



# El Escenario Económico desde el IPoM de Septiembre

José De Gregorio  
Presidente  
Banco Central de Chile



# Introducción

---

- La inflación sigue siendo el principal problema que enfrenta la economía chilena.
- No obstante, el desarrollo de la crisis financiera internacional de las últimas semanas ha elevado de manera significativa los riesgos e incertidumbre de la economía mundial, así como su impacto sobre la inflación y el crecimiento a nivel global e interno.



# Inflación y el Escenario del IPoM



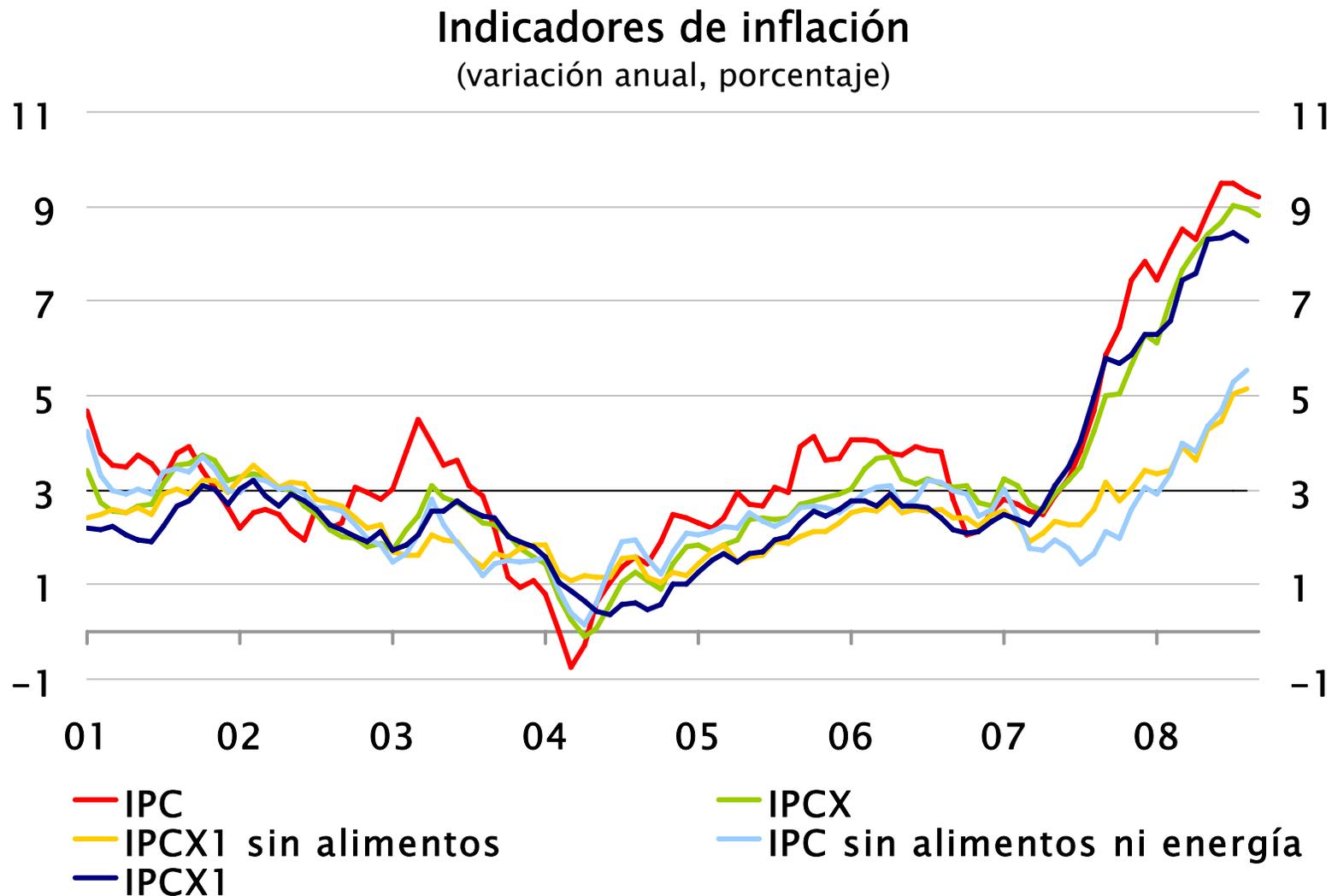
## La inflación sigue elevada.

---

- La inflación ha superado el 9% anual, y se ha apreciado un aumento de la propagación de los *shocks* inflacionarios previos hacia otros precios.
- El Consejo ha reaccionado a ello con determinación, incrementando la tasa de política monetaria en 200 puntos base entre junio y septiembre.
- En el IPoM de septiembre se estimó que en el escenario más probable serán necesarios nuevos aumentos de la TPM para asegurar la convergencia de la inflación a 3% en el horizonte de dos años.
- Así, la inflación anual del IPC convergerá a 3% en el curso del 2010.



# El IPC de septiembre hizo llegar la inflación a 9,2% anual, en línea con lo supuesto en nuestro escenario base del IPoM.





## La alta inflación es de origen externo, acentuado por un aumento de su propagación hacia otros precios en los últimos meses.

---

- Existe un conjunto de factores que pueden explicar esta mayor propagación:
  - Mayor indexación de precios y salarios en respuesta a la alta inflación, tal como alguna evidencia casuística podría indicar.
  - Expectativas inflacionarias que aumentaron, en particular a horizontes más cortos.
  - Un tipo de cambio más depreciado desde abril a la fecha del IPoM, aunque no muy distinto respecto de hace un año.
  - Holguras de capacidad algo menores que lo anticipado.
  - Una demanda interna creciendo con vigor puede haber facilitado el traspaso de los *shocks* de costos a los precios de los bienes y servicios.
  - El aumento en los costos de la energía, que ha generado significativas presiones de costos, difíciles de absorber sin generar algunos cambios de precios.



# El escenario base del IPoM considera que la inflación anual del IPC alcanzará la meta de 3% durante el 2010.

## Proyección de inflación: IPoM Septiembre 2008 (variación anual, porcentaje)

	2006	2007	2008 (f)	2009 (f)	2010 (f)
Inflación IPC promedio	3,4	4,4	8,8	6,9	3,4
Inflación IPC diciembre	2,6	7,8	8,5	4,9	
Inflación IPC en torno a 2 años (*)					3,0
Inflación IPCX promedio	3,2	4,0	8,2	6,5	3,6
Inflación IPCX diciembre	2,7	6,3	8,4	4,8	
Inflación IPCX en torno a 2 años (*)					3,3
Inflación IPCX1 promedio	2,5	4,1	7,9	6,7	3,6
Inflación IPCX1 diciembre	2,4	6,3	8,5	4,8	
Inflación IPCX1 en torno a 2 años (*)					3,4

(f) Proyección.

(\*) Correspondiente a la inflación proyectada para el tercer trimestre del 2010.

Fuente: Banco Central de Chile.



# La convergencia de la inflación a la meta considera que la actividad crecerá en torno a un punto porcentual por debajo de su tendencia.

## Proyección de PIB (variación anual, porcentaje)

	2006	2007	2008 (f)	2009 (f)
PIB	4,3	5,1	4,5-5,0	3,5- 4,5
Ingreso nacional	6,7	7,8	5,2	3,5
Demanda interna	6,4	7,8	9,1	3,9
Formación bruta de capital fijo	2,9	11,9	19,3	2,9
Consumo total	6,4	7,4	5,6	4,3
Exportaciones de bienes y servicios	5,5	7,8	2,1	3,8
Importaciones de bienes y servicios	10,5	14,3	12,6	4,1
Cuenta corriente (% del PIB)	4,7	4,4	-1,1	-2,7

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



## La ampliación de las holguras de capacidad, que determina la convergencia de la inflación a la meta, se sustenta en una política monetaria restrictiva.

---

- La convergencia de la inflación a la meta, en el escenario base del IPoM, está determinada por una política monetaria restrictiva, que hará que la actividad interna crezca en torno a un punto porcentual menos que su tendencia durante el horizonte de proyección.
- Además, ese escenario base contempla que:
  - El gasto público aumentará en el 2009 a tasas menores que las del 2008, en línea con los anuncios conocidos del Ministerio de Hacienda al momento de publicarse el IPoM y los límites que impone la regla de superávit estructural.
  - Las expectativas de inflación y la dinámica salarial futura, serán acordes con el cumplimiento de la meta.
  - El escenario externo no contribuirá a la generación de holguras en el plano interno.
  - Los precios de los combustibles y alimentos básicos permanecerán elevados por los próximos dos años.



# De acuerdo con las proyecciones de consenso disponibles al cierre del IPoM, el crecimiento mundial seguirá elevado.

## Crecimiento mundial: IPoM septiembre 2008 (\*) (variación anual, porcentaje)

	Prom. 90-99	Prom. 00-05	2006	2007 (e)	2008 (f)		2009 (f)		2010 (f)
					IPoM May.08	IPoM Sep.08	IPoM May.08	IPoM Sep.08	IPoM Sep.08
Mundial	2,9	3,8	5,1	5,0	3,8 ▲	4,0	3,8 ▼	3,7	4,4
Mundial a TC de mcdo.	2,4	2,9	3,9	3,8	2,6 ▲	2,8	2,6 ▼	2,5	3,4
Estados Unidos	3,1	2,5	2,9	2,0	0,7 ▲	1,6	0,8 ▲	1,0	2,8
Zona Euro	2,2	1,9	2,8	2,6	1,4 ▼	1,2	1,2 ▼	0,4	1,9
Japón	1,5	1,6	2,4	2,1	1,4 ▼	0,8	1,5 ▼	0,8	2,0
China	10,0	9,4	11,6	11,9	9,3 ▲	9,9	9,5 ▼	9,0	8,9
Resto de Asia	5,5	4,8	5,5	5,8	4,7 ▼	4,6	5,0 =	5,0	5,2
América Latina	2,7	2,9	5,4	5,6	4,3 =	4,3	3,5 ▲	3,8	4,2
Exp. de prod. básicos	2,7	3,1	2,7	3,3	2,0 ▼	1,6	2,4 ▼	2,2	2,9
Socios comerciales	3,0	3,1	4,6	4,8	3,4 ▲	3,5	3,3 ▼	3,1	3,8

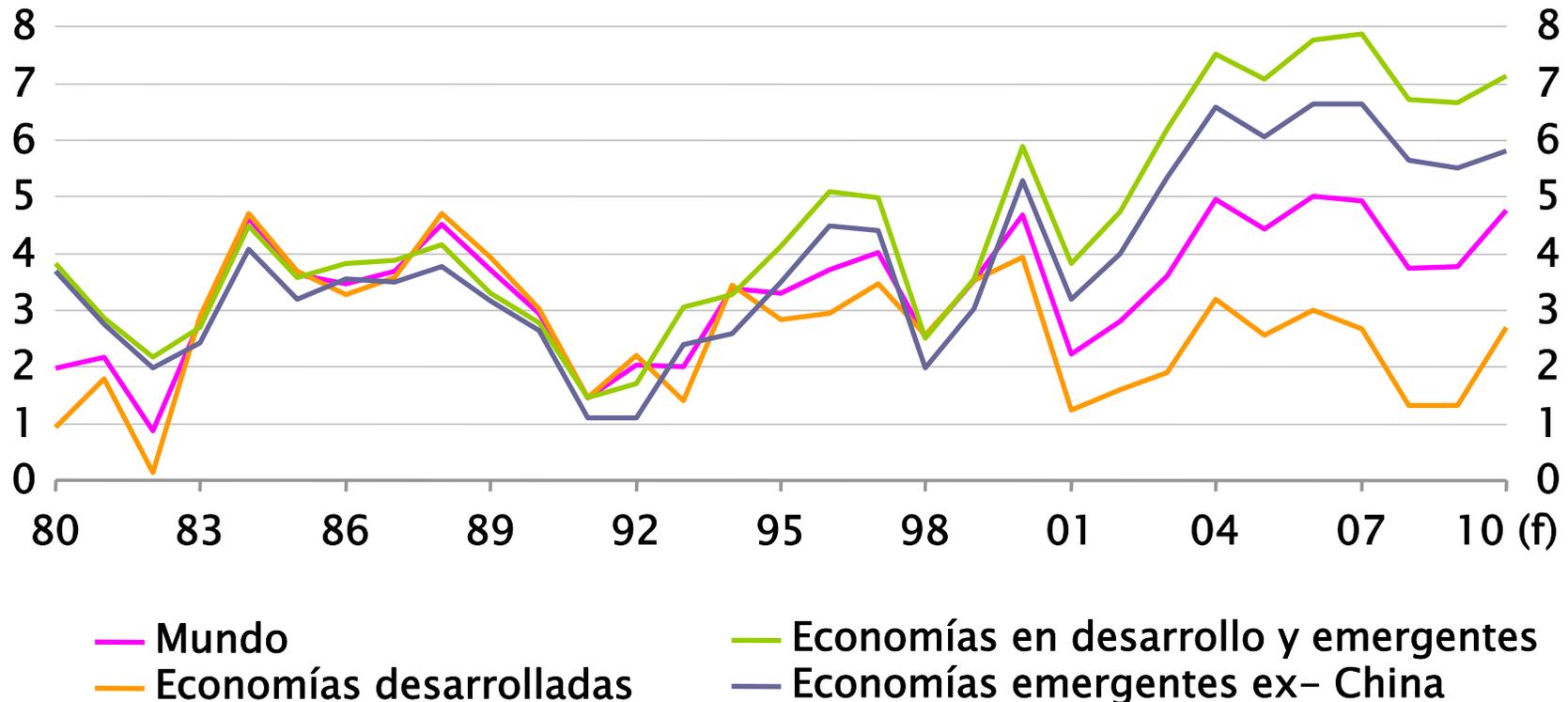
(\*) Cifras de crecimiento regional ponderadas por la participación en el PIB mundial a PPC publicado por el FMI en World Economic Outlook (WEO, abril 2008).

(e) Estimado; (f) Proyectado.



# Con una composición en la que destaca, como uno de los riesgos, que persista el desacople entre las distintas regiones.

Crecimiento mundial (\*)  
(variación anual, porcentaje)



(\*) Las clasificaciones por región corresponden a las definidas por el FMI.

(f) Proyección.

Fuente: Fondo Monetario Internacional.



# Ello apuntala la percepción de que los precios de las materias primas no tendrán cambios significativos.

## Supuestos del escenario base internacional: IPoM septiembre 2008 (promedio anual)

	2007	2008 (f)		2009 (f)		2010 (f)
		IPoM May.08	IPoM Sep.08	IPoM May.08	IPoM Sep.08	IPoM Sep.08
Términos de intercambio (*)	0,8	-7,2	-5,9	-8,9	-7,2	-4,3
Precios externos, en US\$ (*)	8,5	12,5	14,1	2,2	3,3	2,8
Precio del cobre BML (US\$cent/libra)	323	350	350	300	310	300
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	72	110	115	109	116	115

(f) Proyección.

(\*) Porcentaje de variación anual.

Fuente: Banco Central de Chile.



## Desarrollos recientes de la economía mundial y su impacto en Chile



## A partir de julio del 2007 la tensión en los mercados financieros desarrollados ha aumentado significativamente.

---

- Tras el comienzo de lo que se llamó la crisis de hipotecas *subprime*, se ha desencadenado un conjunto de hechos que han llevado a una crisis financiera de grandes proporciones.
- Varios factores alimentaron el problema actual:
  - Los desbalances globales.
  - Una combinación de políticas fiscal y monetaria expansivas en EE.UU.
  - El desarrollo de una burbuja inmobiliaria en EE.UU.
  - Un acelerado proceso de innovación financiera con debilidades regulatorias.
- Al ajuste cíclico se ha sumado una crisis financiera de proporciones, lo que afectará de manera más severa las perspectivas de crecimiento en los países desarrollados.



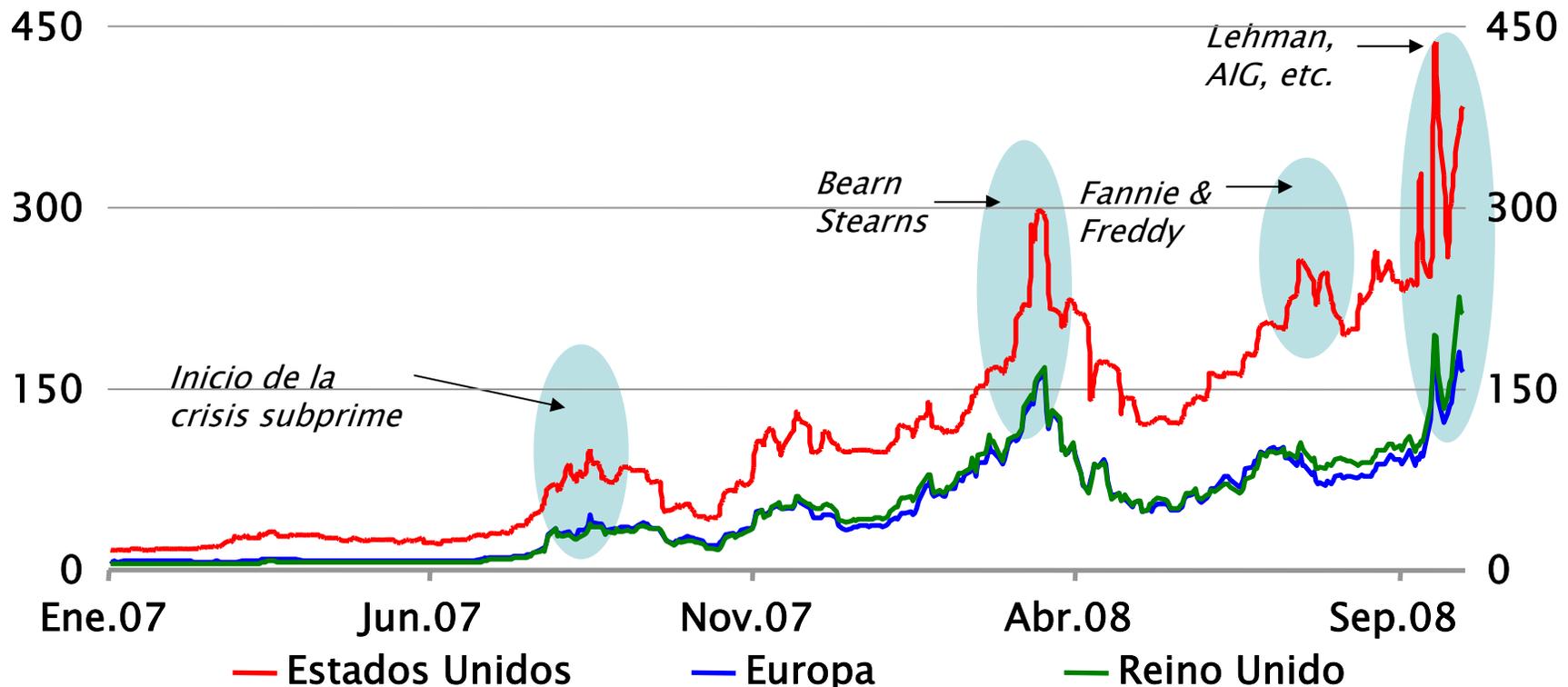
## Y además en las últimas semanas, el escenario económico mundial ha tenido cambios drásticos.

- Tras un período de aparente calma, se sucedieron una serie de hechos que han tensionado enormemente los mercados financieros mundiales:
- Intervención de agencias hipotecarias (7/sep)
  - Quiebra de *Lehman Brothers* (14/sep)
  - Venta de *Merrill Lynch* (15/sep)
  - Salvataje de *AIG* (16/sep)
  - Anuncio de paquete de rescate financiero por parte del Gobierno de EE.UU. (18/sep)
  - Venta de *Washington Mutual* a *JPMorgan Chase* (25/sep)
  - Nacionalización de bancos europeos (27–29/sep)
  - Venta de *Wachovia* a *Citibank* (29/sep)
  - Rechazo al paquete de rescate financiero (29/sep)
  - Aprobación del paquete de rescate financiero en el Senado de EE.UU. (01/oct)
- El futuro es incierto y no se pueden descartar nuevas turbulencias.



# El riesgo respecto de la solvencia del sistema financiero de las economías desarrolladas ha aumentado de modo importante.

*Credit default swap spread de bancos (\*)*  
(puntos base, valores diarios)



(\*) *Credit Default Swap*: seguro de cobertura de no pago de deuda.

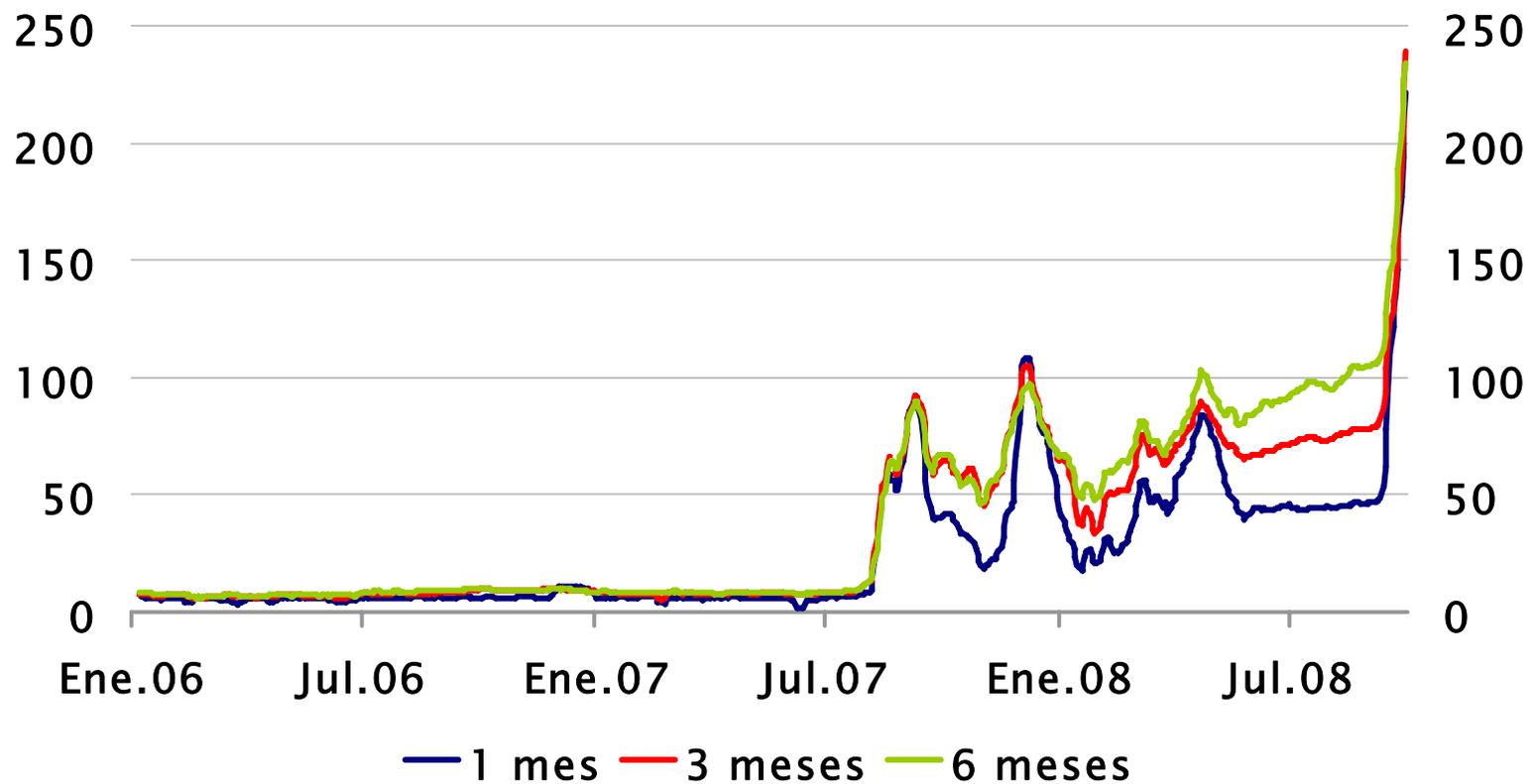
Promedio simple de los principales bancos. Estados Unidos incluye: Citigroup, Goldman Sachs, Merrill Lynch y Lehman Brothers. A partir del 11 de septiembre Lehman Brothers se excluye de la serie. Europa: BNP Paribas, Société Générale, Deutsche Bank y UBS AG. Reino Unido: HSBC Bank, Barclays Bank, Lloyds TSB Bank y Royal Bank of Scotland.

Fuentes: Bloomberg y Morgan Stanley Capital International.



# Los movimientos en los mercados han sido significativos y el acceso a la liquidez se ha estrechado notablemente.

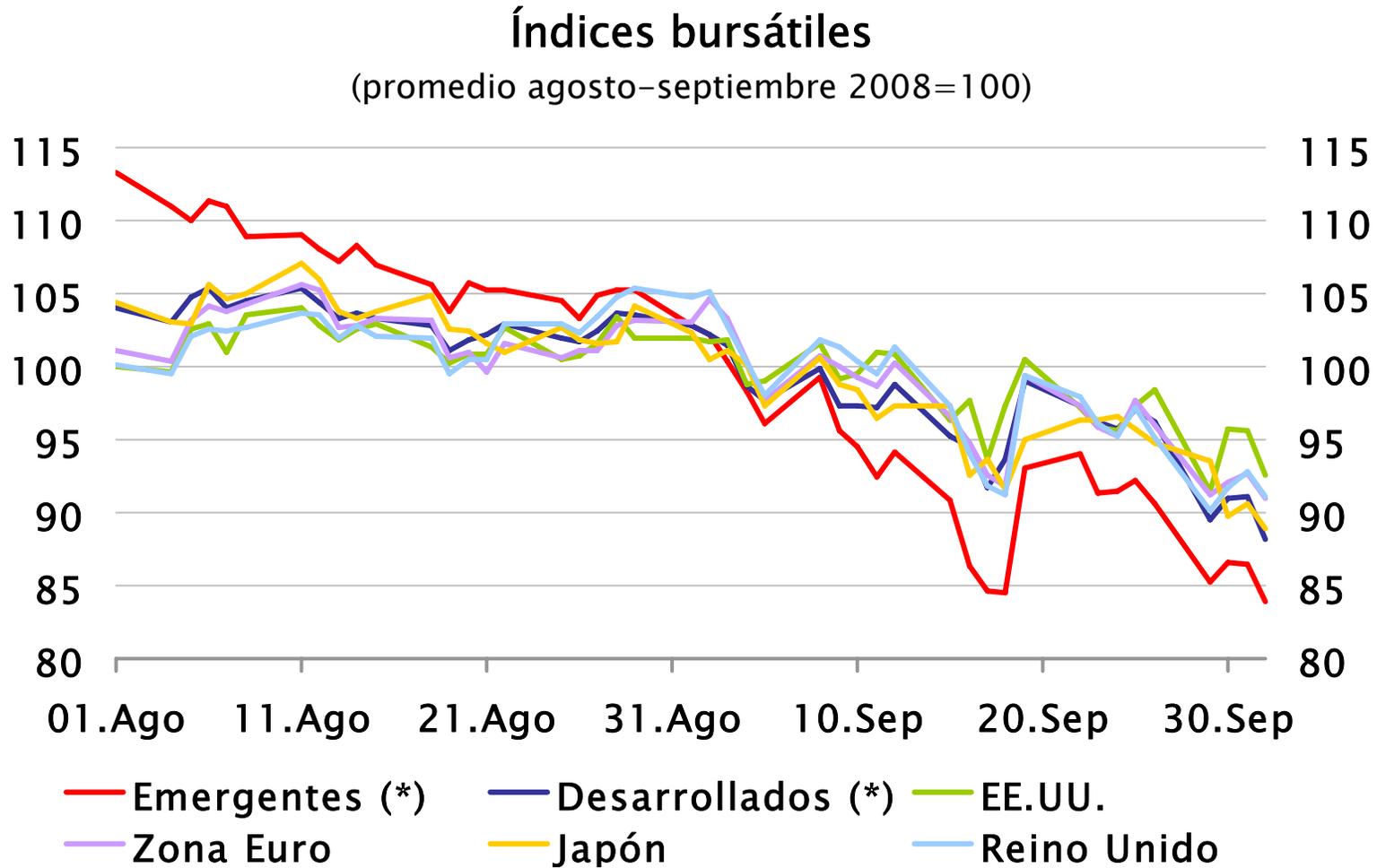
*Spreads* entre libor en dólares y *overnight index swaps* (OIS(\*))  
(puntos base, promedio semanal)



(\*) Operación *swap* correspondiente a tasa de interés *overnight*.  
Fuente: Bloomberg.



# Las noticias han provocado movimientos importantes en las bolsas.



(\*) Corresponde a sus respectivos índices MSCI.

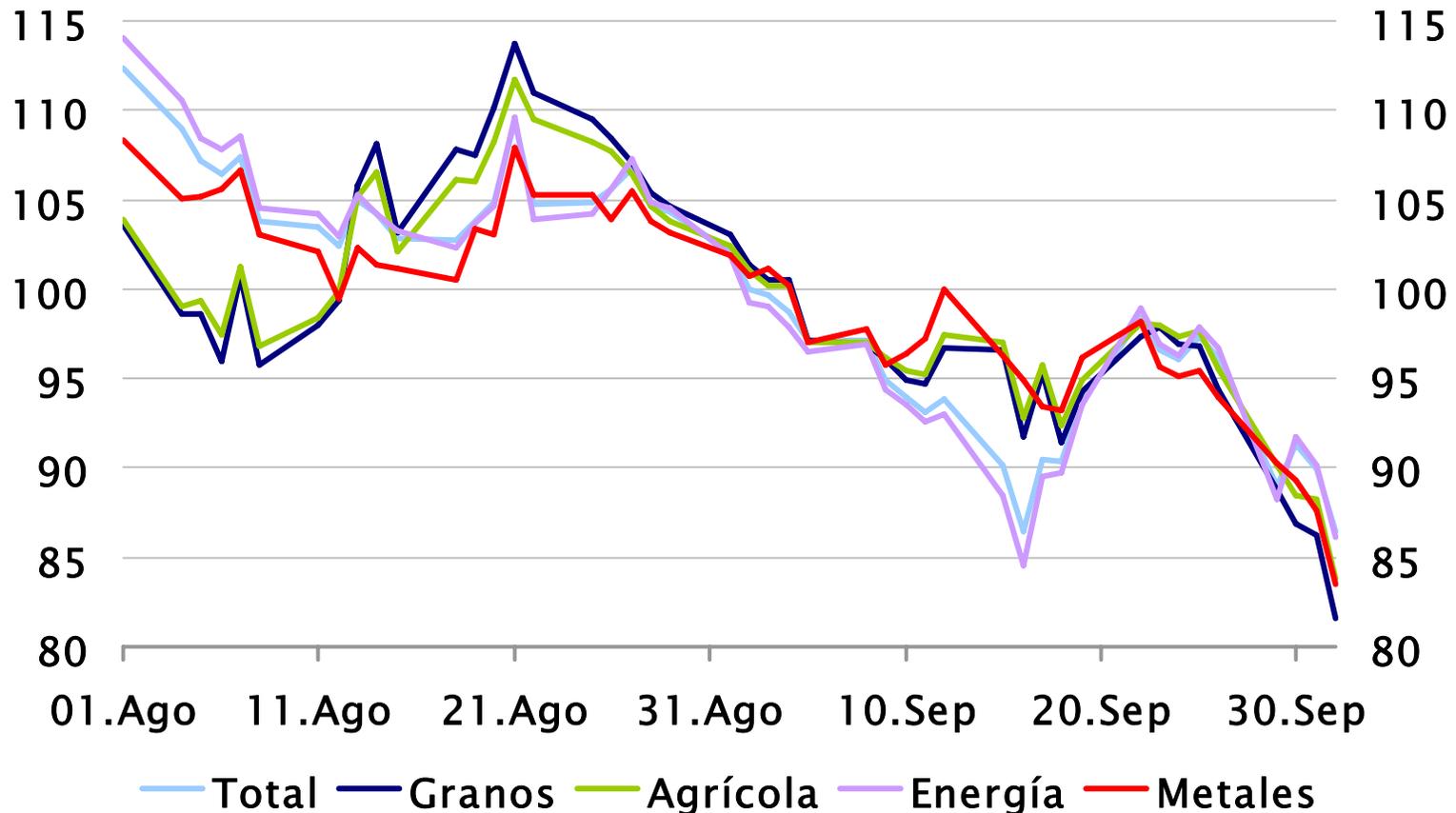
Fuentes: Bloomberg y Morgan Stanley Capital International.



## También en los precios de las materias primas.

### Índice de precios de *commodities* Goldman Sachs

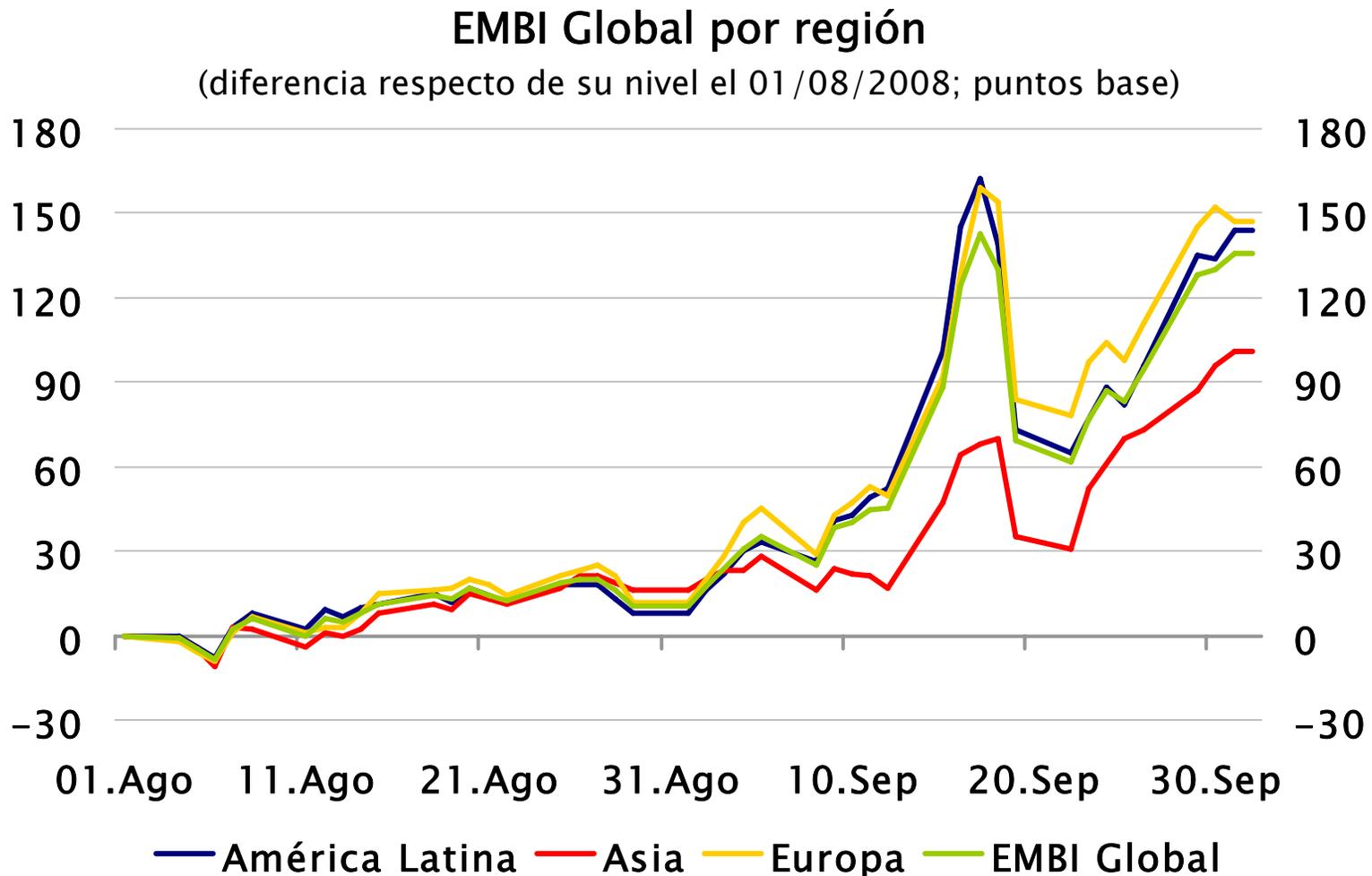
(promedio agosto-septiembre 2008=100)



Fuente: Bloomberg.



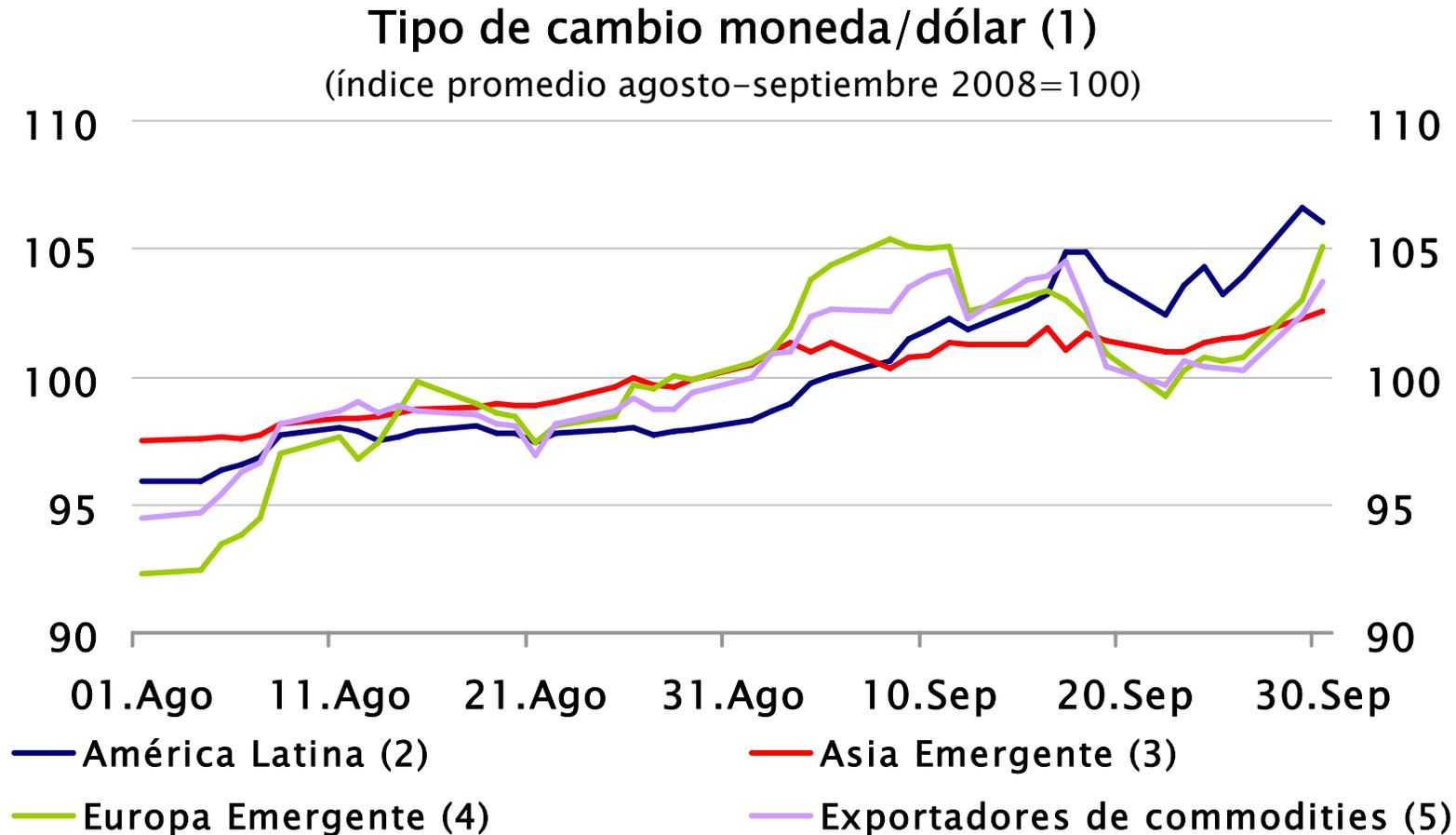
# El riesgo soberano, con vaivenes, también ha aumentado significativamente desde comienzos de agosto.



Fuentes: Bloomberg y JP Morgan Chase.



# El dólar se ha fortalecido respecto de la mayoría de las monedas.



(1) Índices ponderados por participación en PIB mundial a PPC, excepto exportadores de *commodities* en que se consideran participaciones iguales; (2) Argentina, Brasil, México y Chile; (3) Corea, Indonesia y Tailandia; (4) R. Checa, Hungría, Polonia y Rusia; (5) Australia, Canadá y N. Zelanda.  
Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.



## Las implicancias de esta incertidumbre tienen un claro sesgo negativo, pero aún se desconoce su alcance.

---

- A la fecha no hay disponibles revisiones del consenso del mercado sobre las perspectivas de la economía mundial para los próximos años. Además, se está a la espera de mayor certeza sobre el curso de políticas que se adopten.
- Lo que sí parece claro es que las economías estadounidense y europeas se verán más afectadas de lo que inicialmente se creía.
- La visión de que el crecimiento de las economías emergentes se mantendría desacoplado del mundo desarrollado parece no haber perdido fuerza, pero la incertidumbre es alta.
- Los precios de las materias primas han caído, pero aún no muestran una tendencia clara. De hecho, el petróleo mostró vaivenes de hasta 30 dólares en menos de una semana.
- Los movimientos de las paridades cambiarias en el mundo también están sujetos a mayor incertidumbre.
- En suma, el riesgo ha aumentado significativamente.



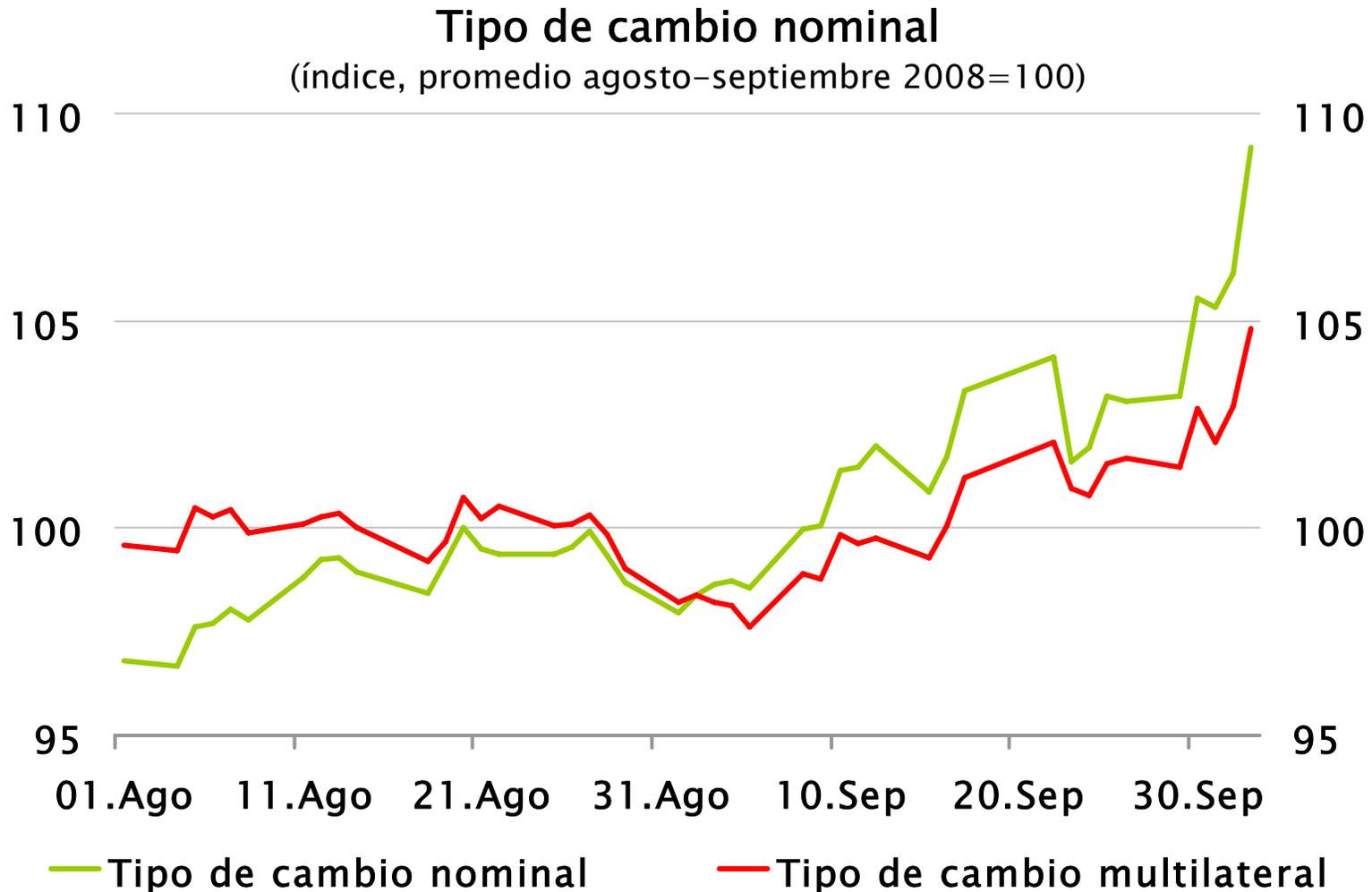
## Por lo mismo, aún es temprano para cuantificar el impacto final de los acontecimientos internacionales en Chile.

---

- La alta volatilidad no permite, por ahora, sacar conclusiones sobre cuál será el efecto que tendrán los cambios en el escenario externo sobre el panorama relevante para Chile.
- Lo que sí está claro, es que el actual nivel de reservas – junto con los ahorros fiscales en el exterior acumulados en el contexto de una política fiscal prudente, una política monetaria orientada a la estabilidad de precios, la flotación cambiaria, un sistema financiero sólido y una economía integrada comercialmente al mundo– hacen que la economía chilena siga preparada para enfrentar adecuadamente las turbulencias en los mercados internacionales.
- En todo caso, esto no significa que la economía nacional no pueda verse afectada, sino que, su capacidad de soportar los embates de la economía internacional es mayor que en el pasado.



# En lo inmediato, los mayores efectos internos se han concentrado en la depreciación del peso.

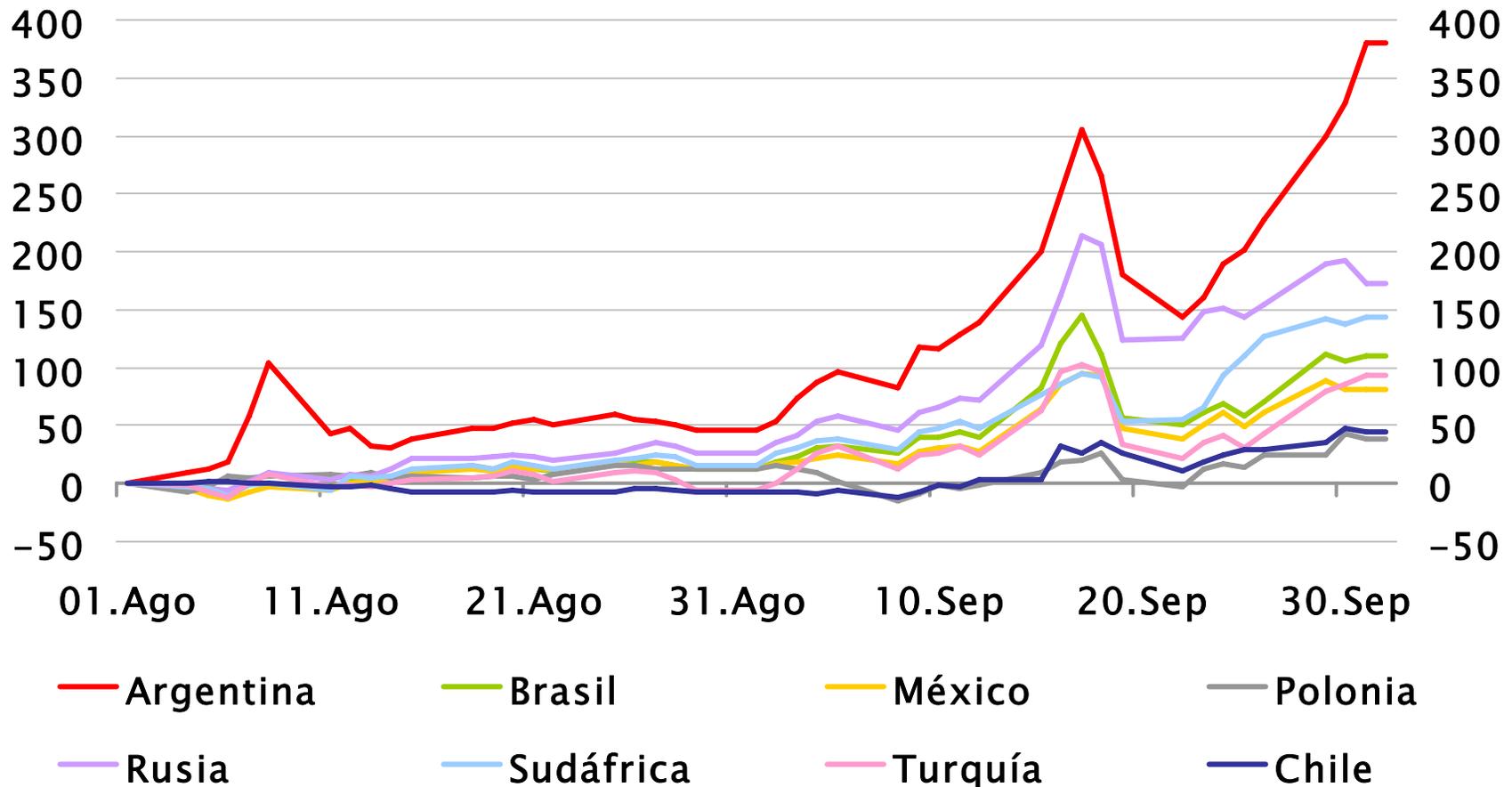




# Al mismo tiempo que el riesgo soberano ha aumentado comparativamente menos.

## EMBI Global

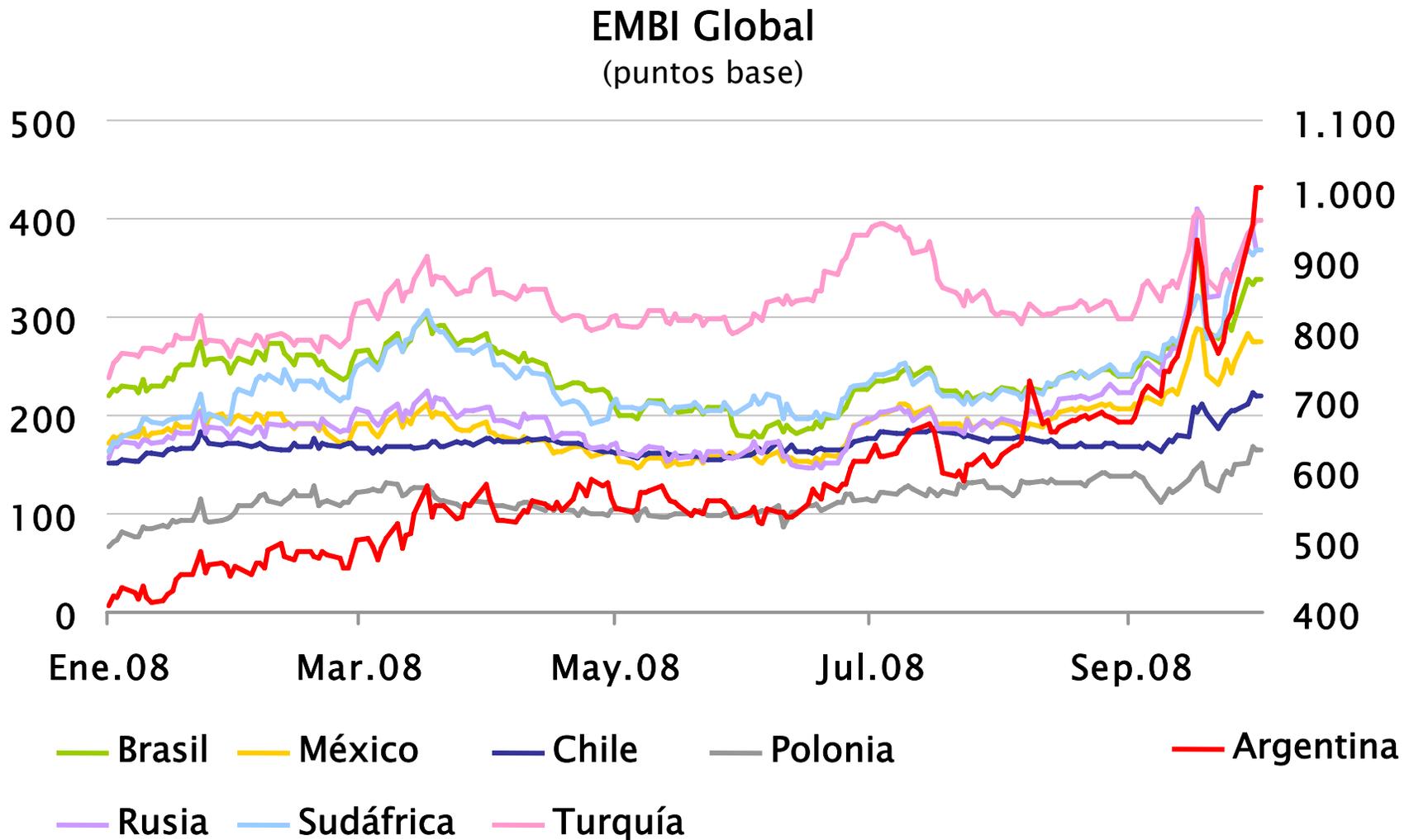
(diferencia respecto de su nivel el 01/08/2008; puntos base)



Fuentes: Bloomberg y JP Morgan Chase.

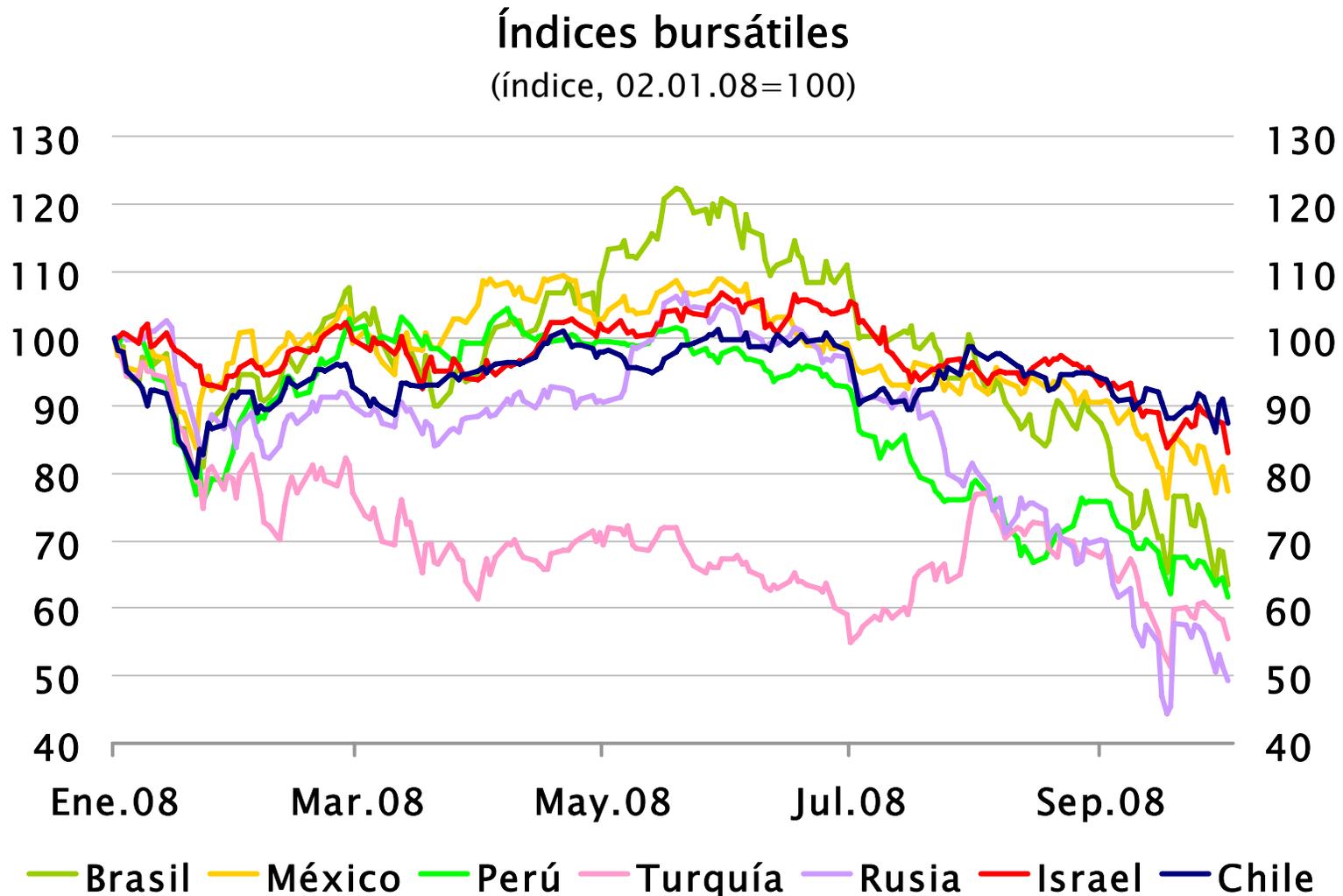


# Y se mantiene por debajo del de otras economías emergentes.





# Y la caída y las fluctuaciones de la bolsa también han sido menores.





## Estos antecedentes llevaron al Consejo a concluir su programa de acumulación de reservas el lunes 29 de septiembre.

---

- Ello, de forma de mitigar las implicancias que pudieran tener en Chile las turbulencias en los mercados interbancarios globales.
- Con todo, durante la aplicación del programa, el Banco Central incrementó en US\$ 5.750 millones sus reservas internacionales, un 70% del programa inicial anunciado, lo que representa un aumento de 30% en su liquidez internacional con respecto al nivel de fines de marzo de este año.



## Además se tomaron medidas para asegurar el normal funcionamiento del mercado monetario y cambiario.

---

- Se licitaron 500 millones de dólares a 28 días, bajo la modalidad de compra *swap* de divisas, con presentación de ofertas en base a premios sobre libor (premio en pesos por un monto determinable).
- Se están ofreciendo operaciones REPO por ventanilla a la tasa de política monetaria y a 28 días.
- Dado el término del programa de acumulación de reservas, se suspendieron las licitaciones de PDBC y bonos, que estaban programadas hasta el 8 de octubre de 2008.



# Conclusiones



## Por ahora, no es posible determinar las consecuencias de la crisis financiera sobre los mercados mundiales ni sobre la economía chilena.

---

- Los desarrollos de las últimas semanas son sin duda muy importantes, pero aún es temprano para extraer conclusiones definitivas de cómo ha cambiado el escenario económico externo e interno y cómo ello afectará la convergencia de la inflación a la meta.
- Con todo, el principal problema que enfrenta hoy la economía chilena sigue siendo la inflación.
- El Consejo reitera que, independientemente de los cambios en el escenario base y sus implicancias, su accionar se orientará a asegurar la convergencia de la inflación a la meta de 3% en un plazo de dos años.



## No obstante, lo más importante es mantener la flexibilidad necesaria para adecuar los instrumentos al escenario que se enfrente.

---

- Es importante destacar que el esquema de política monetaria chileno tiene la virtud de permitir un ajuste relativamente rápido a los cambios en las condiciones que determinan la inflación.
- Así, de evaluar que los desarrollos de las últimas semanas efectivamente delinean un escenario distinto del que preveíamos como más probable hace menos de un mes, el Consejo adoptará las decisiones que sean coherentes con esa nueva evaluación.
- Ello no es distinto de lo que el Consejo ya hizo cuando, a solo unas semanas de publicado el IPoM de mayo, modificó el rumbo de la política monetaria, aumentando con fuerza la TPM ante la evidencia de una mayor propagación inflacionaria.



## El Consejo reitera que adoptará todas las medidas necesarias para lograr la convergencia de la inflación a la meta en un plazo de dos años.

---

- Tal como ya lo ha hecho, el Consejo seguirá atento a los desarrollos del escenario económico externo e interno y tomará todas las medidas que considere necesarias para el normal funcionamiento de los mercados.
- Asimismo, el Consejo sigue muy de cerca el desarrollo de la crisis financiera y sus implicancias sobre las presiones inflacionarias y la convergencia de la inflación a su meta. No se puede descartar que en la economía mundial se generen presiones que reduzcan la inflación, y ello debe ser considerado en nuestras decisiones futuras.
- A nombre del Consejo, les reitero que adoptaremos todas las medidas necesarias para asegurar el cumplimiento de la meta de inflación.



# El Escenario Económico desde el IPoM de Septiembre

José De Gregorio  
Presidente  
Banco Central de Chile