



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Septiembre 2008

Enrique Marshall Rivera
Consejero

XVIII Encuentro del Banco Central de Chile con Regiones
Arica



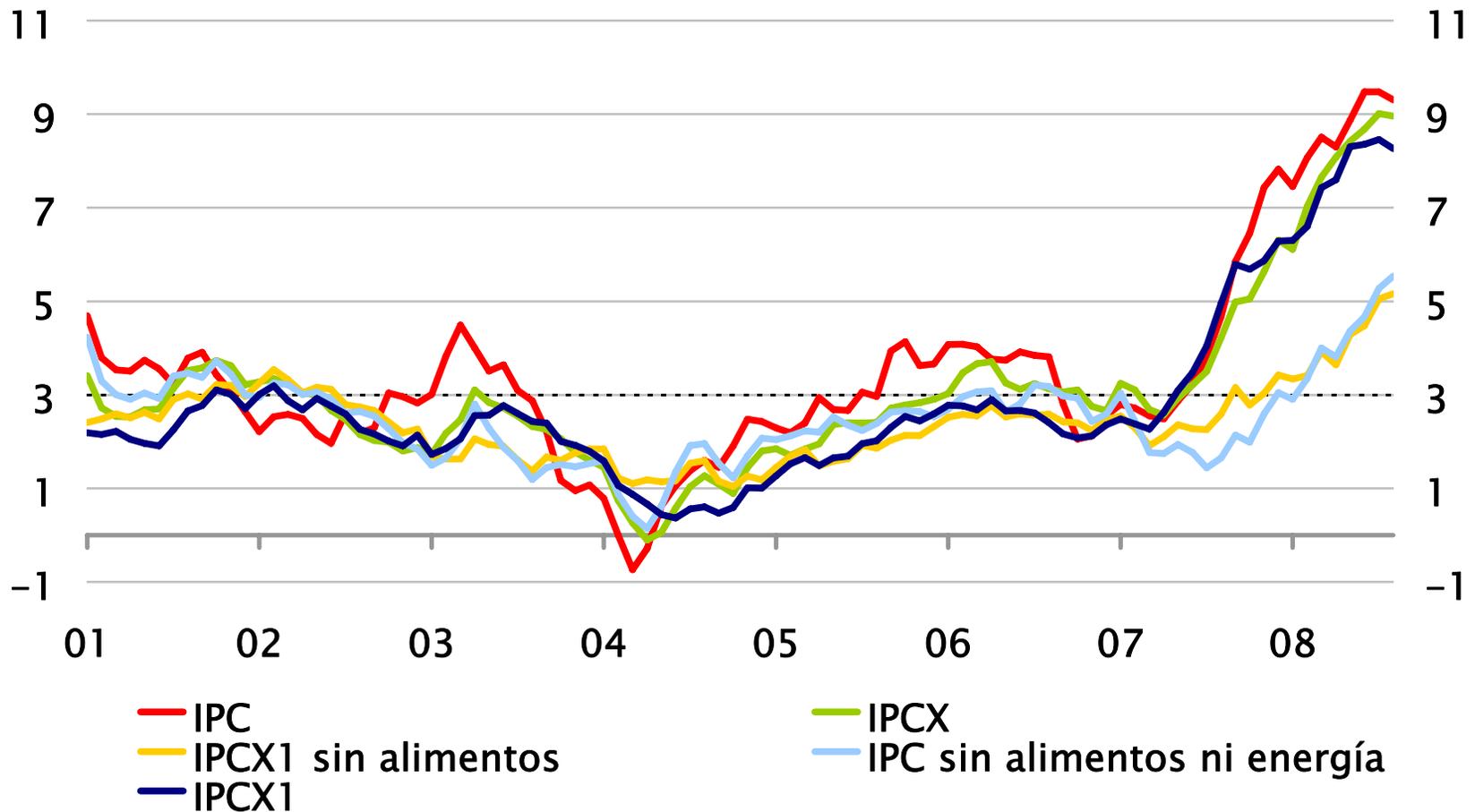
Introducción

- El escenario de inflación que enfrenta la economía chilena se ha deteriorado drásticamente desde el Informe de Política Monetaria (IPoM) de mayo.
- Además de nuevas 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 fuerza, 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.

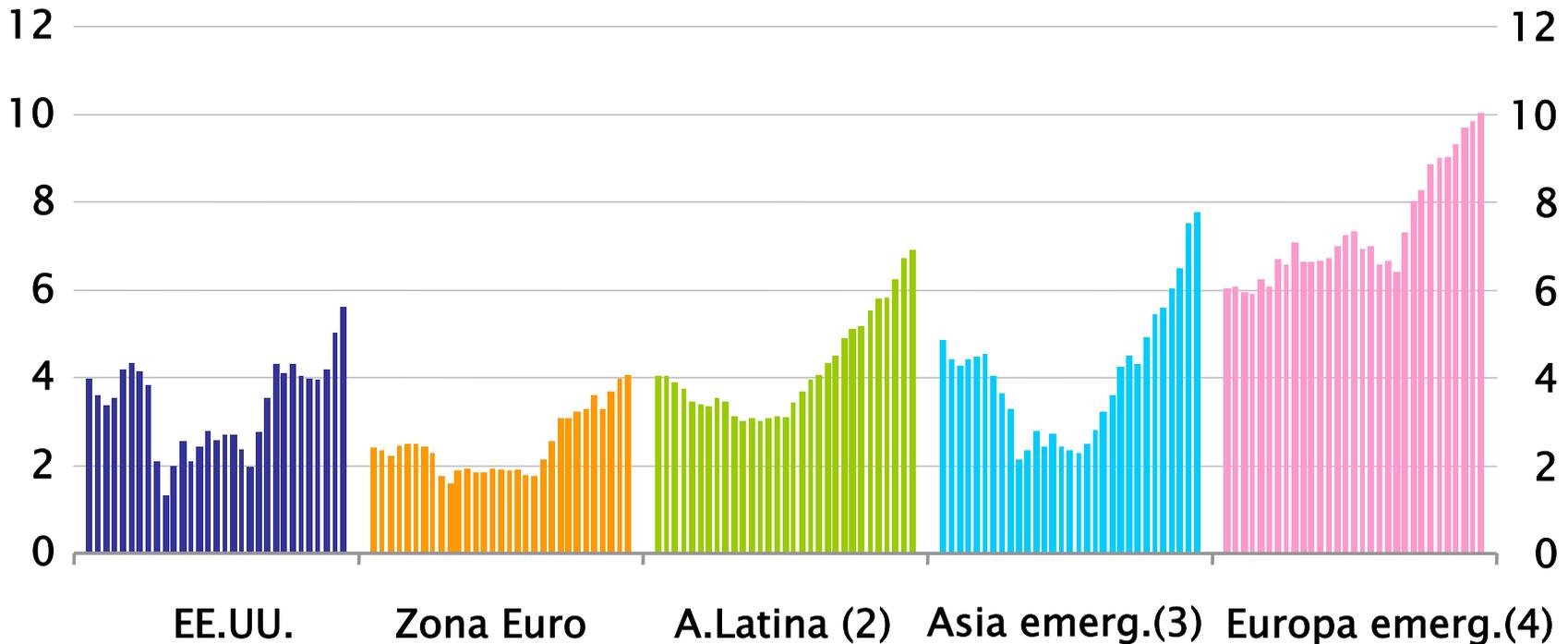
Indicadores de inflación
(variación anual, porcentaje)





En una amplia gama de países se observa un incremento importante tanto en la inflación efectiva como en sus proyecciones.

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

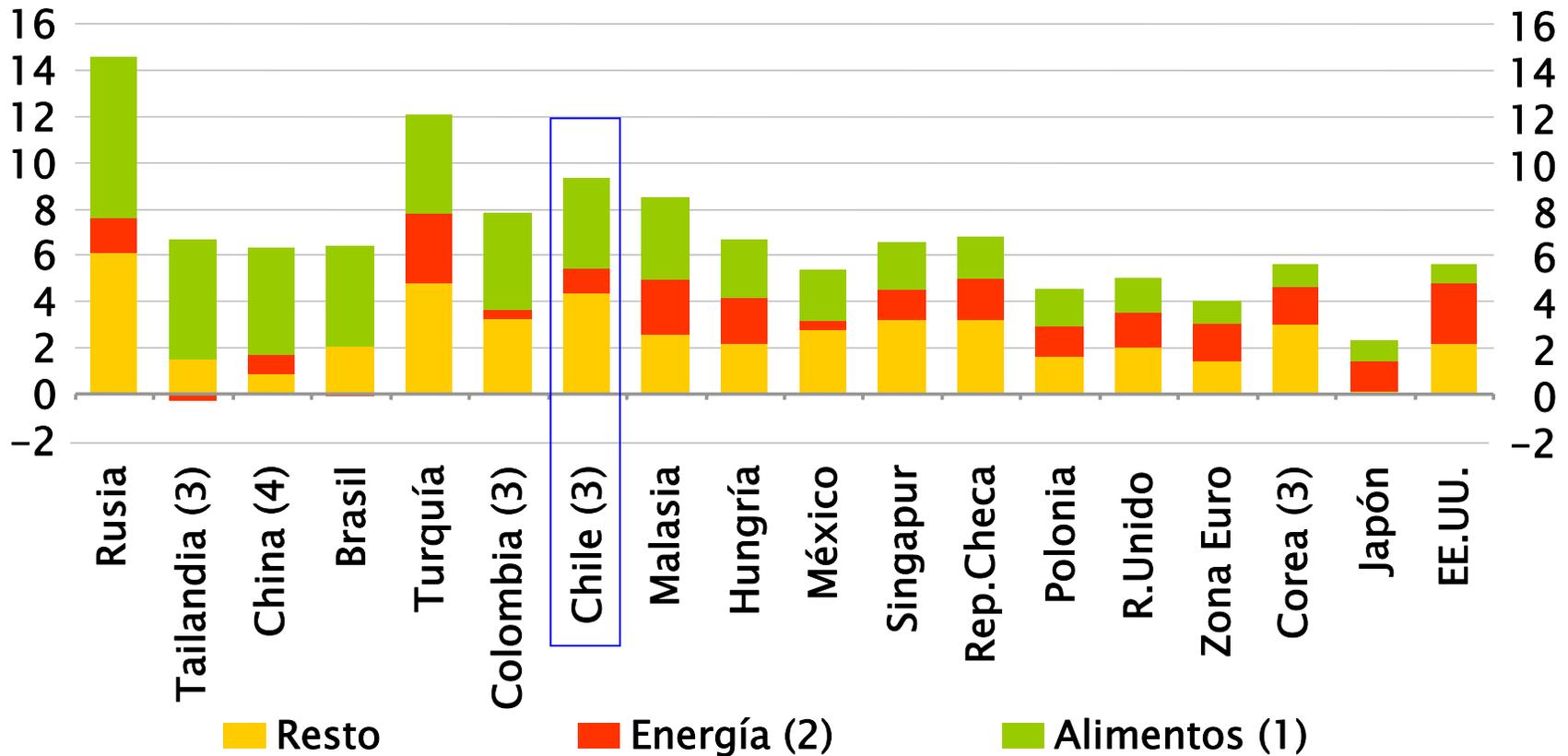


(1) Cifras corresponden al promedio geométrico de los países de cada región. (2) Considera Brasil, Colombia, Chile, México, y Perú. (3) Considera Corea del Sur, China, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taiwán. (4) Considera Hungría, República Checa, Rusia y Turquía.
Fuente: Banco Central de Chile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



A nivel global, esto obedece principalmente al aumento de los alimentos básicos y la energía.

Alimentos y energía: incidencia en inflación de julio 2008
(puntos porcentuales)



(1) Alimentos y bebidas no-alcohólicas. Incluye comidas fuera de casa. (2) Electricidad y combustibles del hogar y para transporte individual. (3) Considera información de agosto 2008. (4) Estimación de aporte de energía en base a ponderador de IPC-A de Hong Kong. Fuentes: INE y CEIC Data.



Escenario internacional



Escenario internacional

- El escenario externo sigue siendo complejo e incierto.
- 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.



Escenario internacional

- En estos momentos la principal preocupación de los bancos centrales en las economías desarrolladas y, particularmente en EE.UU., es moderar los efectos de la crisis financiera en curso.
- Por cierto, todavía no se conocen 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.
- En el pasado, problemas de esta magnitud habrían tenido de inmediato repercusiones muy severas a nivel global.
- Hoy, la mayor parte de las economías tienen un sólido compromiso con la estabilidad macroeconómica, lo que les permite enfrentar de mejor forma este complejo escenario.



Las proyecciones contemplan que la economía mundial crecerá 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	2007 (e)	2008 (f)		2009 (f)		2010 (f) IPoM Sep.08
				IPoM May.08	IPoM Sep.08	IPoM May.08	IPoM Sep.08	
Mundial	2,9	3,8	5,0	3,8	▲ 4,0	3,8	▼ 3,7	4,4
Mundial a TC de mcdo.	2,4	2,9	3,8	2,6	▲ 2,8	2,6	▼ 2,5	3,4
Estados Unidos	3,1	2,5	2,0	0,7	▲ 1,6	0,8	▲ 1,0	2,8
Zona Euro	2,2	1,9	2,6	1,4	▼ 1,2	1,2	▼ 0,4	1,9
Japón	1,5	1,6	2,1	1,4	▼ 0,8	1,5	▼ 0,8	2,0
China	10,0	9,4	11,9	9,3	▲ 9,9	9,5	▼ 9,0	8,9
Resto de Asia	5,5	4,8	5,8	4,7	▼ 4,6	5,0	= 5,0	5,2
América Latina	2,7	2,9	5,6	4,3	= 4,3	3,5	▲ 3,8	4,2
Exp. de prod. básicos	2,7	3,1	3,3	2,0	▼ 1,6	2,4	▼ 2,2	2,9
Socios comerciales	3,0	3,1	4,8	3,4	▲ 3,5	3,3	▼ 3,1	3,8

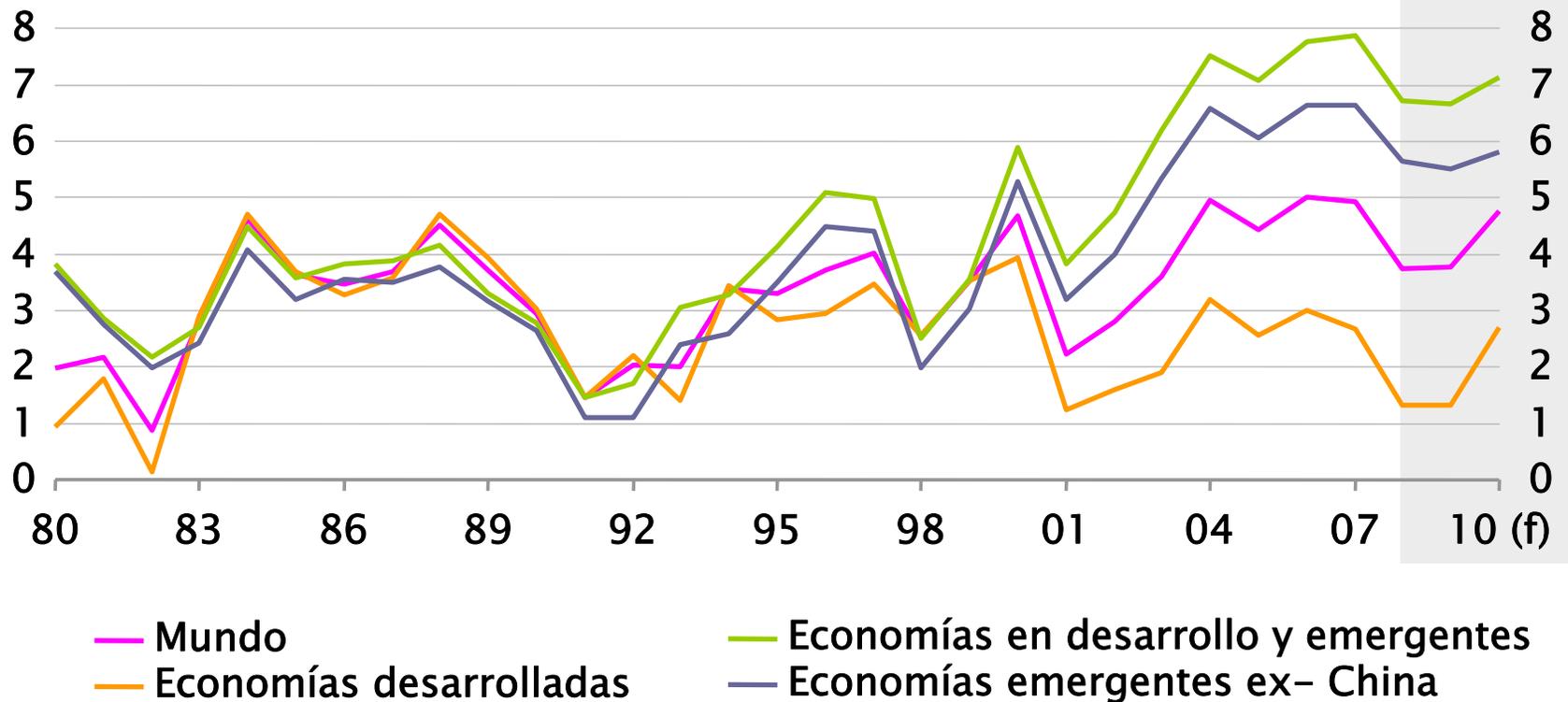
(e) Estimación. (f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile en base a una muestra de bancos de inversión, Consensus Forecast y FMI.



... pero con diferencias entre regiones que resultan apreciables.

Crecimiento mundial (*) (variación anual, porcentaje)



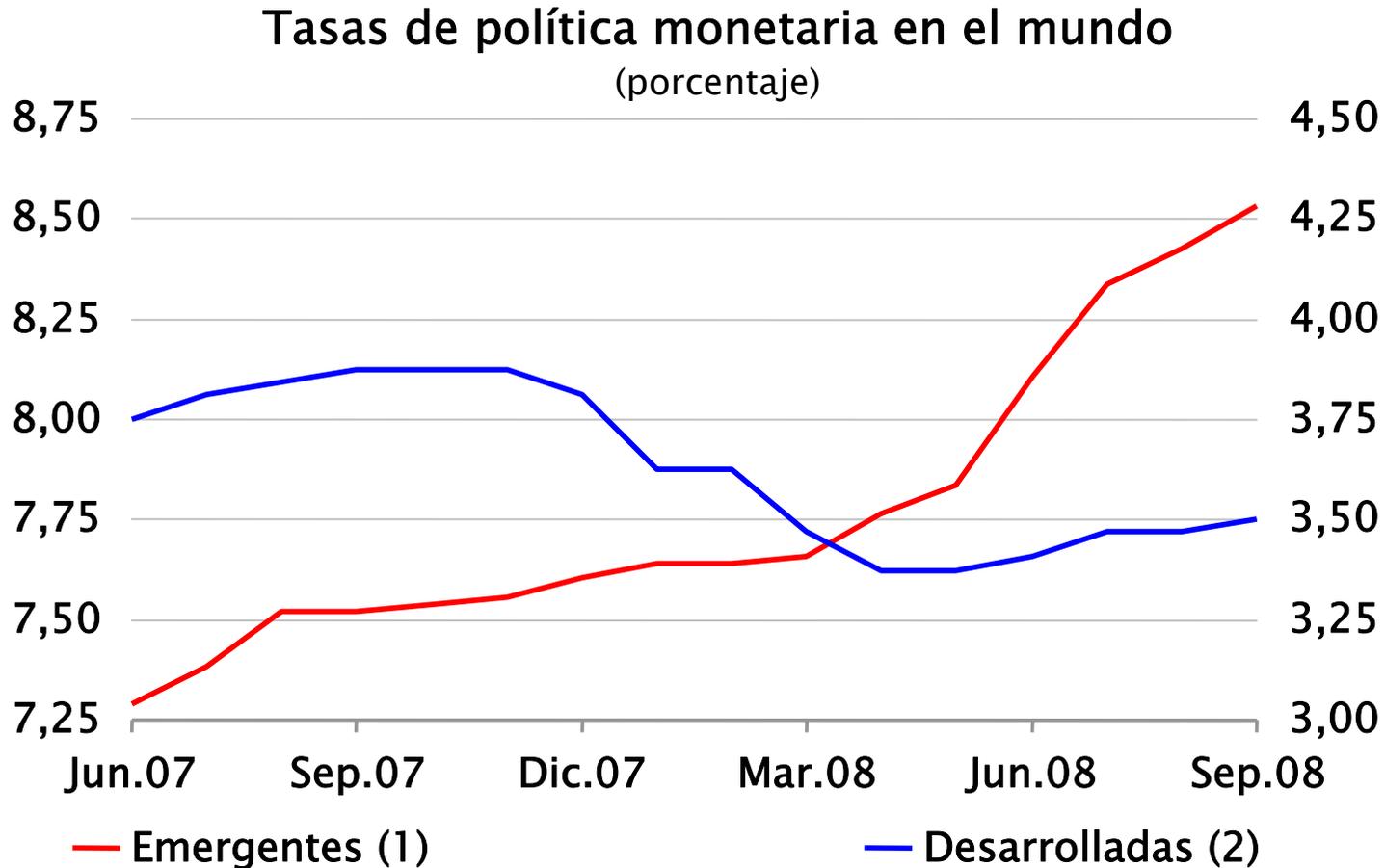
(*) Las clasificaciones por región corresponden a las definidas por el FMI.

(f) Proyección.

Fuente: Fondo Monetario Internacional.



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



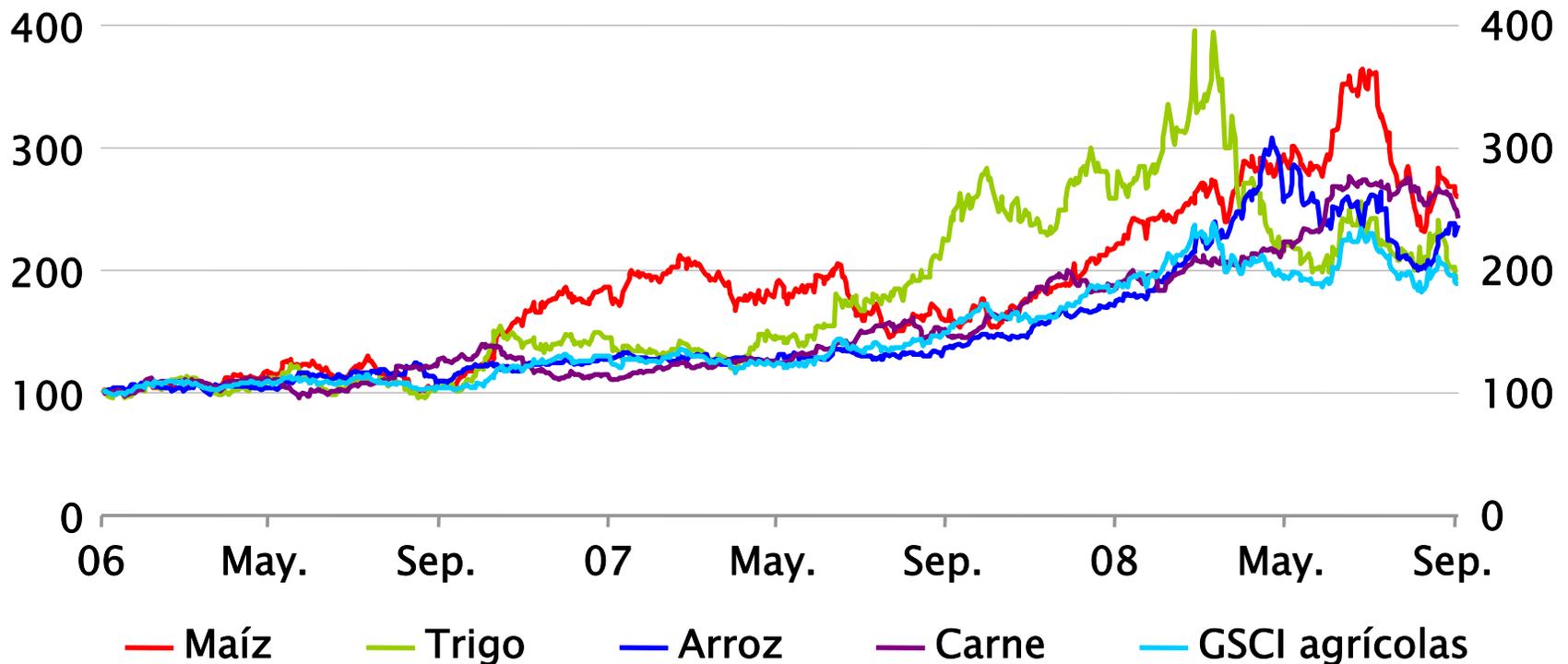
(1) Considera el promedio simple de las tasas de referencia de: Brasil, Colombia, Corea, Chile, China, Hungría, India, Israel, México, Perú, Polonia, República Checa, Sudáfrica y Turquía.

(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.



Los altos precios de los alimentos responden principalmente a una demanda mundial que se mantiene robusta.

Precios de alimentos (*)
(índices 02/01/2006=100)



(*) Precio del maíz corresponde al contrato N°2 de maíz amarillo spot. Precio del trigo corresponde Red Soft Winter N°2 spot. Precio del arroz corresponde a grano largo bruto N°2. Precio de la carne corresponde a contratos futuros de novillos, Brasil. Índice GSCI agrícolas calculado por Goldman Sachs.
Fuente: Bloomberg.



El escenario base prevé que tanto el precio del petróleo como el de los alimentos básicos se mantendrán en niveles relativamente altos.

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

- Así, en el período 2008–2010, el escenario externo no contribuirá a la generación de holguras en el plano interno.
- Sin embargo, como es habitual en nuestros análisis, no podemos descartar escenarios alternativos.
- Gran parte del crecimiento mundial previsto para los próximos años descansa en que se mantendrá el desacople entre el crecimiento de las economías emergentes y desarrolladas.
- Además, se considera que el problema inflacionario mundial se resolverá sin ajustes monetarios ni de crecimiento mundial comparables a los de principios de los ochenta.
- De no darse esto, enfrentaremos un escenario que, con toda probabilidad, será negativo en términos de crecimiento mundial y acceso al financiamiento externo.



Escenario interno



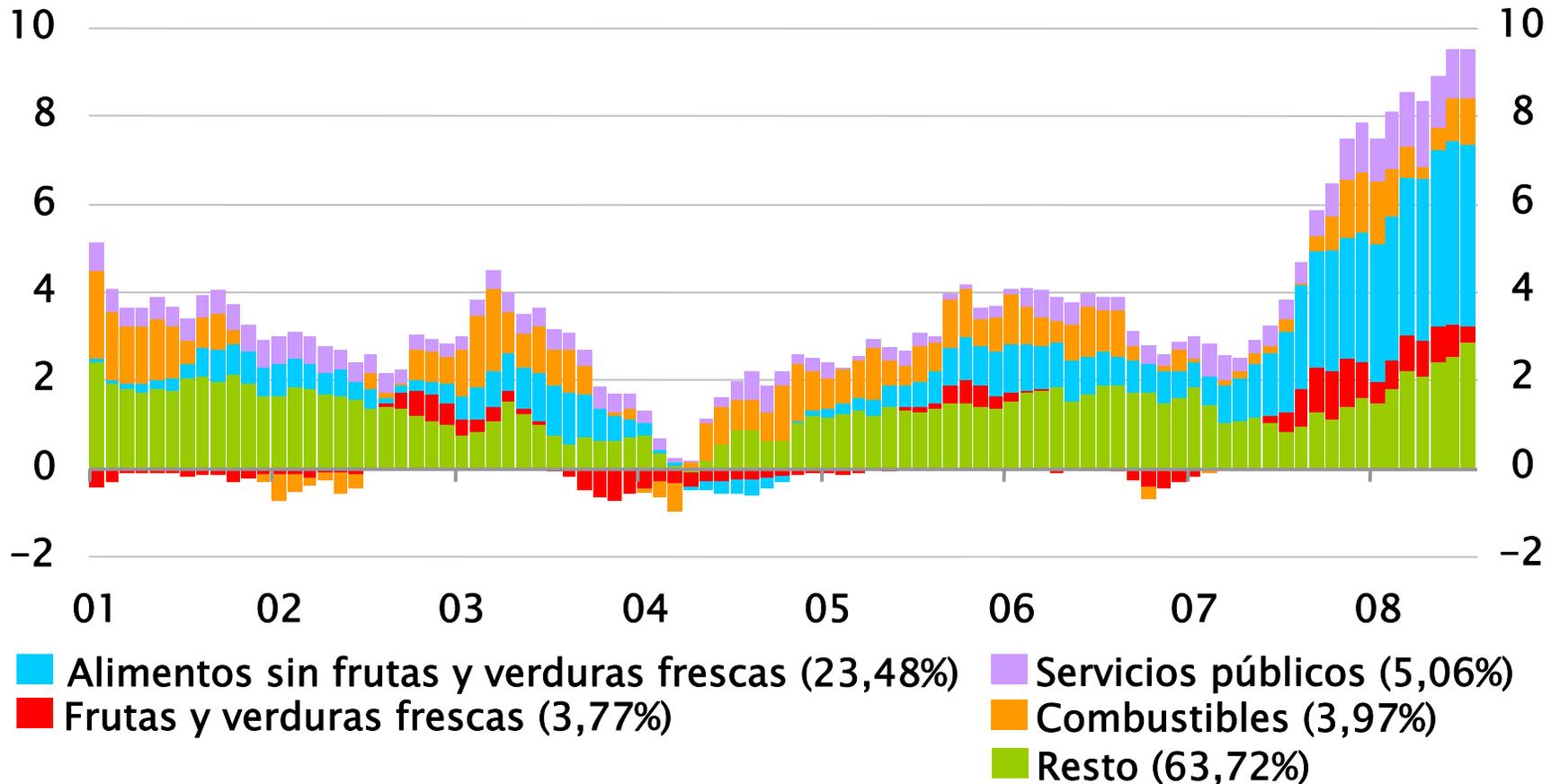
Evolución de la inflación

- 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.



Los determinantes directos del incremento de la inflación se concentran en alimentos (4pp), combustibles (1,4pp) y electricidad (0,6pp).

Incidencias en la inflación anual del IPC (puntos porcentuales)



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



En todo caso, el aumento del costo de la energía podría explicar directa e indirectamente hasta 4 pp. de la inflación anual.

Efecto del *shock* de energía en inflación y costos

	Incidencia
1. Efectos directos en el IPC (1)	
– Combustibles	1,4
– Electricidad	0,6
2. Efectos directos en los costos (2) (3)	
– Combustibles	1,2
– Electricidad	1,0

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

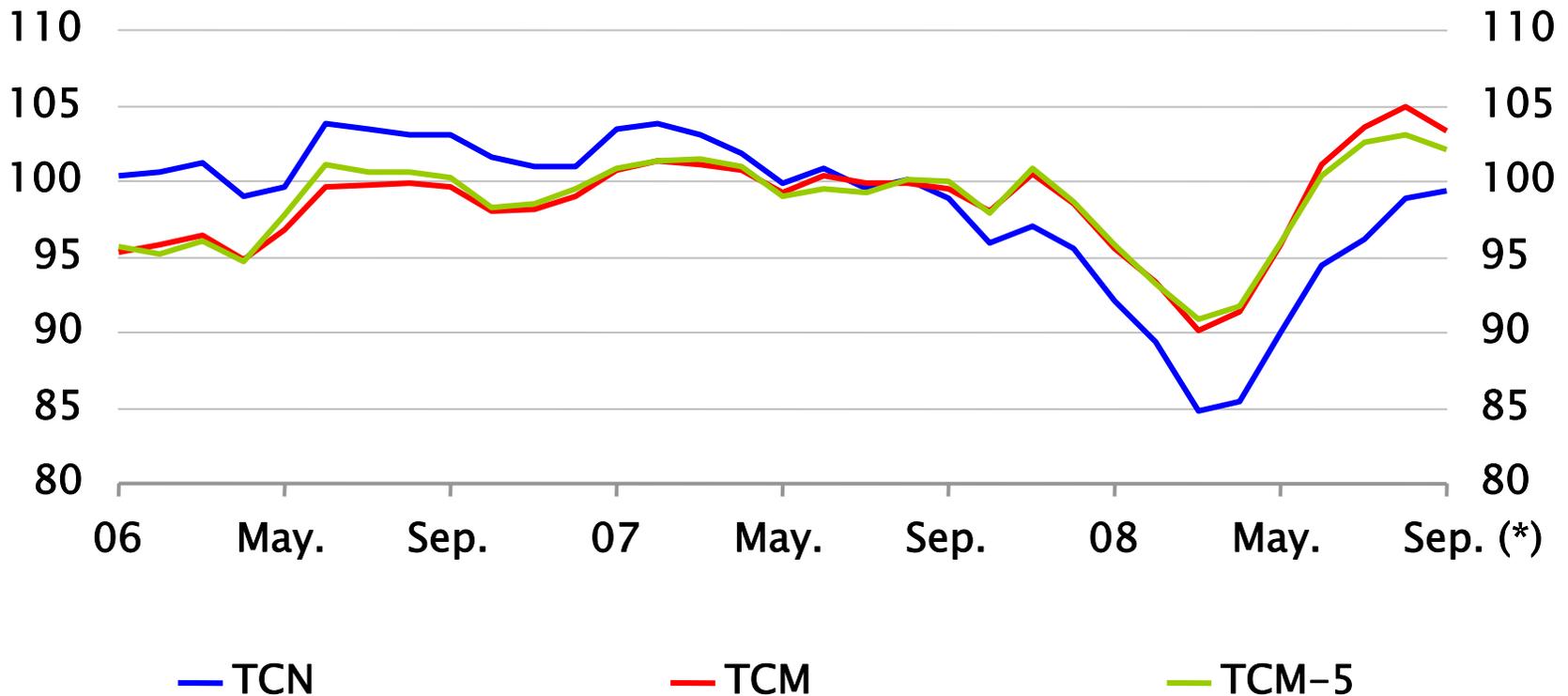
(2) Considera el efecto en la estructura de costos de la economía, medida a través de la MIP. Más detalles Recuadro V.2, IPoM Sept. 2008.

(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)



(1) Corresponde al promedio hasta el 10 de septiembre de 2008.

Fuente: Banco Central de Chile.



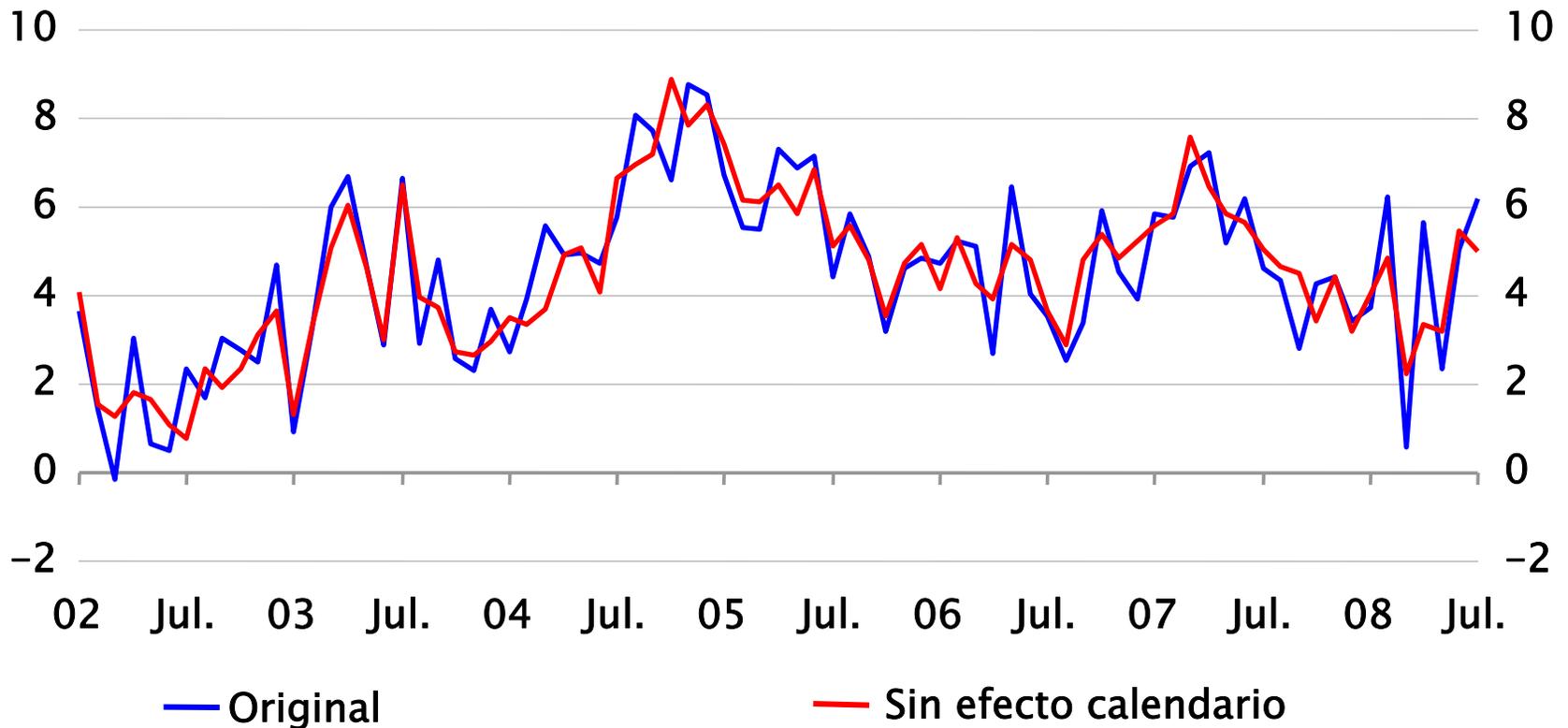
Intervención

- La intervención se ha llevado a cabo de acuerdo con lo programado, sin ningún objetivo cambiario.
- El propósito 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 indicaban sus fundamentales.
- Tras el anuncio de 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 previo.
- En todo caso, es difícil asignar una parte significativa de este incremento a la intervención.



La información coyuntural es coherente con perspectivas de una actividad significativamente mayor en el segundo semestre.

IMACEC
(variación real anual, porcentaje)

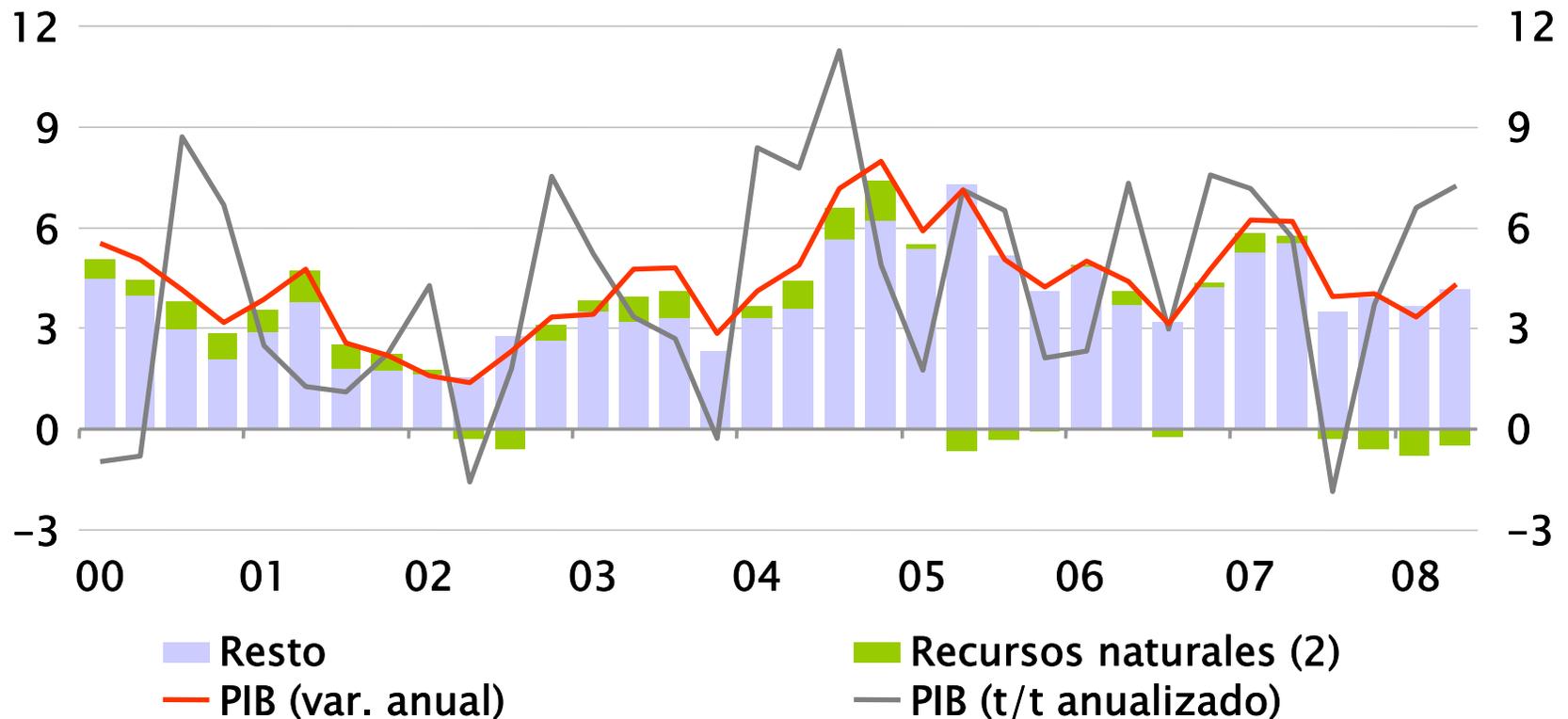


Fuente: Banco Central de Chile.



El dinamismo de la actividad, en especial en los sectores distintos de RR.NN., permite estimar holguras 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.

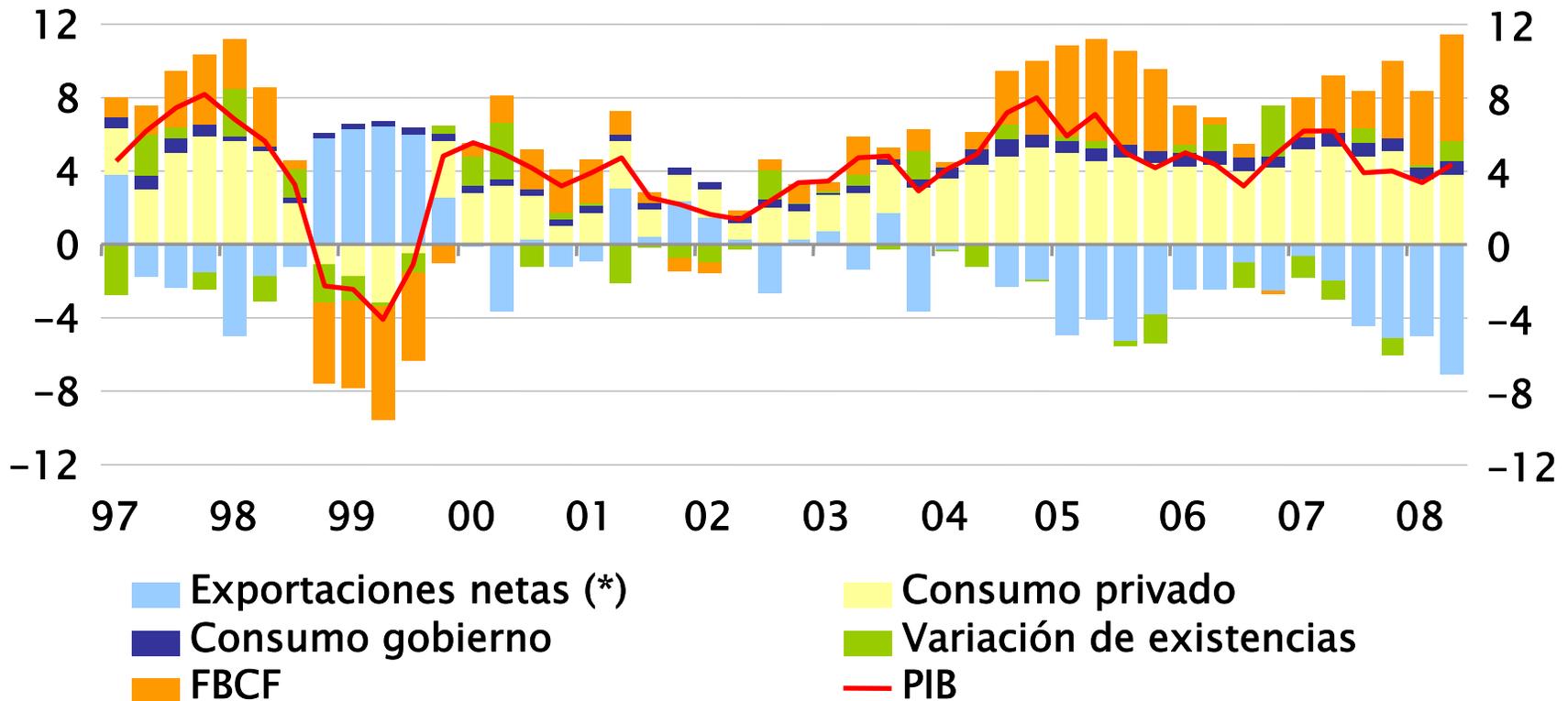
(2) Corresponde a los sectores: minería, pesca y EGA.

Fuente: Banco Central de Chile.



La demanda interna ha mostrado tasas de crecimiento en aumento, destacando el fuerte dinamismo de la inversión.

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.



Actividad en el 2008

- Para el segundo semestre se proyecta una desaceleración trimestre a trimestre de la actividad, con una variación anual del PIB superior a la de la primera mitad.
- Esta evaluación se sustenta, más allá de la mayor cantidad de días hábiles en el período, la baja base de comparación de igual lapso del 2007 y el nivel que ya alcanzó la actividad en el primer semestre del año, en una recuperación de los sectores ligados a recursos naturales, especialmente por las mejores condiciones hidrológicas y la puesta en marcha de nuevos proyectos en minería.
- Con esto, se prevé que el PIB aumentará entre 4,5 y 5,0% durante este año.



Propagación de la inflación

- El conjunto de mayores presiones de costos, tanto internas como externas, en una economía con menores holguras que las previstas y con una demanda interna que ha seguido creciendo con fuerza, pueden haber favorecido una mayor persistencia de la alta inflación y la propagación de los distintos *shocks* hacia otros precios.
- De hecho, la medida de inflación que excluye del IPC los precios de los alimentos y de la energía aportó a agosto algo menos de tres puntos porcentuales de inflación, en circunstancias que en el período 2001–2006 aportó, en promedio, algo menos de la mitad de esa cifra.



Escenario base



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)

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



Escenario base

- 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 que 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.



Escenario base

- El escenario base contempla que las expectativas de inflación y la dinámica salarial futura serán coherentes con la convergencia de la inflación a la meta.
- Particularmente importante es que los incrementos salariales futuros sean moderados y tengan en cuenta dicha convergencia.
- De forma similar, el escenario base supone que las decisiones de márgenes y precios se adoptan también con expectativas alineadas con la meta de inflación.



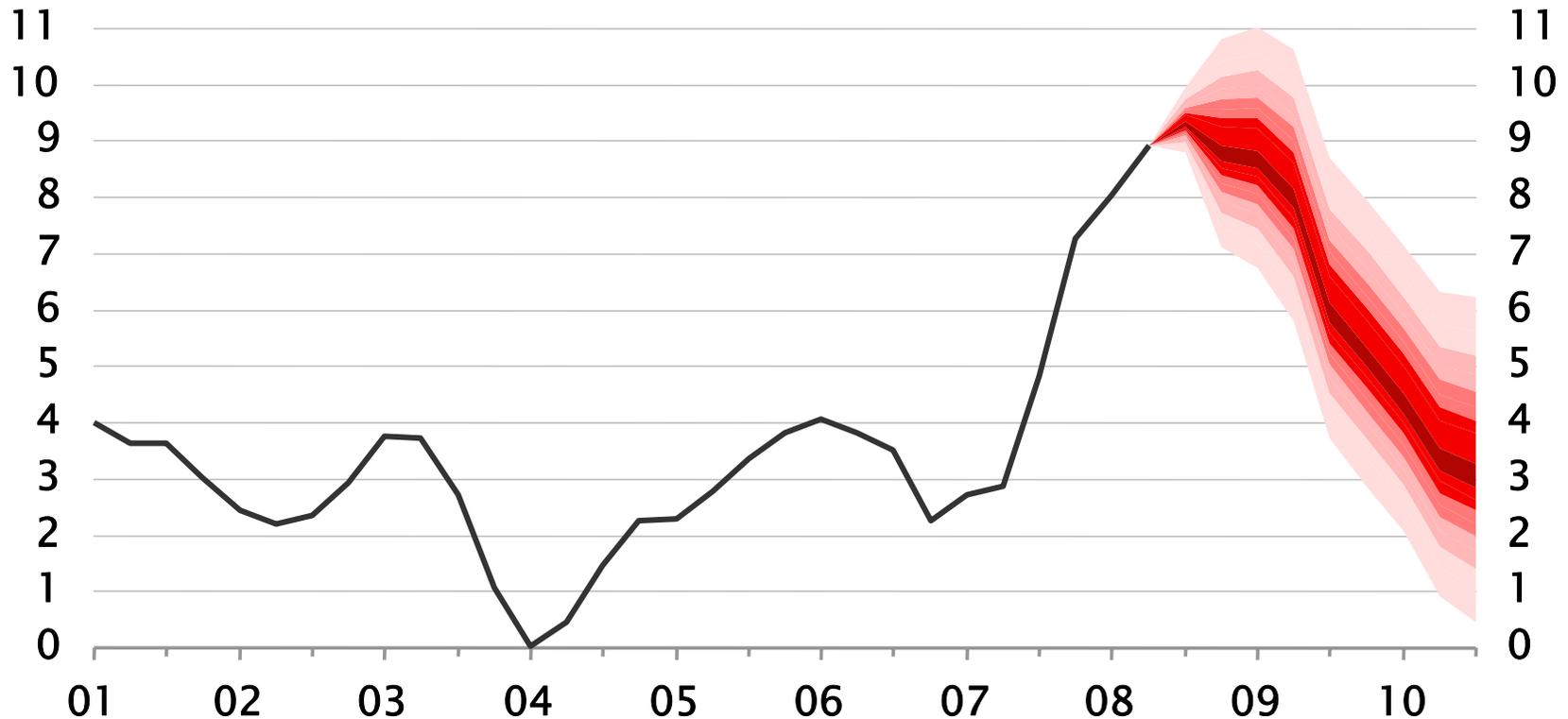
Escenario base

- La política monetaria no se determina de manera mecánica a partir de la observación de algunas variables específicas, sino que a partir de nuestras 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 el corto plazo y balanceado en el horizonte de proyección.

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

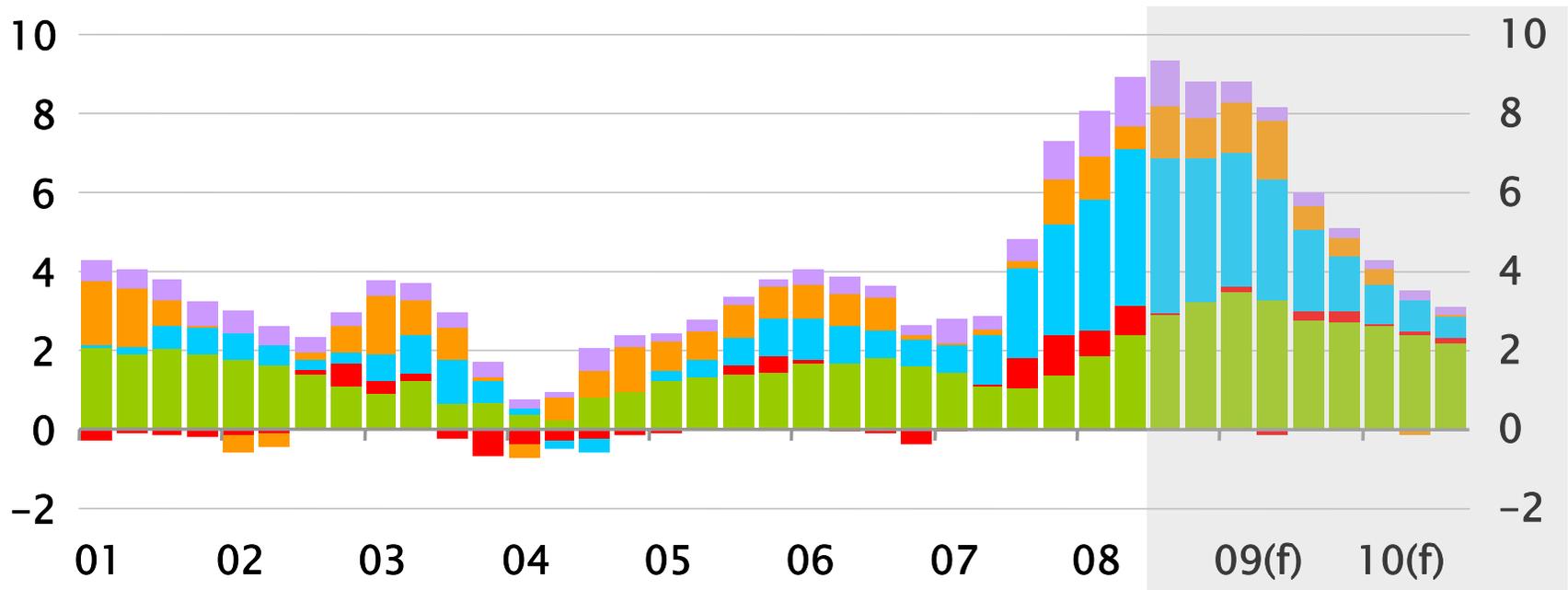


Fuente: Banco Central de Chile.



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. (2) Entre paréntesis ponderación en el IPC. Fuente: Banco Central de Chile.



Política monetaria

- En medio de este panorama, 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.
- Al mismo tiempo, anunció ajustes adicionales a la TPM 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 permitirá generar las holguras necesarias para lograr la convergencia de la inflación a la meta.



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 la 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

- Si los desarrollos nos alejan del escenario base, poniendo en riesgo el cumplimiento del objetivo inflacionario, el Consejo 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

Enrique Marshall Rivera
Consejero

XVIII Encuentro del Banco Central de Chile con Regiones
Arica