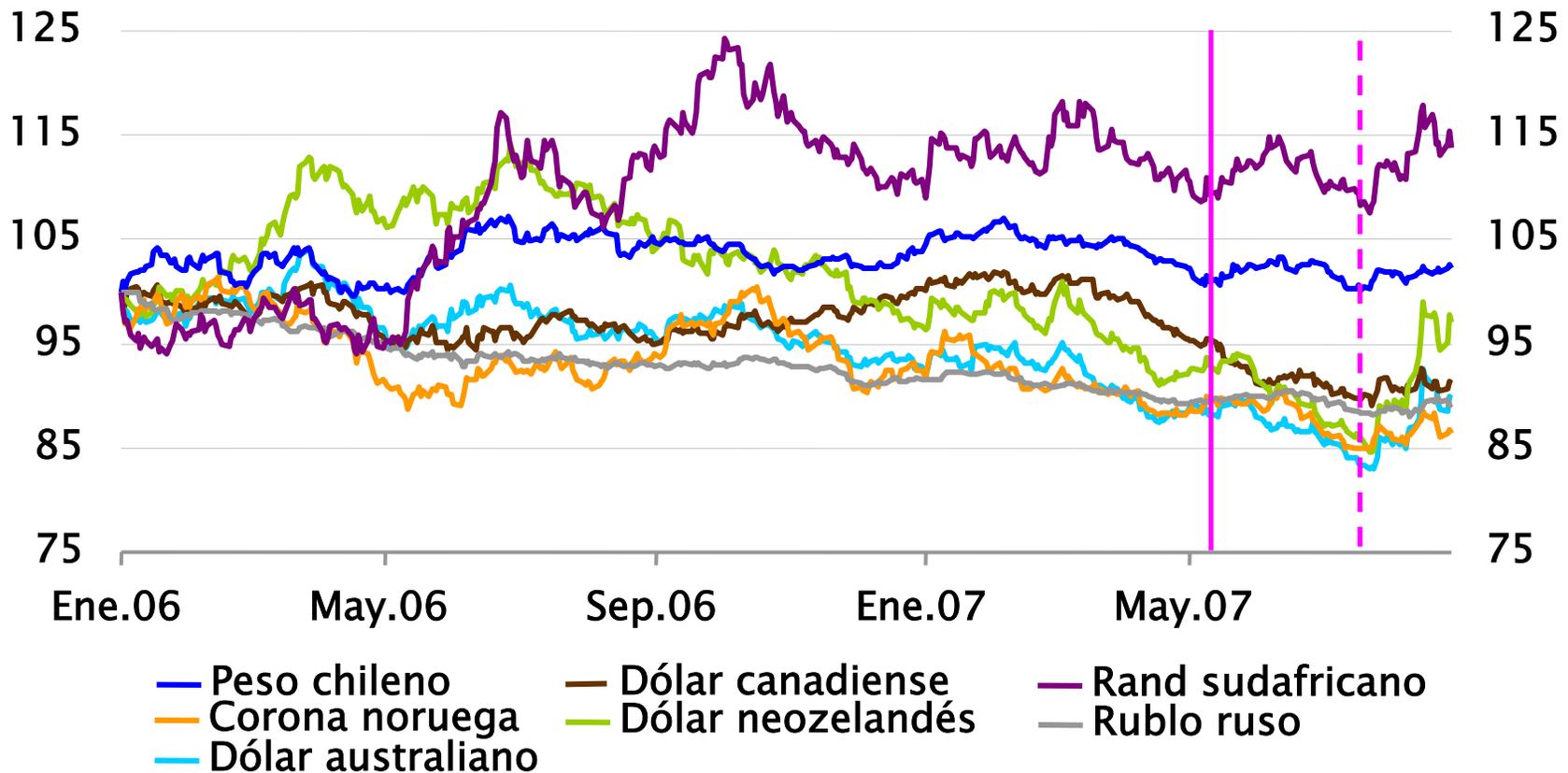
# Tipo de cambio real y costos importados

- 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 peso chileno se ha mantenido más estable respecto del dólar de EE.UU. que otras monedas.

**Paridades internacionales**  
(moneda local por dólar, base 2/1/2006=100)

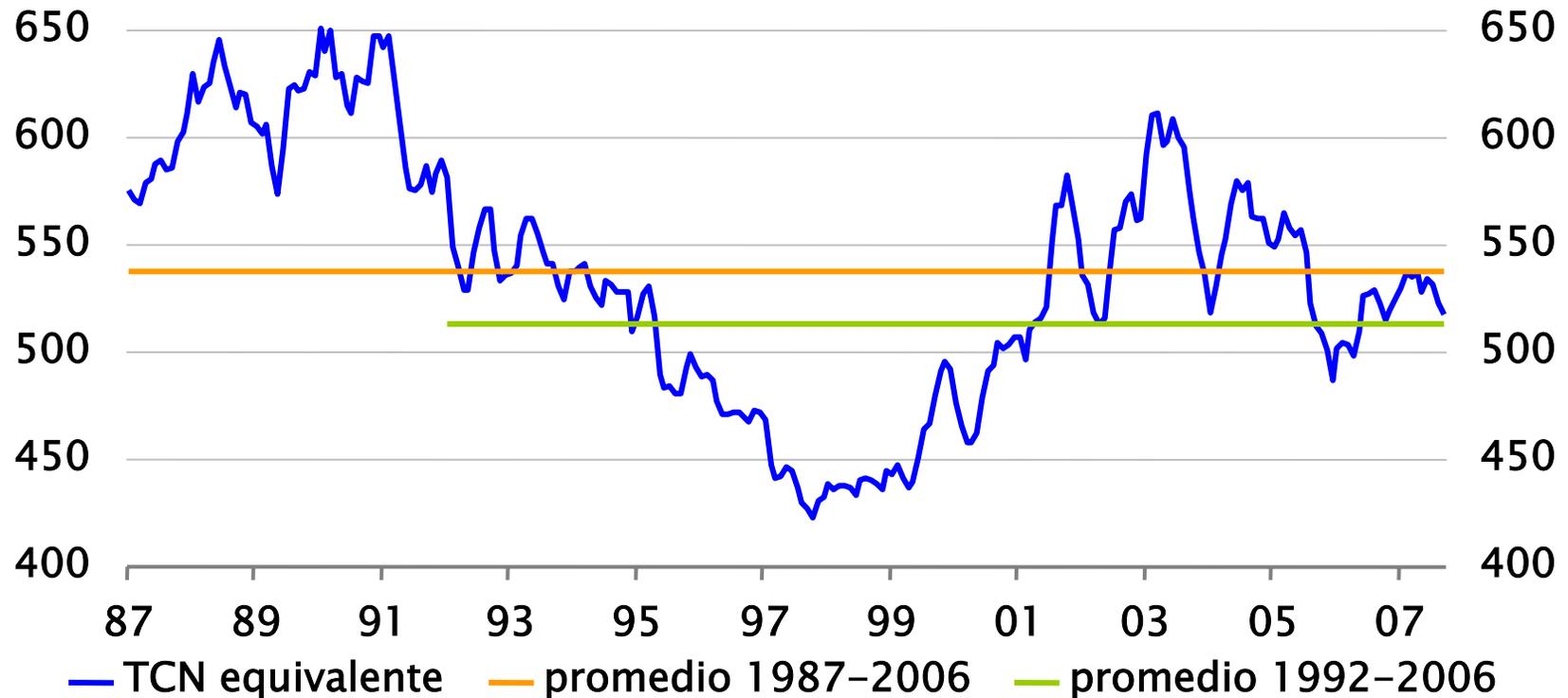


Fuente: Bloomberg.



# 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)

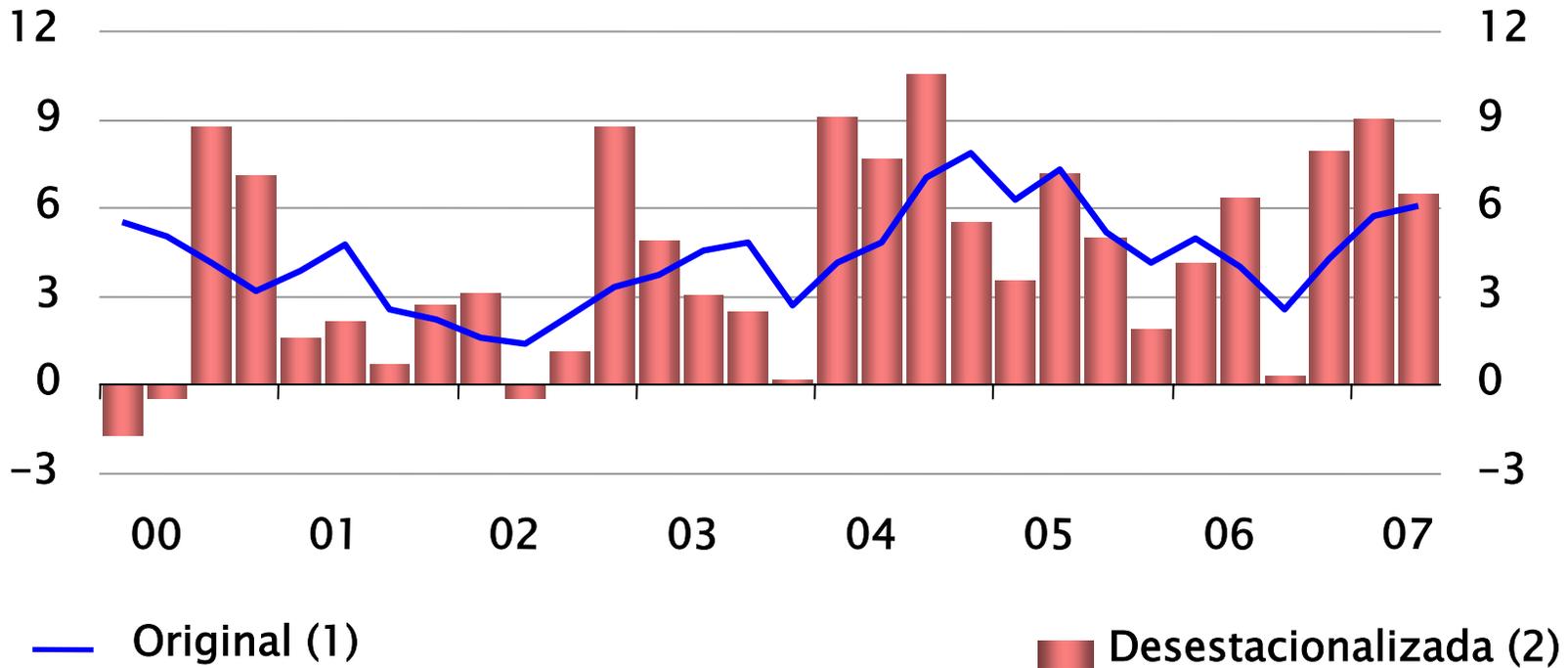


Fuente: Banco Central de Chile.



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

### Producto Interno Bruto (crecimiento real anual, porcentaje)



(1) Variación anual.

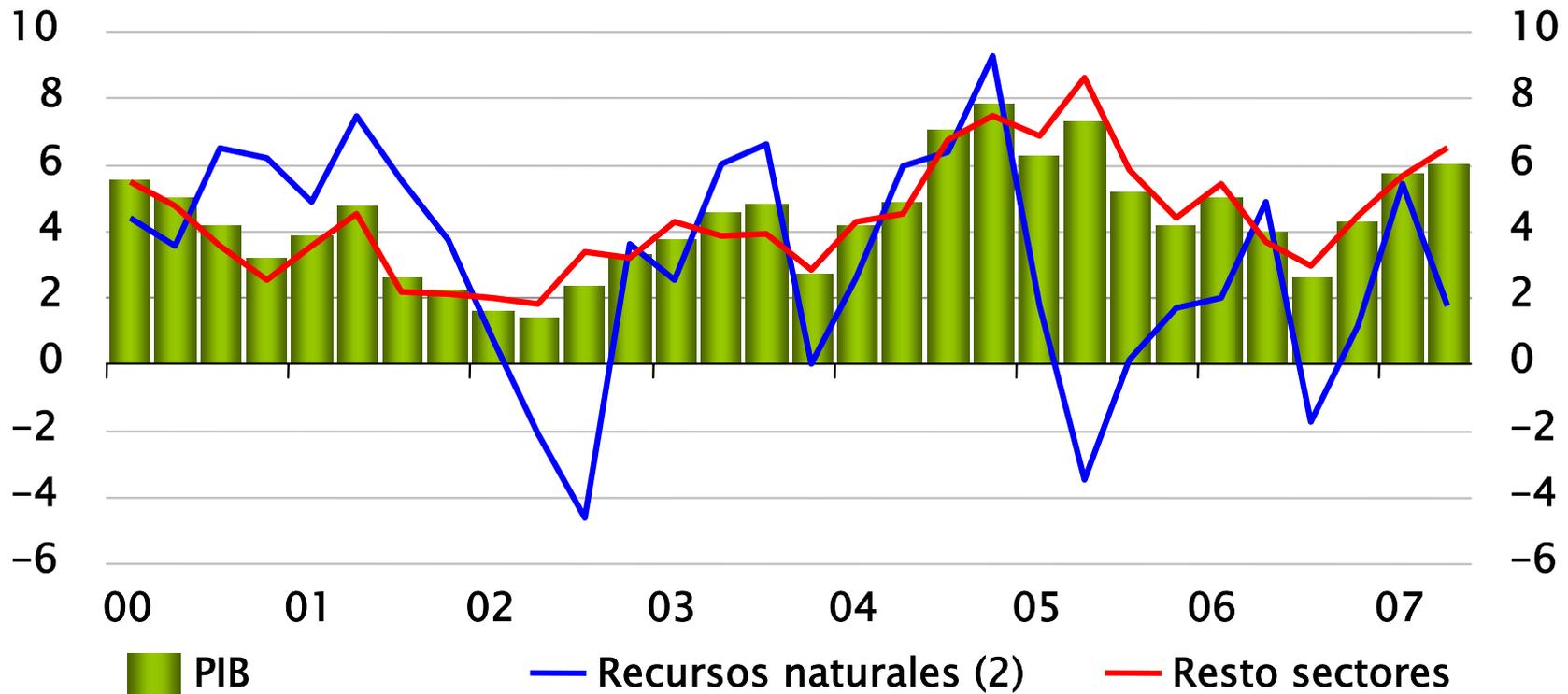
(2) Variación anual trimestral anualizada.

Fuente: Banco Central de Chile.



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

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

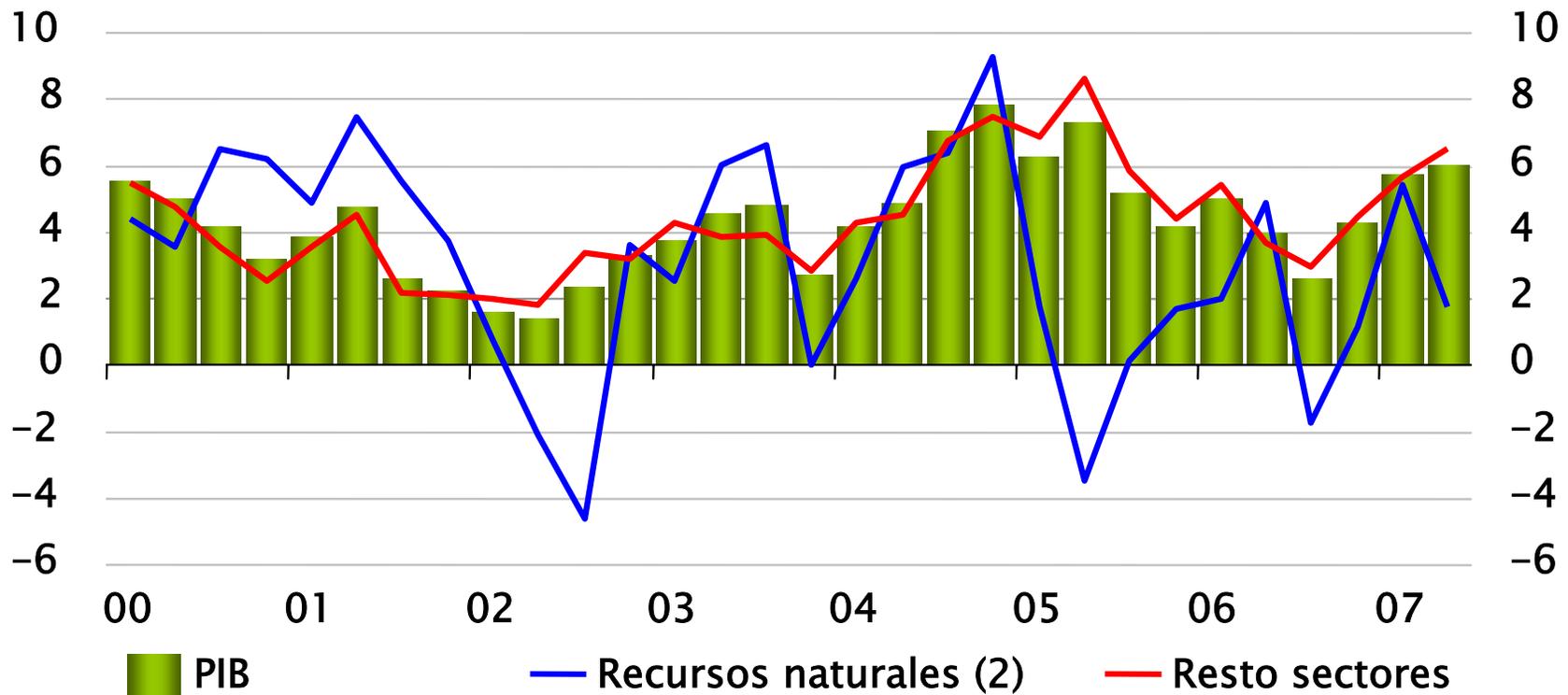


(1) El PIB total corresponde a la suma del valor agregado de recursos naturales, valor agregado del resto de los sectores, IVA neto recaudado y derechos de importaciones, menos imputaciones bancarias.  
(2) Corresponde a los sectores: Minería, Pesca y Electricidad, gas y agua.  
Fuente: Banco Central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



...mientras el PIB de RRNN se vio afectado por recortes de gas y escasez de recursos hídricos.

### 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:
  - En particular, en el segundo trimestre del 2007, la actividad del sector Electricidad, gas y agua cayó cerca de 11% anual;
  - Ello tuvo una incidencia negativa de 0,3 punto porcentual en el crecimiento del PIB del trimestre;
  - Las restricciones de gas natural también afectaron la producción de metanol, lo que explicó 0,2 punto porcentual de menor crecimiento del PIB en el segundo trimestre.



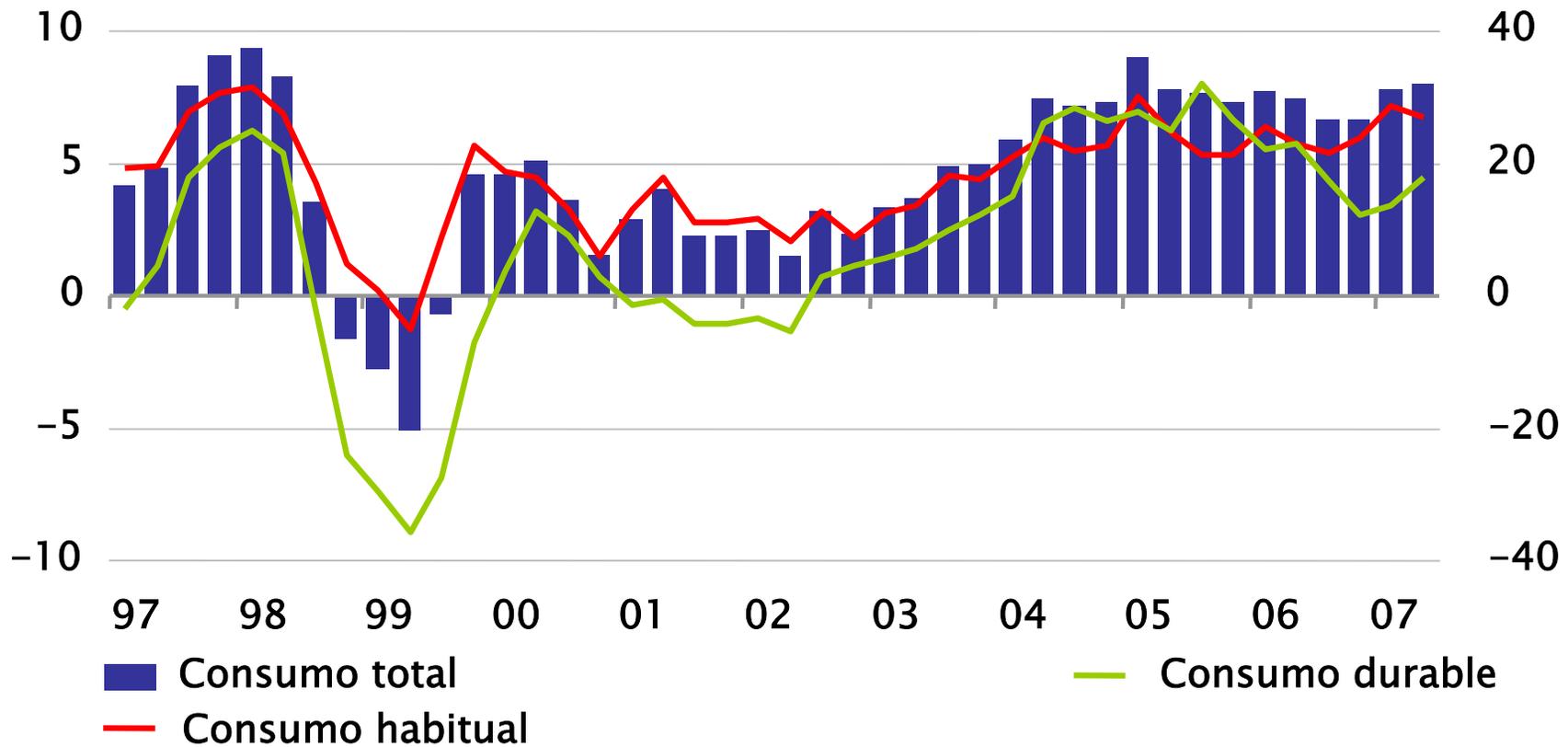
# Efecto del panorama energético en la actividad

- 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:
  - Se estima que esta situación ha significado una transferencia neta al exterior de aproximadamente un punto porcentual del ingreso privado disponible en la primera mitad del 2007.



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

## Consumo Privado (variación real anual, porcentaje)

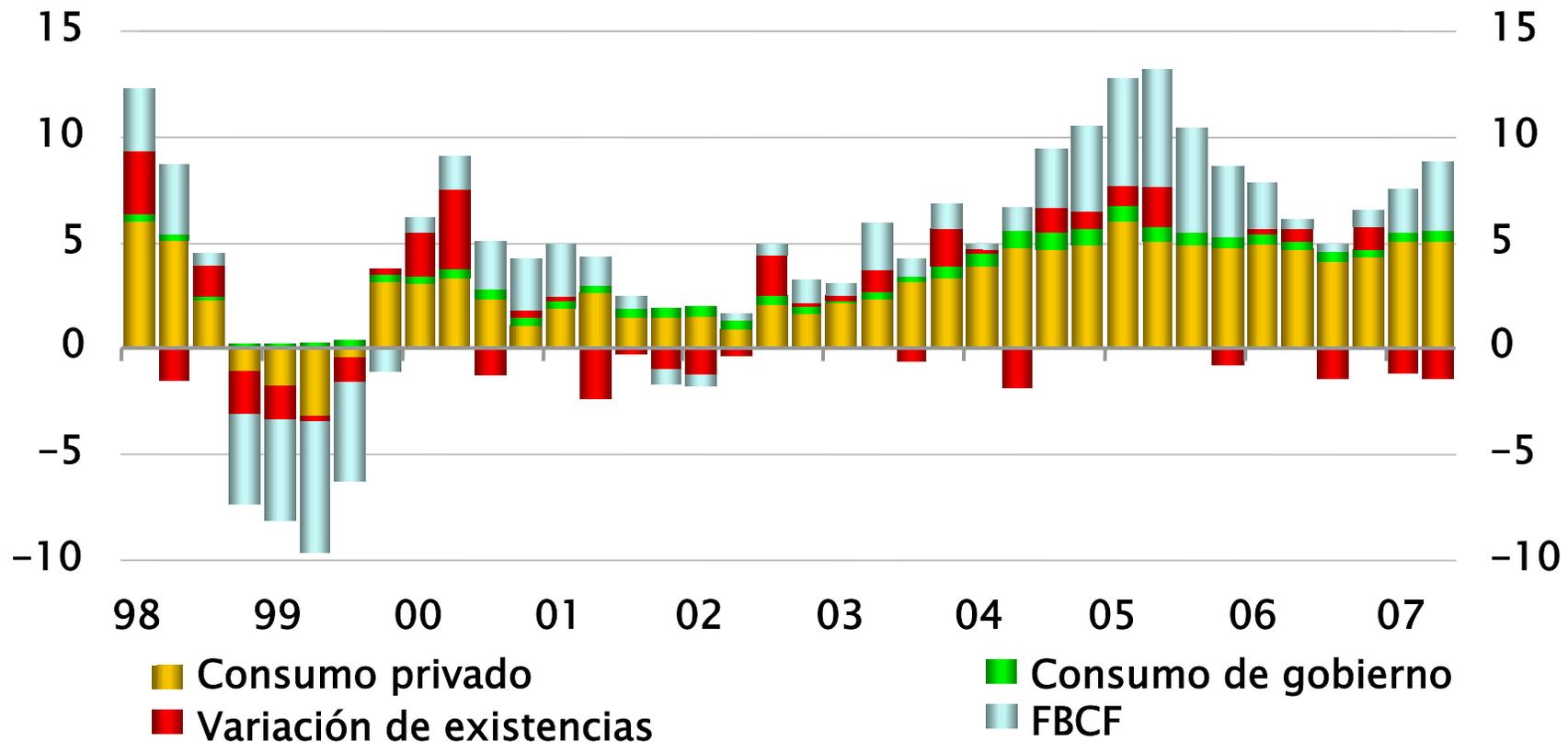


Fuente: Banco Central de Chile.



...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)

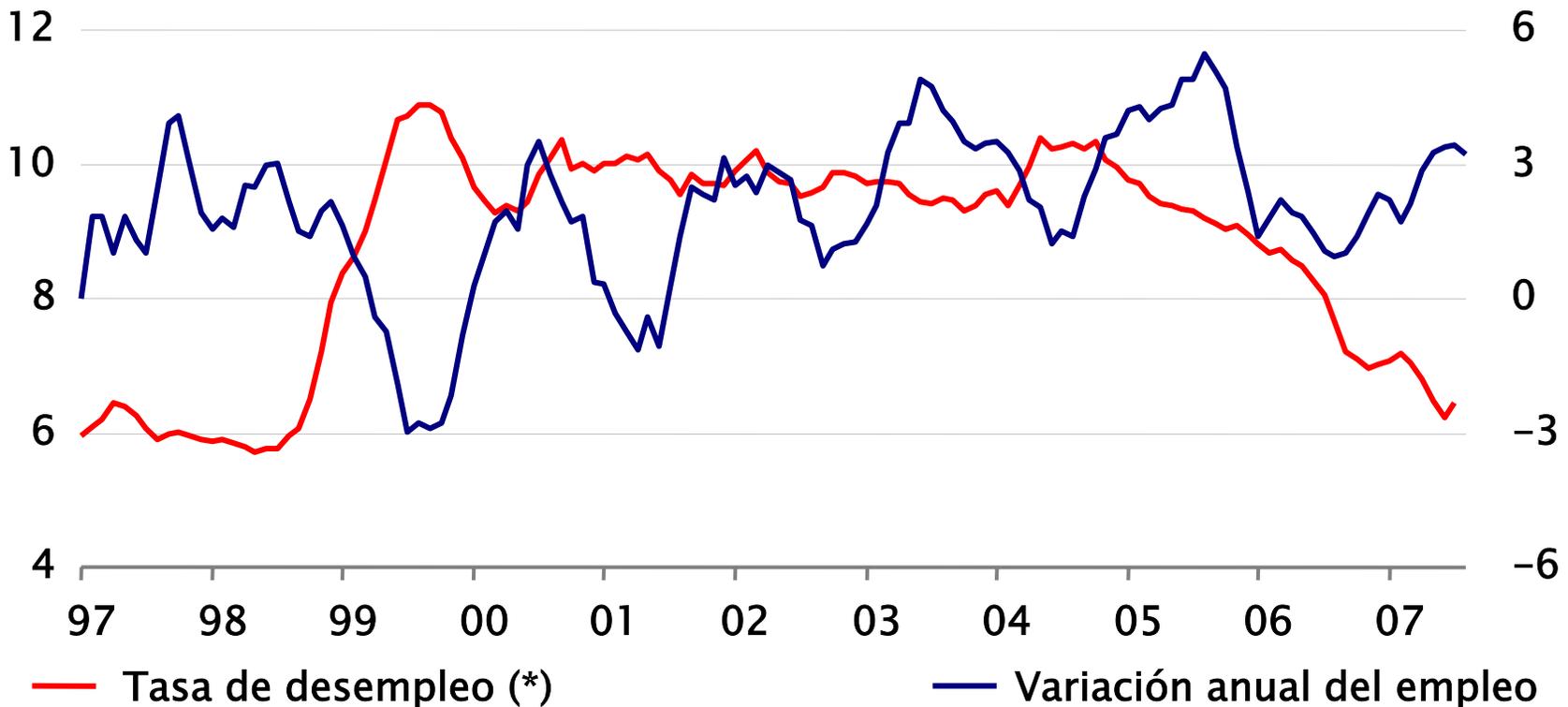


Fuente: Banco Central de Chile.



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

- La evaluación que incorpora el escenario base sobre el crecimiento tendencial de la economía no ha cambiado desde mayo y se ubica 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)
<b>PIB</b>	5,7	4,0	$5\frac{3}{4} - 6\frac{1}{4}$	5,0 – 6,0
<b>Ingreso nacional</b>	9,2	5,1	5,3	6,6
<b>Demanda interna</b>	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
<b>Exportaciones de bienes y servicios</b>	3,5	4,2	9,9	6,6
<b>Importaciones de bienes y servicios</b>	17,7	9,4	14,3	9,7
<b>Cuenta corriente (% del PIB)</b>	1,1	3,6	5,4	2,6

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



...el balance de riesgos para la actividad está sesgado a la baja.

**Proyección de PIB**  
(variación anual, porcentaje)

	2005	2006	2007 (f)	2008 (f)
<b>PIB</b>	5,7	4,0	5¾ – 6¼	5,0 – 6,0
<b>Ingreso nacional</b>	9,2	5,1	5,3	6,6
<b>Demanda interna</b>	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
<b>Exportaciones de bienes y servicios</b>	3,5	4,2	9,9	6,6
<b>Importaciones de bienes y servicios</b>	17,7	9,4	14,3	9,7
<b>Cuenta corriente (% del PIB)</b>	1,1	3,6	5,4	2,6

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



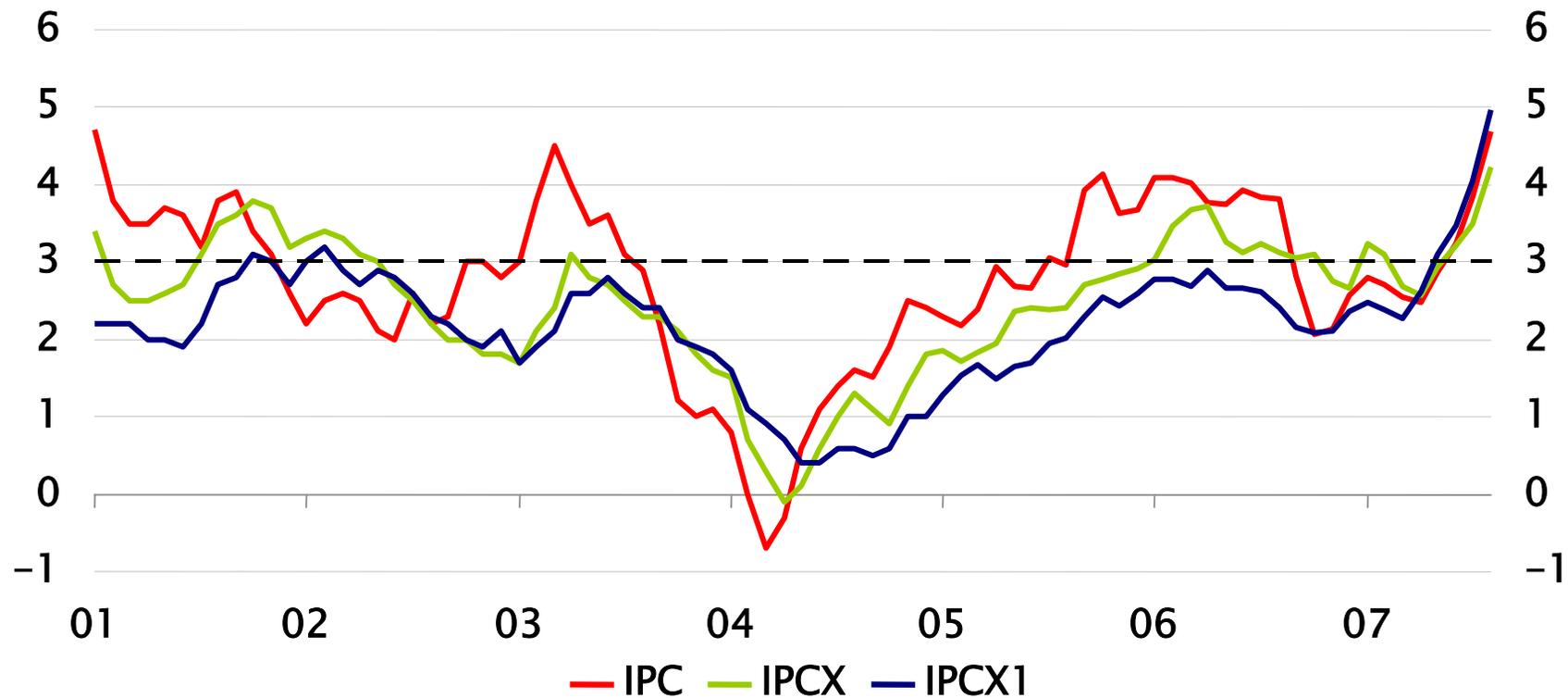
# Actividad en el escenario base

- 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)

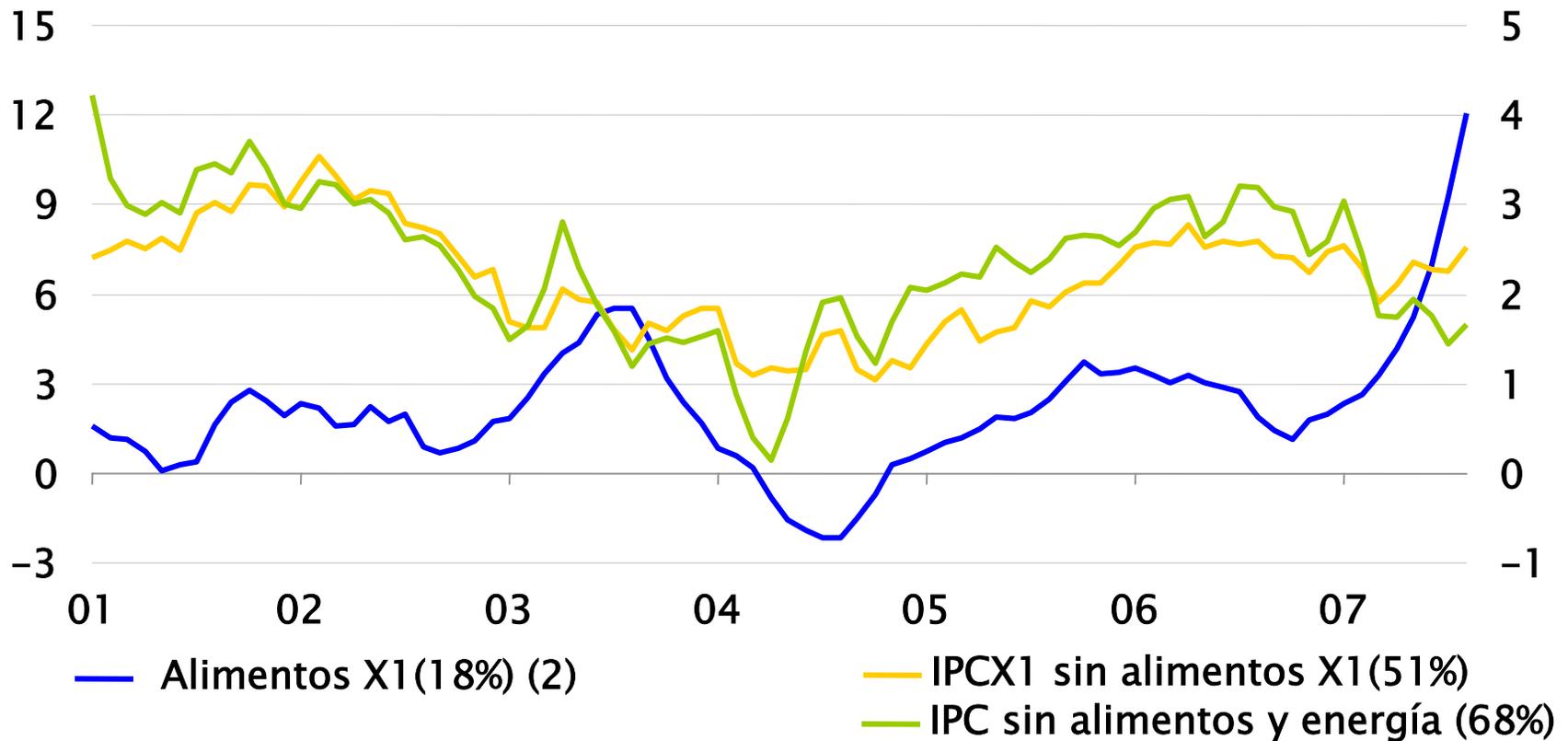


Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



...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.

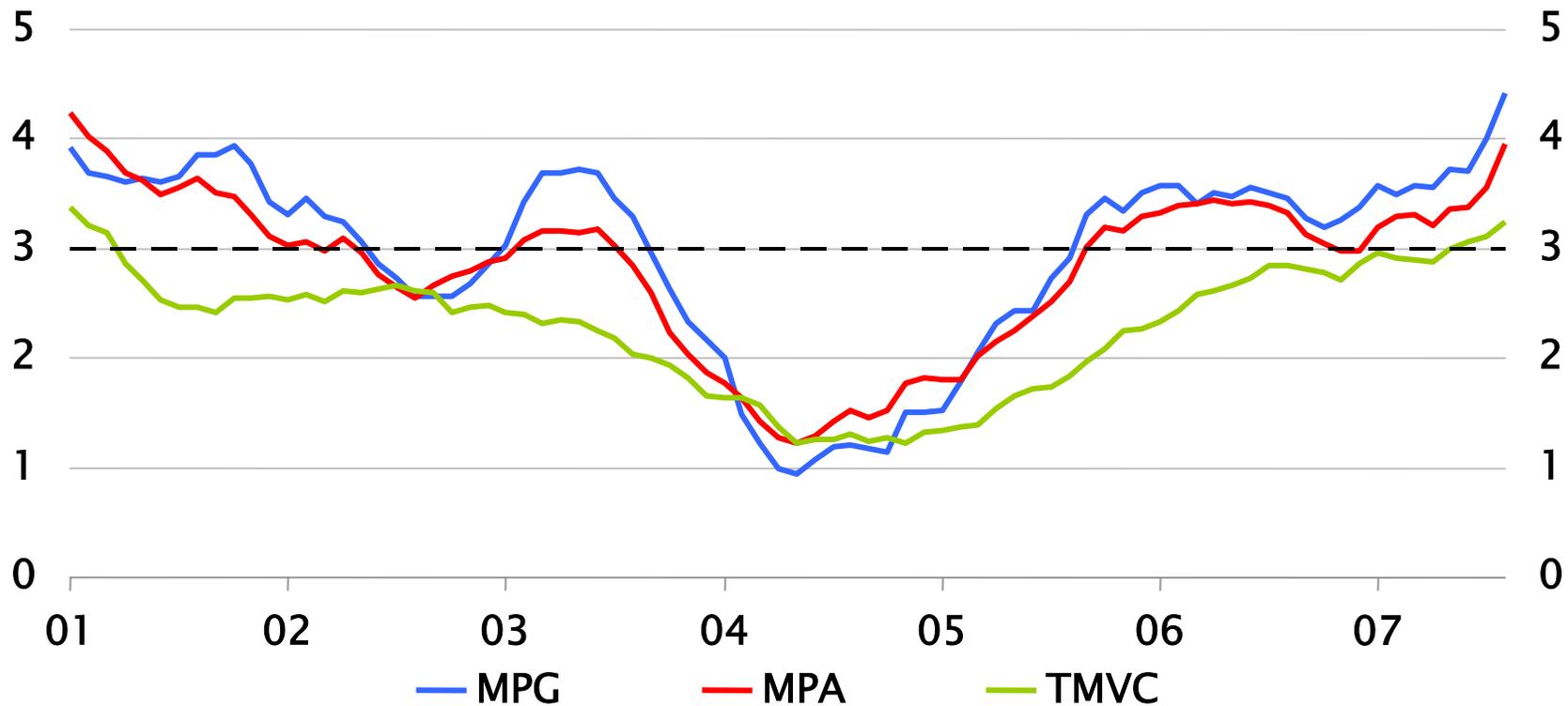
(2) Excluye frutas y verduras frescas, carnes y pescados.

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



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

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

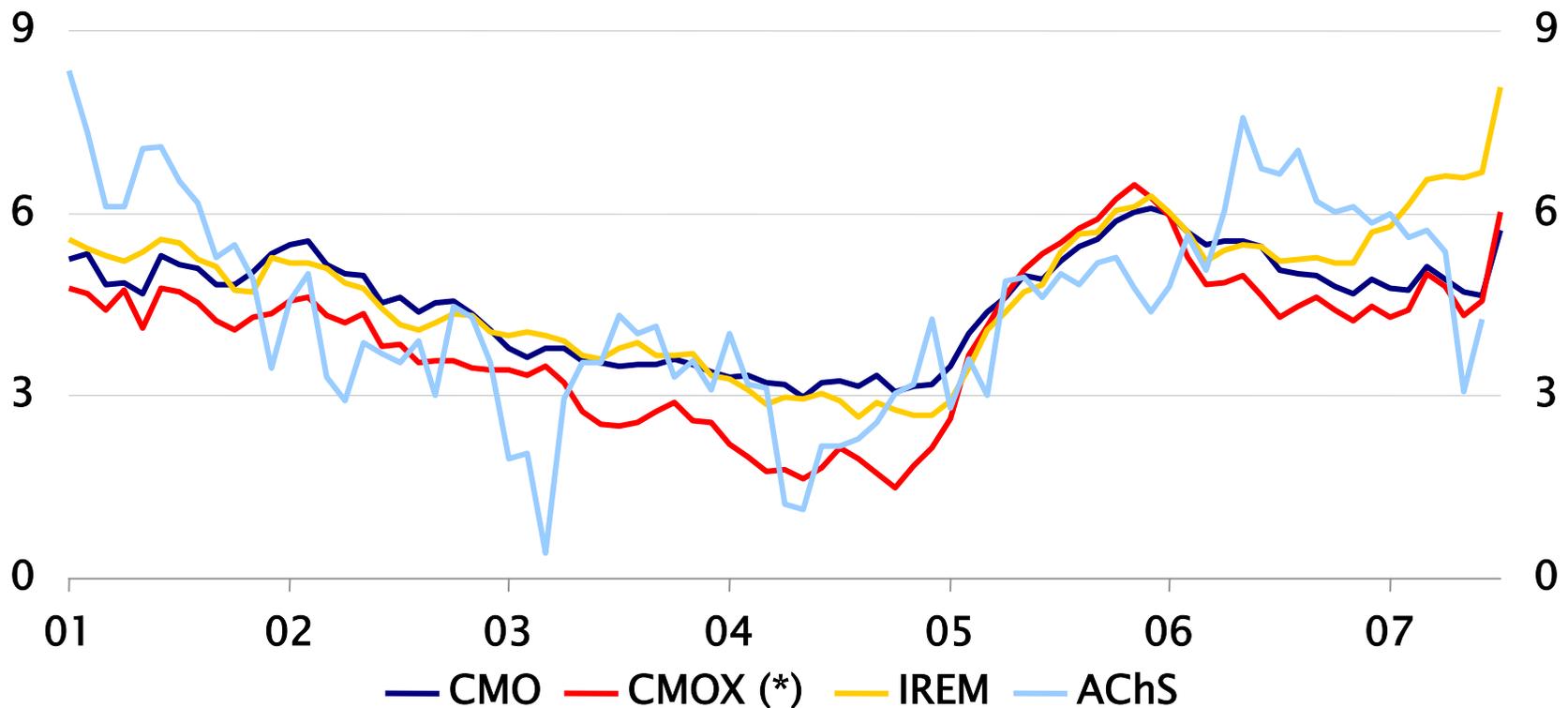


(\*) MPG es una media podada por subgrupos del IPC; MPA es una media podada por artículos del IPC y TMVC es una poda de los artículos más volátiles del IPC.  
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



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)



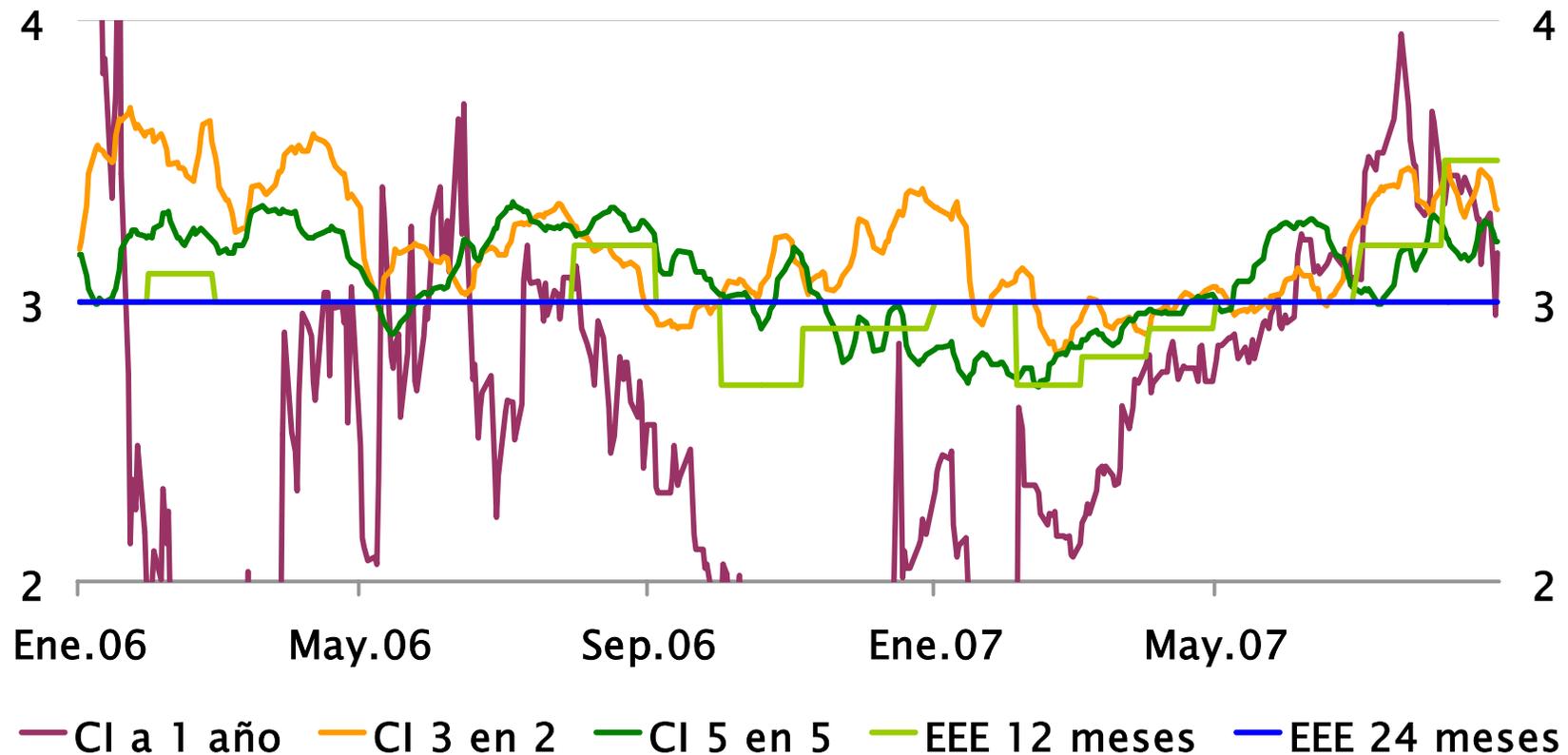
(\*) Sin servicios comunales, sociales y personales, EGA ni minería.

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.



La inflación del IPC se ubicará alrededor de 5,5% hasta mediados del próximo año...

**Proyección de inflación**  
(variación anual, porcentaje)

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

(f) Proyección.

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

Fuente: Banco Central de Chile.



...y descenderá hacia 3% en la segunda mitad del 2008, manteniéndose en torno a esa cifra.

### 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.



# Supuesto metodológico de tipo de cambio

- El escenario base usa como supuesto metodológico que, en el largo plazo, el TCR no diferirá mayormente del valor promedio de las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM:
  - Este supuesto presenta importantes grados de incertidumbre, en especial a la luz de los sucesos recientes en los mercados financieros internacionales y su posible evolución futura.



# Evolución futura del precio de los alimentos

- El escenario base considera que los precios internos de alimentos no perecibles tales como el maíz, el trigo, la leche y sus derivados:
  - Seguirán aumentando levemente en lo inmediato;
  - A partir de fines de año crecerán en forma similar al resto de los precios.
- Los precios de los productos perecibles —frutas y verduras frescas— tendrán una reversión importante antes de fines de año.



# Evolución futura del precio de los alimentos

- Estos supuestos están sujetos a una incertidumbre importante, en particular para los alimentos no perecibles:
  - Por un lado, dada la experiencia de los últimos meses, no es posible descartar que sus precios continúen aumentando por sobre lo esperado;
  - Por otro, tampoco puede descartarse que tengan una reversión brusca dentro del horizonte de proyección, conduciendo a una caída significativa de la inflación;
  - Esto cobraría especial relevancia en un contexto en que el crecimiento mundial se desacelere más marcadamente.



# Evolución futura de tarifas eléctricas

- Al aumento de 6% de tarifas eléctricas en julio, se sumarán nuevos incrementos durante el 2007:
  - Esto por el mayor costo de generación eléctrica.
- El impacto en la inflación IPC a diciembre será algo superior a medio punto porcentual.
- Para el 2008, se utiliza como supuesto de trabajo que las tarifas eléctricas volverán a aumentar, en una magnitud comparable al promedio 2004–2005.
- Este escenario está sujeto a una alta incertidumbre:
  - Depende de cómo evolucionen la matriz energética, el precio de los combustibles y los aumentos resultantes de la tarifa eléctrica, entre varios factores.



# 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.



# Supuesto metodológico de TPM

- 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.
- 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 hemos tenido las principales noticias.
- 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.
- 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.



# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

## Septiembre 2007