



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Septiembre 2008

José De Gregorio
Presidente
Banco Central de Chile



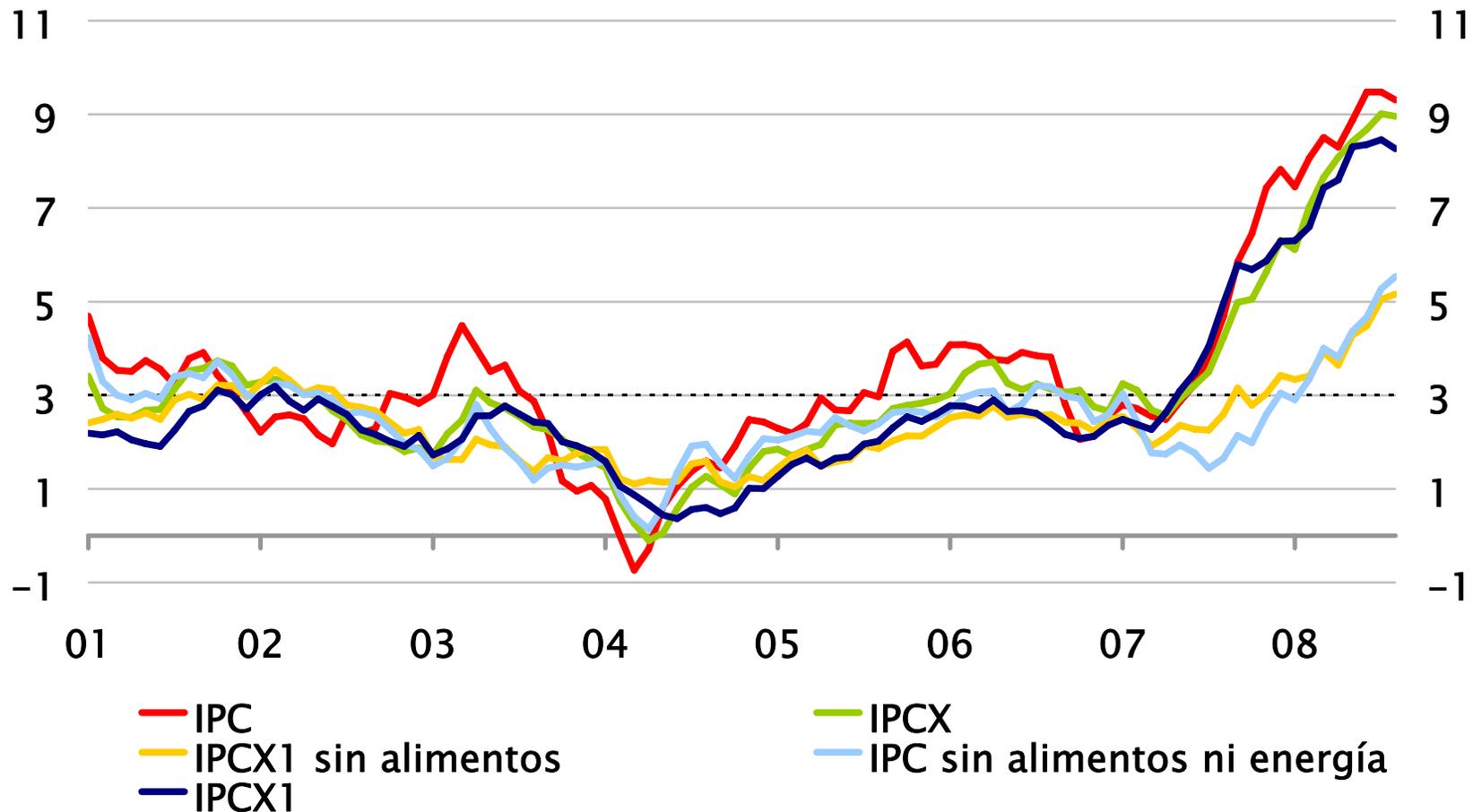
Introducción

- El escenario de inflación que enfrenta la economía chilena se ha deteriorado drásticamente desde el Informe de Política Monetaria (IPoM) de mayo.
- Además de las alzas en los precios de los alimentos y los combustibles, se ha registrado un mayor grado de propagación de la inflación.
- El Consejo ha reaccionado a ello con determinación, incrementando la tasa de política monetaria en 200 puntos base desde junio.



La inflación anual del IPC llegó a 9,5% a mediados de año, a la vez que otros indicadores de inflación también aumentaron.

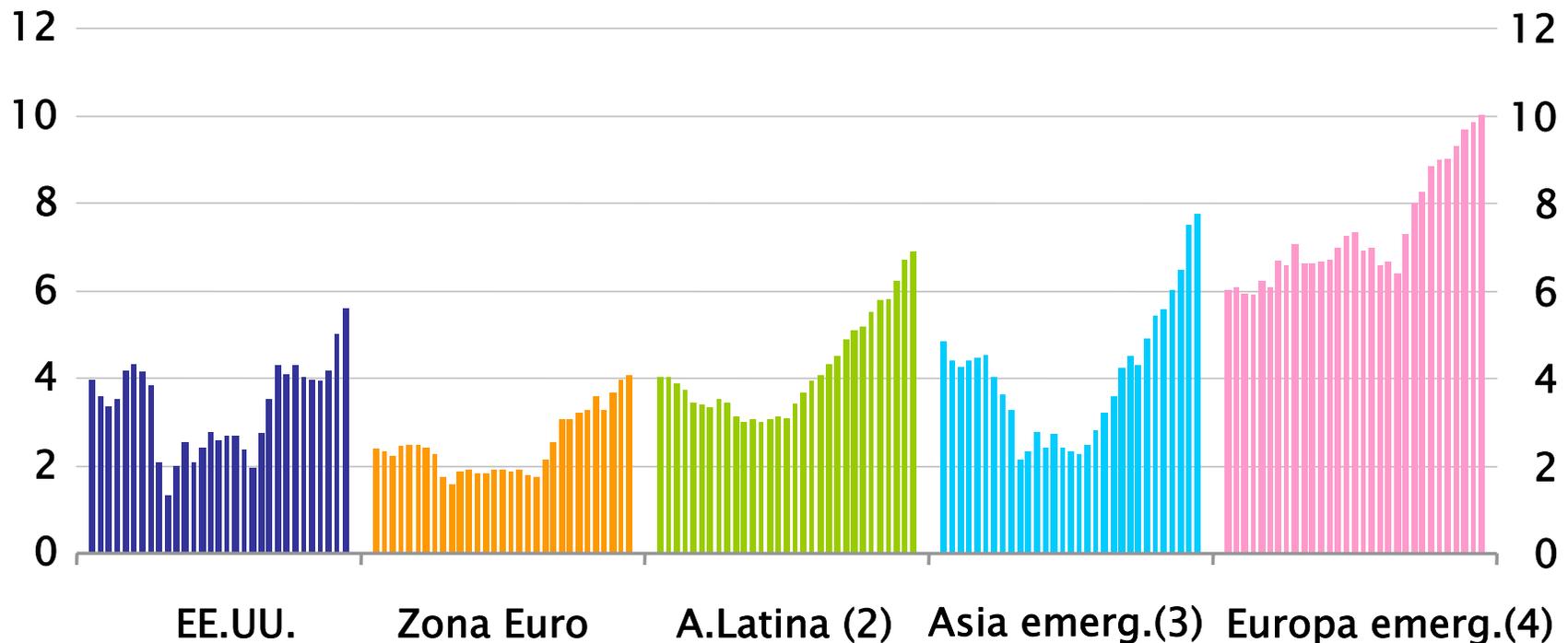
Indicadores de inflación
(variación anual, porcentaje)





Esta coyuntura inflacionaria desfavorable se está dando en un gran número de economías.

Inflación del IPC: enero 2006 – julio 2008 (1)
(variación anual, porcentaje)

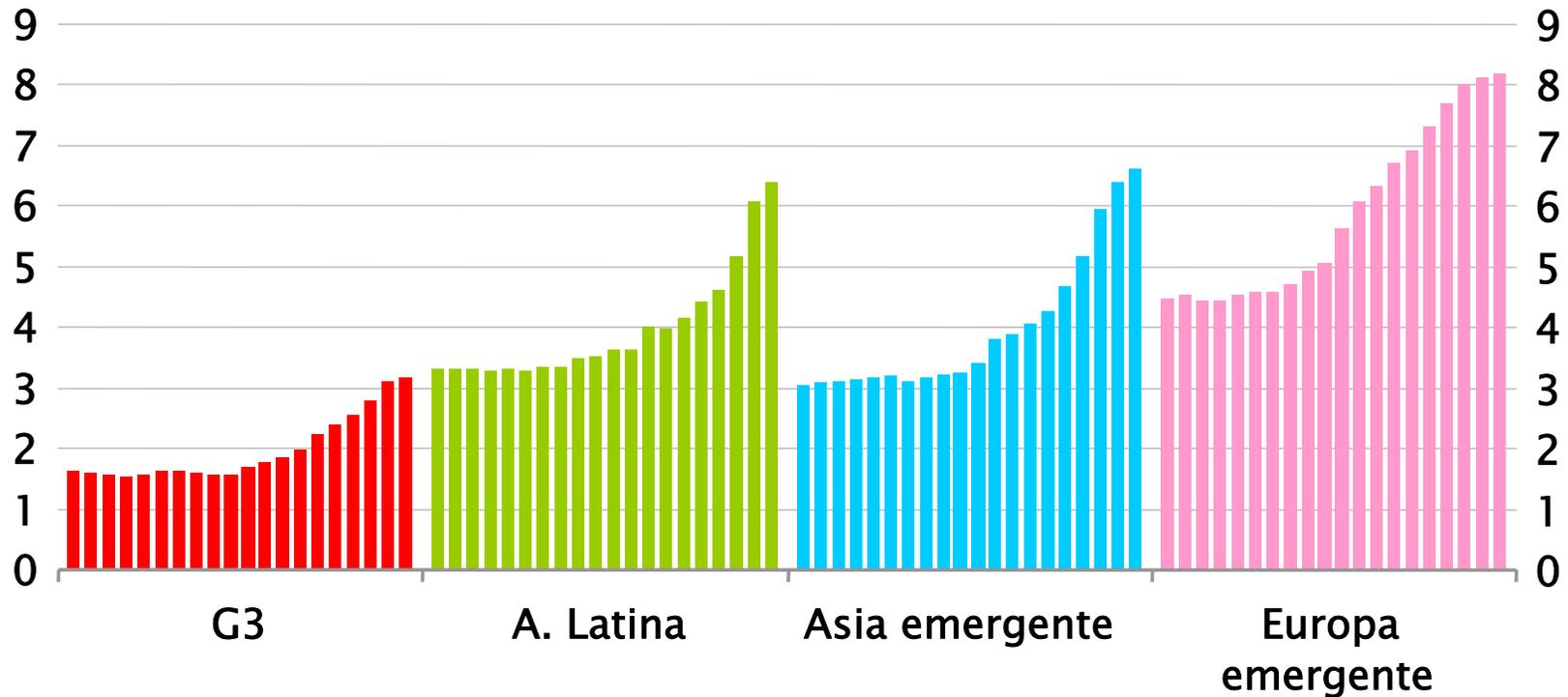


(1) Cifras corresponden al promedio geométrico de los países de cada región. (2) Considera Brasil, Colombia, Chile, México, y Perú. (3) Considera Corea del Sur, China, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taiwán. (4) Considera Hungría, República Checa, Rusia y Turquía.
Fuente: Banco Central de Chile en base a CEIC Data.



Con un aumento no solo de la inflación efectiva, sino también de las expectativas.

Expectativas de inflación para el 2008 (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) Cada barra corresponde a la proyección de inflación anual promedio por mes desde enero del 2007 hasta agosto del 2008. Se calculan promedios geométricos de las inflaciones proyectadas para las economías de cada zona económica.

Fuente: Consensus Forecasts.



Escenario internacional

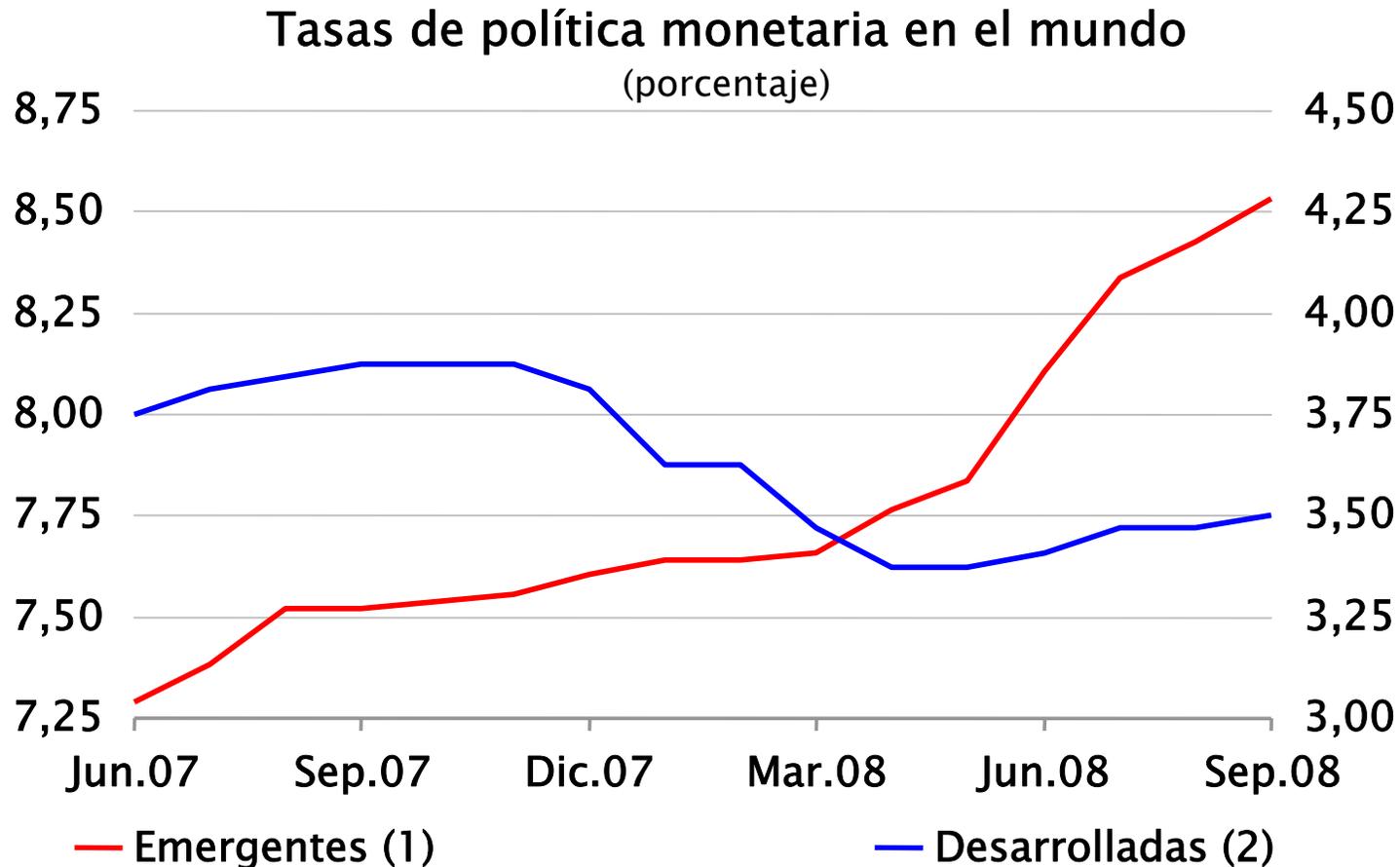


Escenario internacional

- Externamente, se ha dibujado un escenario en que, como nunca, ha existido una coincidencia tan nítida de factores tan diversos: crisis financiera, alta inflación y crecimiento dispar.
- En lo global, la coyuntura inflacionaria es desfavorable para casi todas las economías del mundo.
- Sin embargo, mientras las economías desarrolladas están atravesando por una grave crisis financiera y experimentan una desaceleración de la actividad, las economías emergentes pasan por un escenario de crecimiento sostenido por ya varios años.



Lo anterior explica la dispar reacción de la política monetaria en las economías desarrolladas y emergentes ante la mayor inflación.



(1) Considera el promedio simple de las tasas de referencia de: Brasil, Colombia, Corea, Chile, China, Hungría, India, Israel, México, Perú, Polonia, República Checa, Sudáfrica y Turquía.

(2) Considera el promedio simple de las tasas de referencia de: Canadá, EE.UU., Japón, Noruega, Reino Unido, Suecia, Suiza y Zona Euro. Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.



Escenario internacional

- En estos momentos la principal preocupación de los bancos centrales en las economías desarrolladas, en especial EE.UU., es evitar el colapso de su sistema financiero.
- Se estima que las pérdidas de la banca, solo por la crisis *subprime*, alcanzarían a unos 950 mil millones de dólares, casi lo que Chile produce en cinco años.
- Sin duda quedan muchos temas pendientes sobre las implicancias de largo plazo de los recientes rescates de entidades financieras, así como la persistencia de las turbulencias, pero al menos los riesgos de un colapso financiero sistémico parecen haber sido controlados a tiempo.



Escenario internacional

- En el pasado, problemas de la magnitud de los actuales habrían tenido rápidamente repercusiones muy severas en todo el mundo.
- En cambio, en la actualidad, la economía mundial sigue creciendo.
- Hoy, el compromiso que existe en casi todo el mundo es con la estabilidad macroeconómica, que se refleja en la adopción de medidas tendientes a mitigar las consecuencias de una crisis financiera y de los problemas inflacionarios.



Esto permite que la economía mundial crezca a tasas comparables con el robusto crecimiento de la primera mitad de esta década.

Crecimiento mundial (*) (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

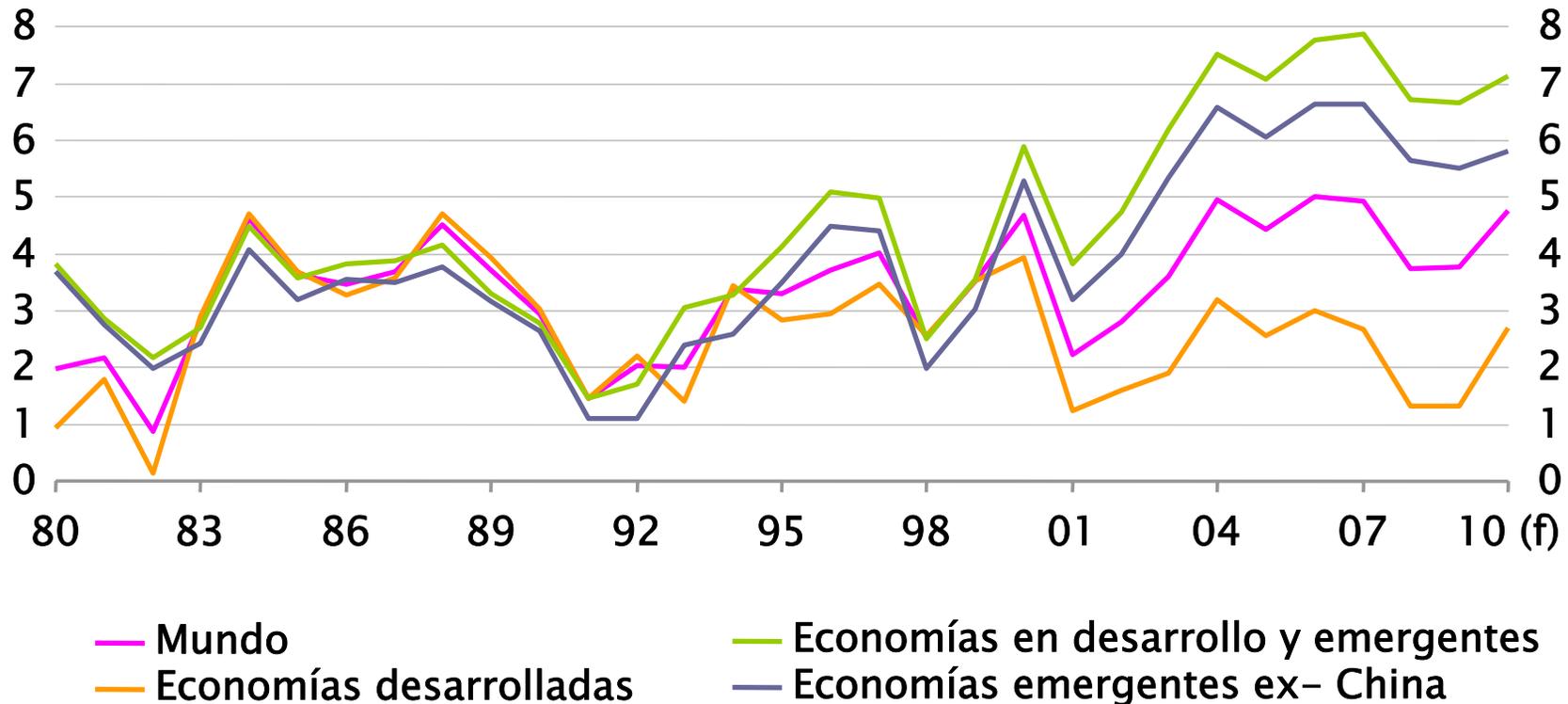
(*) Crecimientos regionales ponderados por la participación en el PIB mundial a PPC publicado por el FMI en World Economic Outlook (WEO, abril 2008).

(e) Estimado; (f) Proyectado.



La composición regional del crecimiento ha cambiado. Hay riesgos de hasta dónde persistirá el desacople.

Crecimiento mundial (*)
(variación anual, porcentaje)



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

(f) Proyección.

Fuente: Fondo Monetario Internacional.



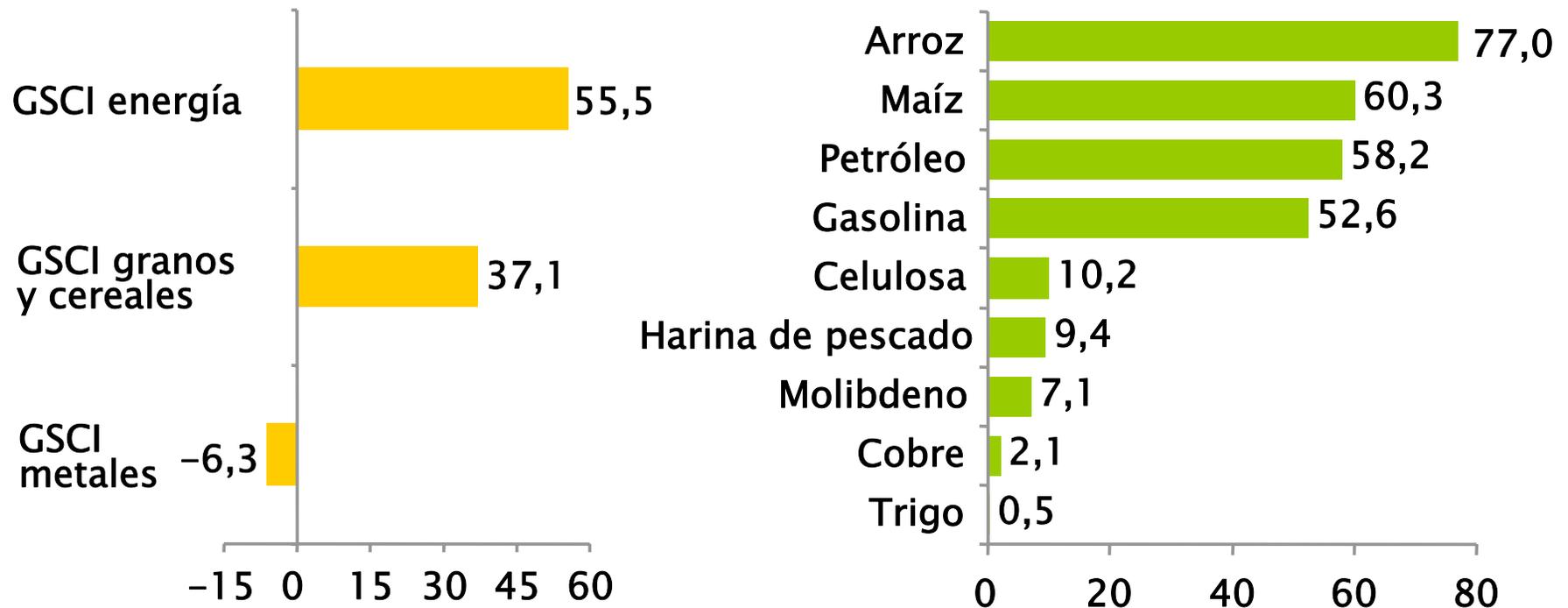
Precio de materias primas

- El buen desempeño de la economía mundial ha tenido consecuencias pues, tal como pasa en cualquier país donde el crecimiento supera a su potencial, en el mundo se han gestado presiones inflacionarias.
- Los aumentos de precios han sido mayores en aquellos bienes donde el crecimiento de la demanda ha sido mayor y donde la oferta ha tenido una reacción más lenta, como es el caso de los alimentos y el petróleo.



Aun cuando los precios han caído en lo más reciente, se mantienen en niveles muy por sobre los de hace un año.

Variaciones en precios de productos básicos (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) Se considera el promedio de los diez últimos días hábiles al cierre estadístico del IPoM de septiembre 2008 y septiembre 2007. Índice GSCI elaborado por Goldman Sachs.

Fuente: Bloomberg.



En el escenario base, se prevé que tanto el precio del petróleo como el de los alimentos básicos se mantendrán por los próximos dos años.

Supuestos del escenario base internacional
(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.



Escenario internacional

- En suma, de acuerdo al consenso, en el período 2008–2010 el escenario externo no contribuirá a la generación de holguras en el plano interno.
- A su vez, tanto el precio del petróleo como el de los alimentos básicos se mantendrán en torno a sus niveles actuales durante los próximos dos años, con lo que no se constituirán en una fuente de inflación en el horizonte de proyección, pero tampoco ayudarán a reducir los niveles de costos.



Escenario internacional

- Como siempre, no podemos descartar escenarios alternativos.
- Gran parte del crecimiento mundial que el consenso del mercado prevé para los próximos dos años, descansa en que se mantendrá el desacople entre el crecimiento de las economías emergentes y desarrolladas.
- Además, nuestro escenario base considera que el problema inflacionario mundial se resolverá sin que se requiera un ajuste monetario y un crecimiento mundial comparable al que se vivió a principios de los ochenta.
- De no darse dichos supuestos, el escenario que enfrentaremos será, con toda probabilidad, negativo en términos de crecimiento mundial y acceso al financiamiento externo.

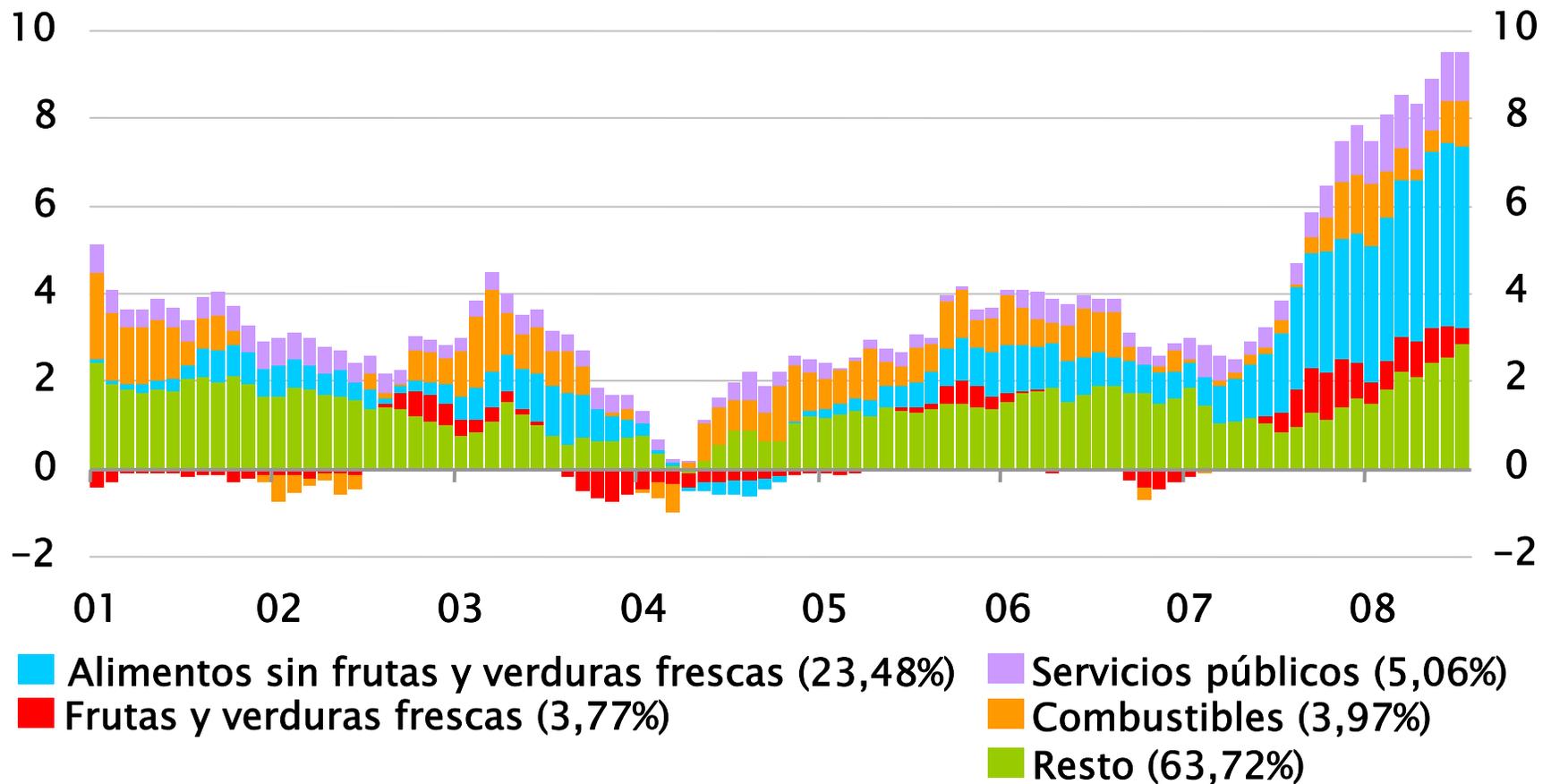


Escenario interno



Respecto de la evolución de la inflación, destaca la incidencia de los alimentos en su variación anual: 4 puntos porcentuales a agosto.

Incidencias en la inflación anual del IPC (puntos porcentuales)



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



El aumento en el costo de la energía podría explicar hasta 4 puntos porcentuales de la inflación anual, considerando efectos directos e indirectos.

Efecto del *shock* de energía en inflación y costos

	Incidencia	Var. anual
1. Efectos directos en el IPC (1)		
– Combustibles	1,4	17,6
– Electricidad	0,6	27,7
2. Efectos directos en los costos (2) (3)		
– Combustibles	1,2	25,0
– Electricidad	1,0	50,0

(1) Considera la variación anual a agosto de ambas categorías del IPC.

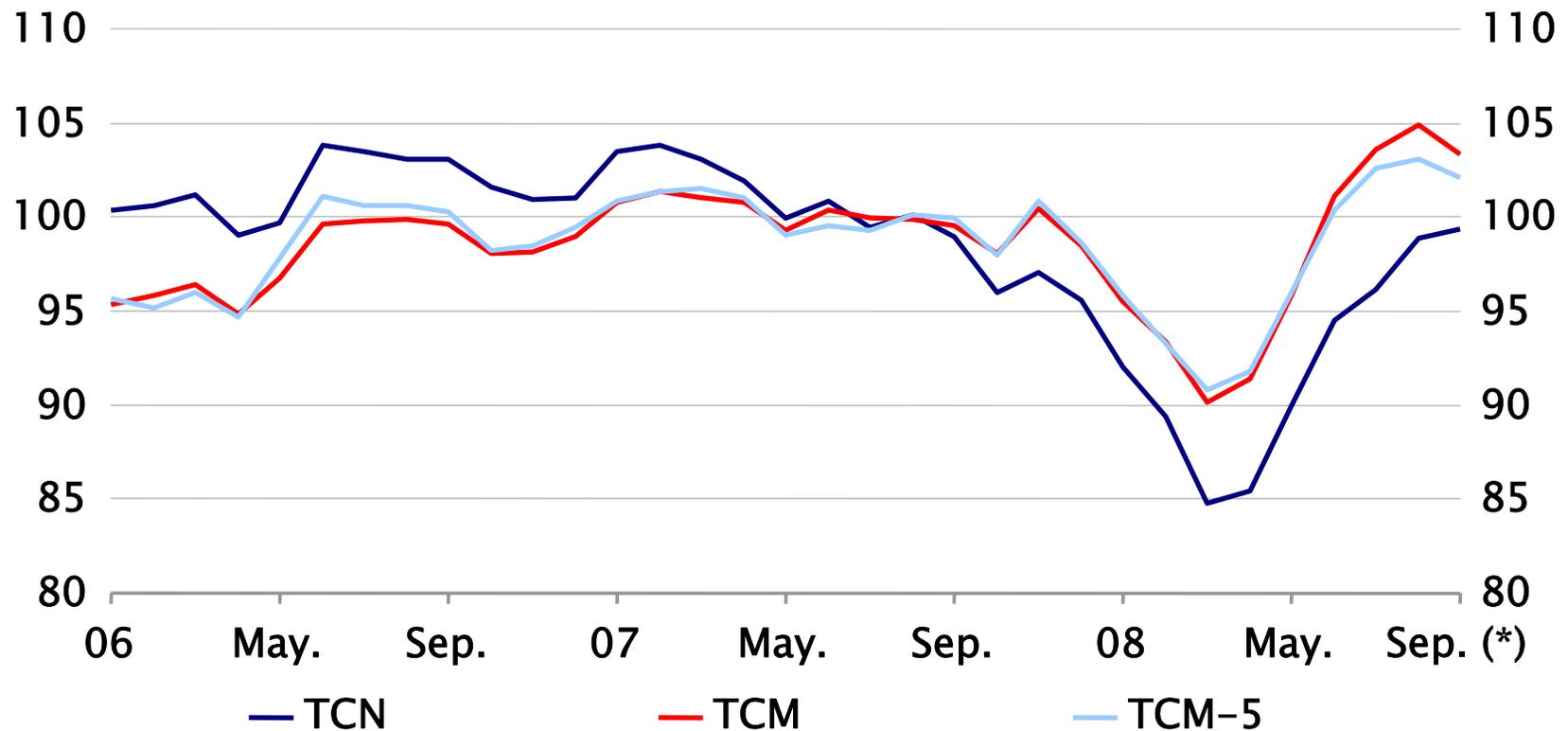
(2) Considera el efecto en la estructura de costos de la economía, medida a través de la MIP. Más detalles Recuadro V.2, IPoM Sept. 2008.

(3) La variación anual del petróleo y de la electricidad son equivalentes a los aumentos del petróleo diesel y la tarifa no residencial en el primer semestre del 2008.



El TCN puede haber tenido algún impacto en la mayor inflación de los últimos meses, pero respecto de un año atrás su nivel no es muy distinto.

Tipo de cambio nominal
(índice, promedio 2007=100)



(*) Corresponde al promedio hasta el 10 de septiembre de 2008.
Fuente: Banco Central de Chile.



Intervención

- El objetivo de la intervención era fortalecer nuestra posición de liquidez internacional en un momento en que el peso parecía haberse fortalecido más allá de lo que indicarían sus fundamentales, y por lo tanto podría estar sujeto a una burbuja.
- La intervención no tiene como objetivo el nivel del tipo de cambio. Ella se ha llevado a cabo de manera mecánica y transparente, de manera de mantener la completa capacidad de modificar la TPM si las perspectivas inflacionarias así lo requirieran. Tal como finalmente ha sucedido.
- A pesar de que el panorama inflacionario se deterioró, las incertidumbres financieras, en particular las implicancias de la actual crisis sobre el financiamiento de las economías emergentes no han amainado.



Intervención

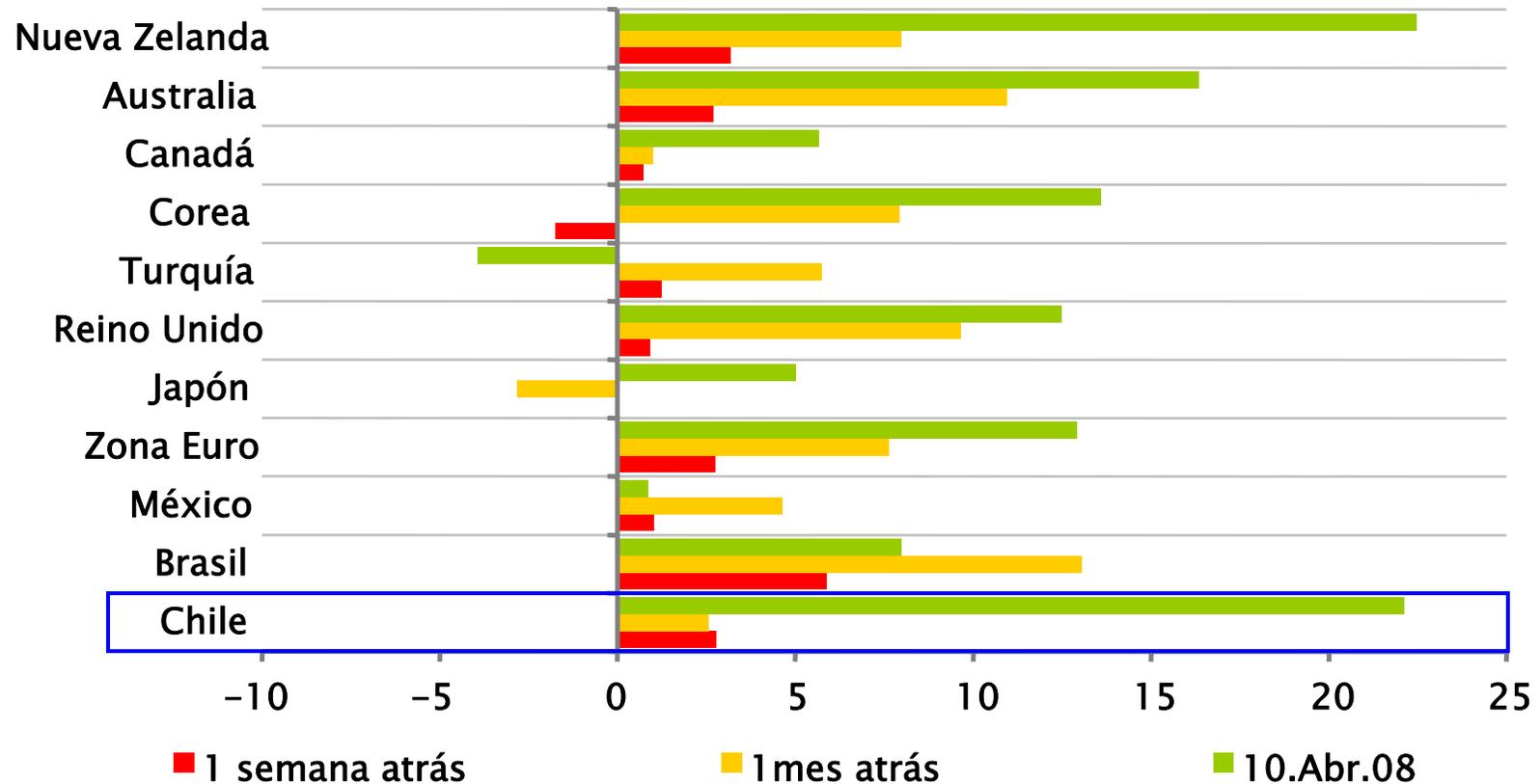
- Con todo, tras el anuncio del programa de compra de reservas en abril, la paridad aumentó entre \$15 y \$20.
- Más tarde, junto con una serie de otras noticias, el peso ha seguido depreciándose, hasta ubicarse esta semana entre \$90 y 100 por sobre su valor mínimo en abril.
- Considerando las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM, la paridad peso/dólar superó en cerca de 13% los niveles correspondientes al IPoM de mayo. El tipo de cambio multilateral se depreció 11% en igual lapso.
- En todo caso, es difícil asignar una parte significativa de este incremento a la intervención.



Destaca, en todo caso, que desde la intervención también se han apreciado otras monedas, en especial “*commodity currencies*”.

Tipo de cambio nominal

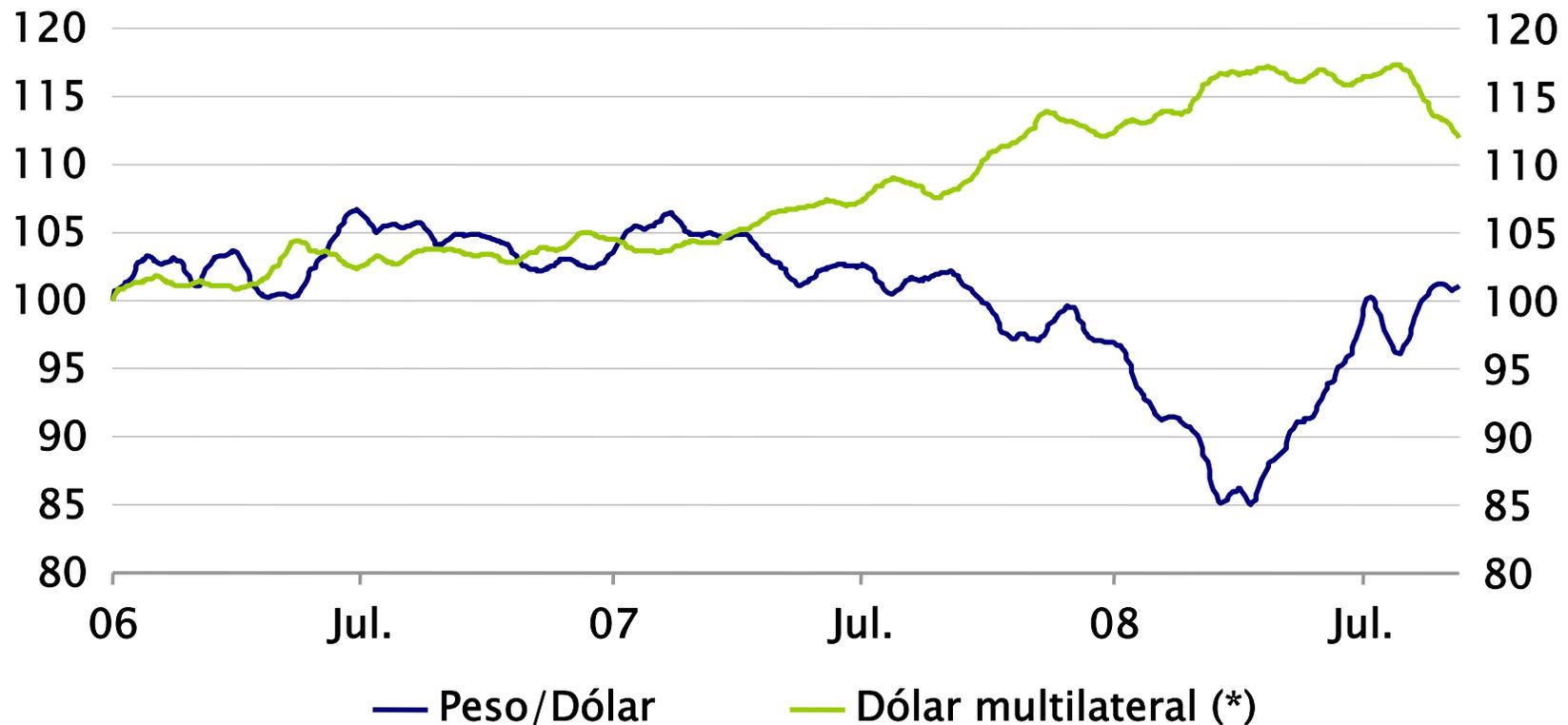
(variación entre la fecha indicada y el 10 de septiembre de 2008, porcentaje)





Y además, la depreciación más reciente del peso ha coincidido con un fortalecimiento del dólar a nivel global.

Tipo de cambio
(índice 02.01.06=100; promedio móvil diez días)



(*) Mide los movimientos de dólar estadounidense en relación con una canasta de moneda de los principales socios comerciales. Un aumento indica depreciación.

Fuentes: Banco Central de Chile y Reserva Federal.



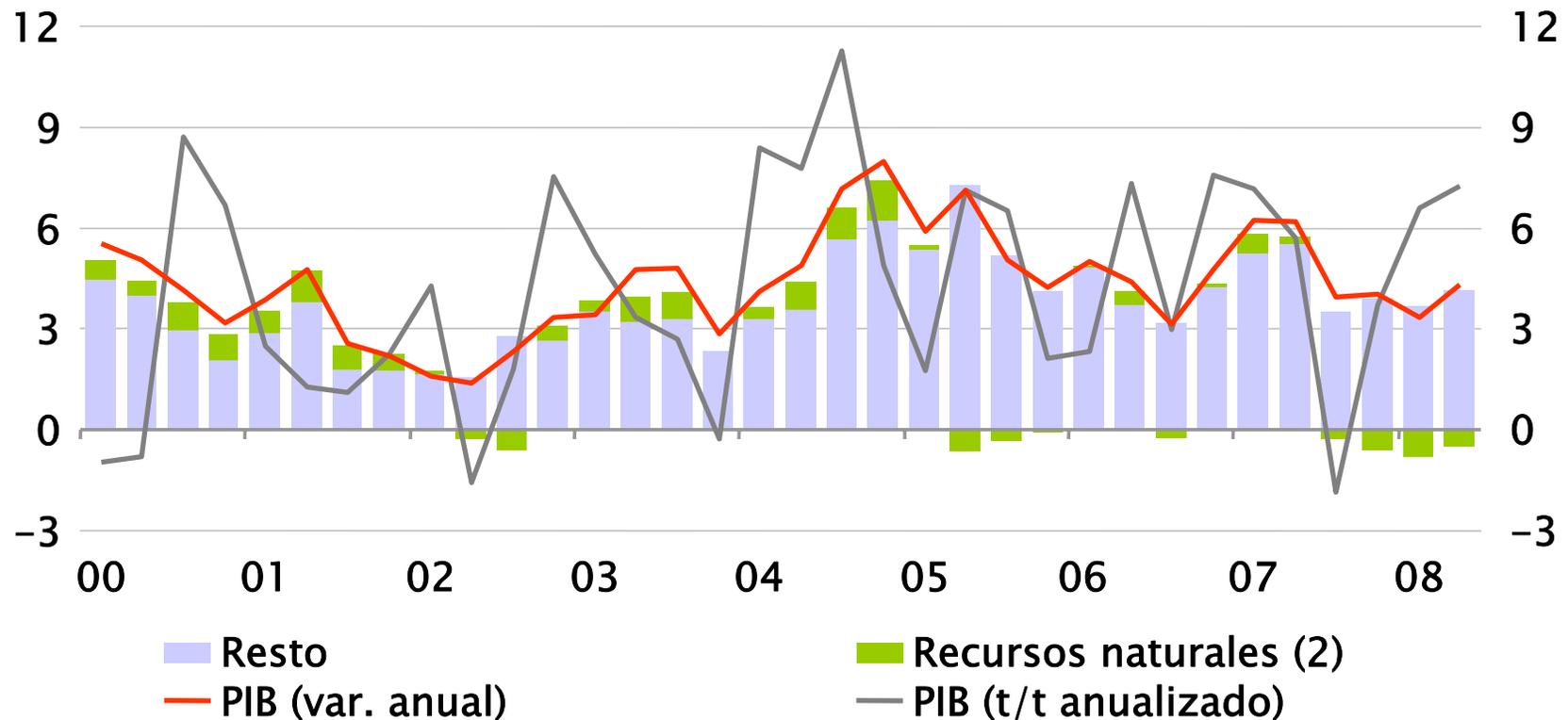
Tipo de cambio

- Como supuesto de trabajo, el escenario base supone que en el largo plazo el tipo de cambio real (TCR) es similar a su nivel actual, con una dinámica de corto plazo coherente con la evolución de la política monetaria.
- Esto surge de la consideración que, a diferencia de lo evaluado en mayo, el actual nivel del TCR está en la parte alta del rango de valores que se consideran coherentes con sus fundamentos de largo plazo.



El dinamismo de la actividad, en especial en los sectores distintos de RR.NN., hace estimar que las holguras son menores que las antes previstas.

Contribución al crecimiento del PIB (1)
(crecimiento real anual, porcentaje)



(1) Corresponde al PIB a costo de factores más imputaciones bancarias.

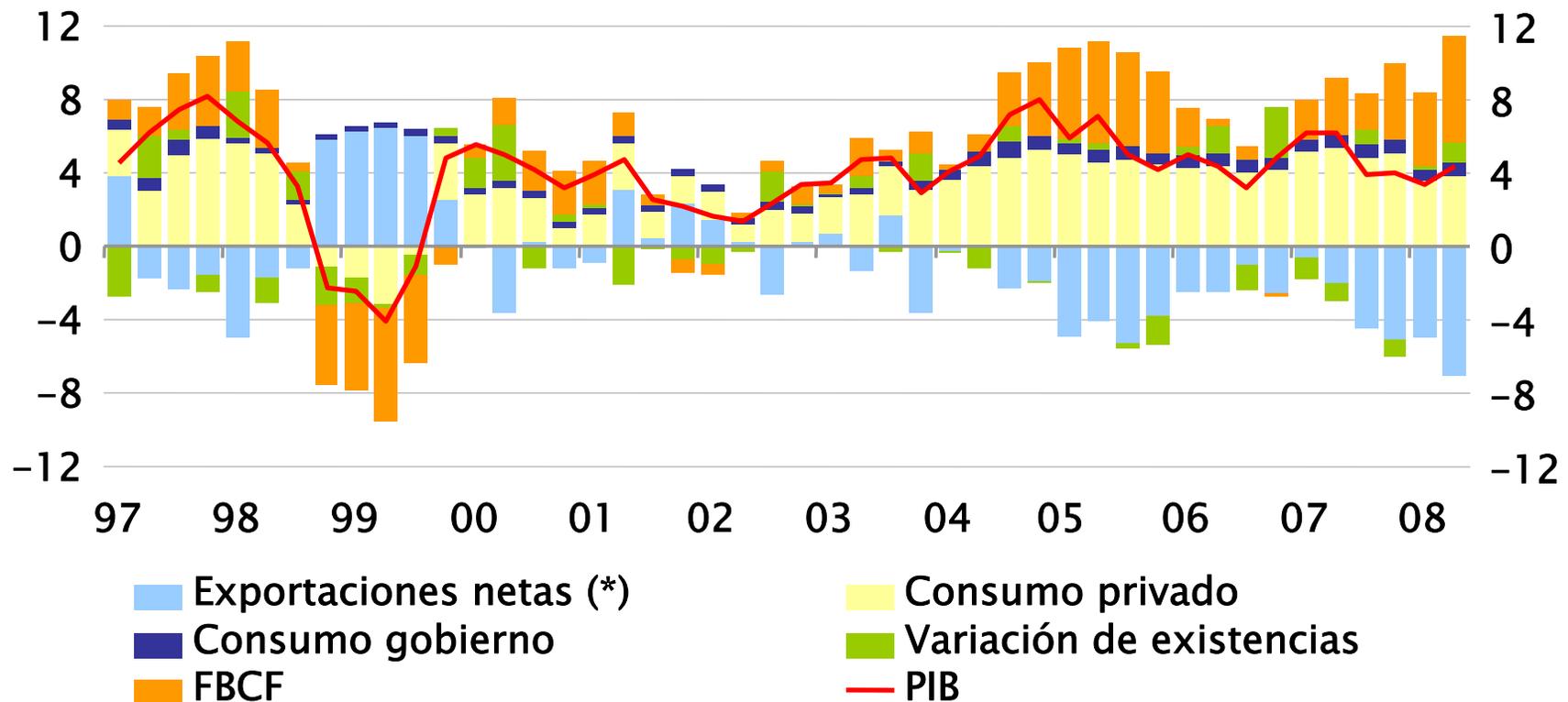
(2) Corresponde a los sectores: minería, pesca y EGA.

Fuente: Banco Central de Chile.



La demanda interna ha crecido, en particular la inversión. Se prevé que el PIB aumentará entre 4,5 y 5,0% este año.

Contribución al crecimiento del PIB (Variación real anual; puntos porcentuales)



(*) Exportaciones de bienes y servicios menos importaciones de bienes y servicios.
Fuente: Banco Central de Chile.



Propagación de la inflación

- En los últimos meses la principal novedad de las cifras de inflación ha sido la mayor propagación inflacionaria, que se desencadenó con fuerza inesperada a partir de mayo.
- En el trimestre mayo–julio la inflación acumuló un aumento de 3,8 puntos porcentuales, mientras que nuestras proyecciones, incluidas en el IPoM de mayo, eran de 1,3 puntos porcentuales.
- La novedad para las expectativas privadas no fue muy distinta. Según la mediana de la Encuesta de Expectativas Económicas de mayo, el sector privado proyectaba que la inflación sería 4,4% a diciembre de este año (en el IPoM de mayo proyectábamos 4,7%).



Propagación de la inflación

- Existe un conjunto de factores que pueden explicar este fenómeno.
 - Una 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, 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.



Propagación de la inflación

- No es posible, con los antecedentes acumulados hasta ahora, precisar con exactitud la importancia relativa de estos factores en la mayor propagación, y puede que existan otros factores que aún no tenemos capacidad de apreciar.
- No obstante, sus implicancias de política monetaria admiten pocas dudas y, por ello, el Consejo ha venido endureciendo la política monetaria, lo que esperamos continuará.



Perspectivas



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

Proyección de inflación (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.



Perspectivas

- Esta trayectoria, determinada por el impacto de una política monetaria restrictiva y la normalización del ritmo de expansión de la demanda, considera que la actividad de los sectores de recursos naturales tendrá un crecimiento mayor al resto de la economía.
- La normalización del ritmo de expansión de la demanda, considera que el consumo privado continuará desacelerándose y la inversión reducirá su tasa de crecimiento anual.
- El gasto público también aumentará a tasas menores que las de este año, en línea con los anuncios recientes del Ministerio de Hacienda y los límites que impone la regla de superávit estructural.



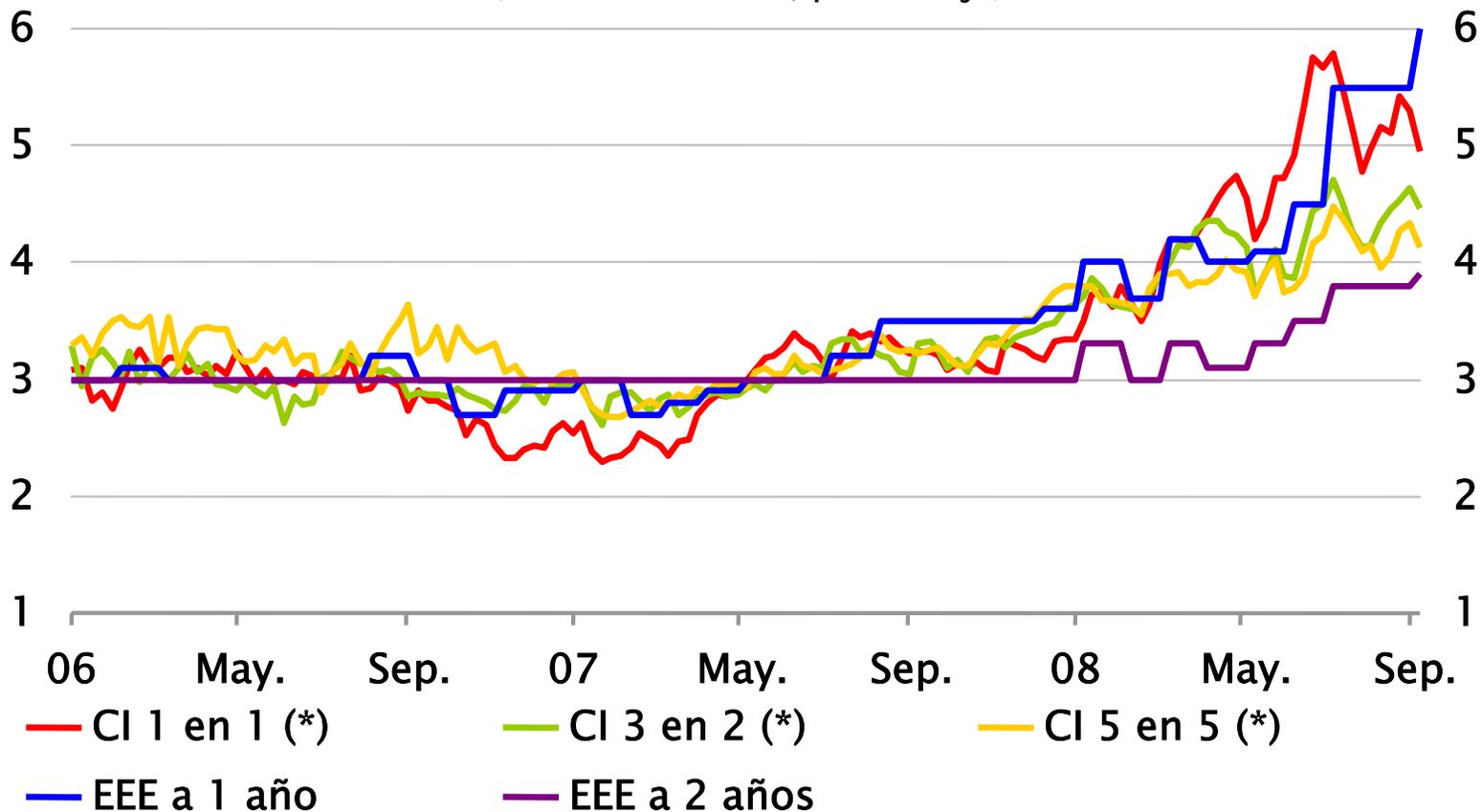
Perspectivas

- El escenario base contempla que las expectativas de inflación y la dinámica salarial futura, serán acordes con el cumplimiento de la meta.
- Contribuirá a esta dinámica que los incrementos salariales futuros sean moderados, sin reflejar en su totalidad el aumento de la inflación pasada, sino más bien considerando como determinante fundamental que la inflación retornará a la meta en un plazo acotado de tiempo.
- De forma similar, el escenario base supone que la toma de decisiones de precios se basa en una expectativa de inflación alineada con la meta. Si las expectativas son mayores que la meta, la dosis de política monetaria requerida para disminuirlas será mayor.



Las expectativas de inflación siguen en niveles por sobre la meta, aunque en los últimos días hemos visto un descenso.

Expectativas de inflación
(datos semanales, porcentaje)



(*) Compensaciones inflacionarias *forward*.
Fuentes: Banco Central de Chile.



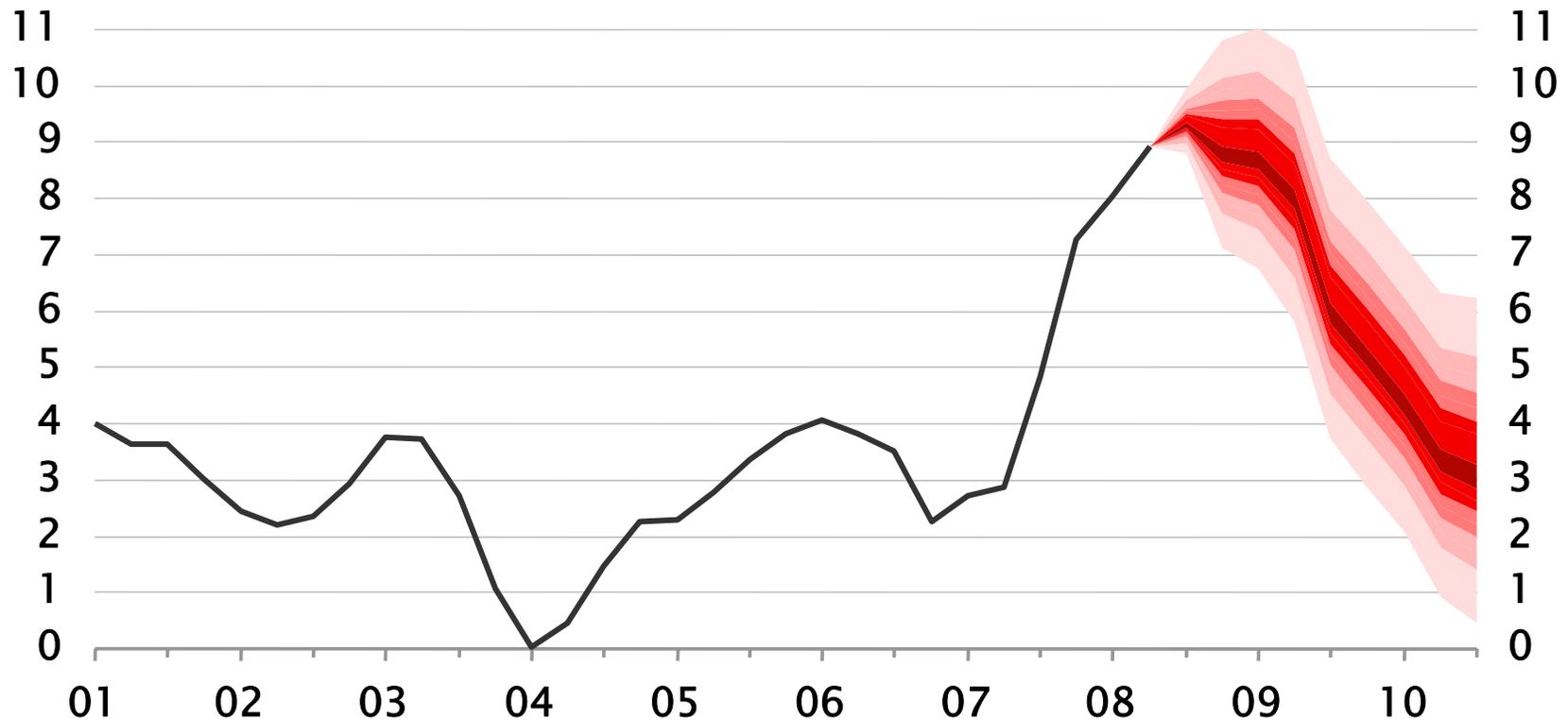
Perspectivas

- Es sin duda positivo que las expectativas de inflación se acerquen a la meta. Sin embargo, pese a ello, es perfectamente posible que se deba seguir subiendo la tasa.
- La política monetaria no se determina de manera mecánica a partir de la observación de algunas variables específicas, sino a partir de nuestras propias proyecciones y evaluaciones de riesgo respecto de la dinámica inflacionaria futura.
- En la medida en que se siga evaluando que la propagación de los *shocks* inflacionarios pasados pone en riesgo la convergencia de la inflación a la meta en un horizonte de dos años, necesariamente el Consejo tomará acciones de política monetaria adicionales para corregir estos desequilibrios.



El balance de riesgos para la inflación está sesgado al alza en corto plazo y balanceado en el horizonte de proyección.

Proyección de inflación IPC IPoM septiembre 2008
(variación anual, porcentaje)

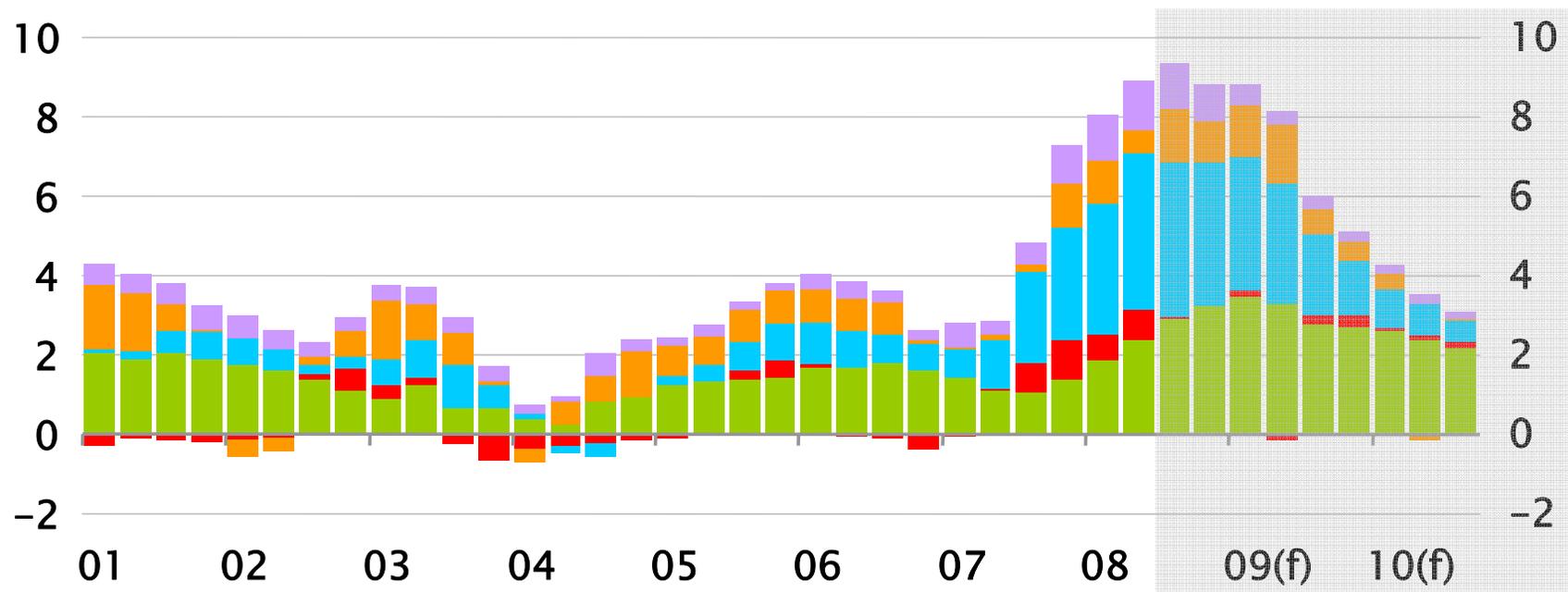


Fuente: Banco Central de Chile.



Con todo, la trayectoria de la inflación IPC en el escenario base considera que la propagación de los *shocks* será relativamente persistente.

Incidencias en la inflación anual del IPC (1) (2)
(puntos porcentuales)



- Alimentos sin frutas y verduras frescas (23,48%)
- Frutas y verduras frescas (3,77%)
- Servicios públicos (5,06%)
- Combustibles (3,97%)
- Resto (63,72%)

(f) Proyección. (1) El área gris, a partir del tercer trimestre del 2008, corresponde a la descomposición de la inflación proyectada en el escenario base. (2) Entre paréntesis ponderación en el IPC.

Fuente: Banco Central de Chile.



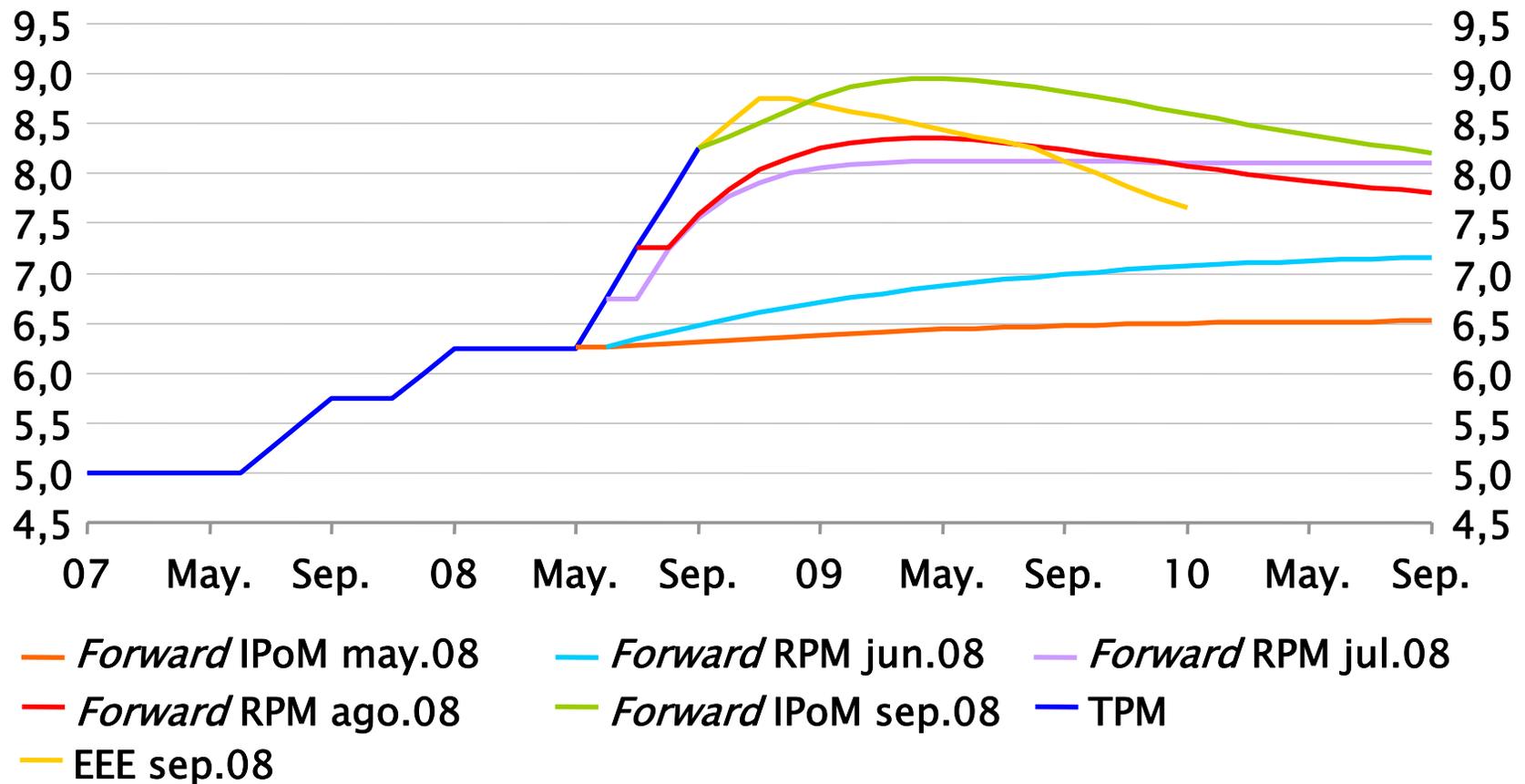
Política monetaria

- En este contexto, el Consejo aumentó la TPM en 200 puntos base desde junio a la fecha, totalizando un aumento de 325 puntos base desde julio del 2007, y la trayectoria futura de la TPM contempla ajustes adicionales para asegurar la convergencia de la inflación a la meta.
- El escenario base de este IPoM contempla que la TPM seguirá una trayectoria que en el corto plazo será mayor a la que se deduce de las distintas medidas de expectativas del sector privado vigentes en las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM.
- Esto, de forma de generar las holguras necesarias para lograr la convergencia de la inflación a la meta.



En el corto plazo la trayectoria de la TPM será superior a la que se deduce de las distintas medidas de expectativas privadas.

TPM y curva *forward*
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.



Conclusiones



Conclusiones

- En el escenario más probable, la inflación anual del IPC finalizará el 2008 con una variación anual de 8,5%, la que con altibajos, en especial en el primer trimestre del 2009, descenderá hasta 4,9% a fines del próximo año, llegando a 3% en el tercer trimestre del 2010.
- La convergencia de la inflación a meta se sustenta en que la actividad perderá dinamismo, con lo que crecerá en torno a un punto porcentual por debajo de su tendencia. Este es coherente con que el PIB aumentará a una tasa entre 3,5 y 4,5% el 2009, con un balance de riesgos que está sesgado a la baja.



Conclusiones

- El Consejo reitera que, en la medida en que la evolución del escenario macroeconómico se aleje del escenario base, poniendo en riesgo el cumplimiento del objetivo inflacionario, endurecerá aun más la política monetaria.
- Por el contrario, si las holguras de capacidad aumentan, y las expectativas de inflación y la dinámica salarial son coherentes con el cumplimiento de la meta, no será necesario incurrir en costos adicionales para lograr la convergencia de la inflación a 3% en dos años.



Conclusiones

- El Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria de manera de reducir la elevada inflación actual hacia 3% en el horizonte de política. Ello resulta esencial para alinear la dinámica inflacionaria con el objetivo de estabilidad de precios.
- La trayectoria futura de la TPM contempla ajustes adicionales para asegurar la convergencia de la inflación a la meta, a un ritmo que dependerá de la nueva información que se acumule y de sus implicancias sobre la inflación proyectada.



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Septiembre 2008

José De Gregorio
Presidente
Banco Central de Chile