



ANÁLISIS DE LA COYUNTURA ECONÓMICA ACTUAL

30 JULIO DE 2008

Jorge Desormeaux J.
Vicepresidente

30 Julio 2008

AGENDA

- I. Desarrollos Recientes
- II. Escenario Internacional
- III. Escenario Interno
- IV. Consideraciones Finales

I. DESARROLLOS RECIENTES



I. DESARROLLOS RECIENTES

- Después de un buen primer trimestre, la economía mundial comienza a experimentar una combinación de menor crecimiento y mayor inflación.
- Si bien los riesgos para la estabilidad financiera se han atenuado, los mercados financieros han vuelto a tensionarse en las últimas semanas con las dificultades de varias entidades financieras en EE.UU..
- El pronunciado aumento de los precios de bienes primarios, especialmente del petróleo, han transformado a la inflación en la mayor amenaza y preocupación de la economía mundial.

I. DESARROLLOS RECIENTES

- En el plano interno estos desarrollos han configurado un escenario de inflación muy superior al que preveíamos como más probable en mayo pasado.
- Este escenario formaba parte de la evaluación de riesgos del *IPoM* de mayo.
- Con la información disponible, es posible estimar que los recientes shocks de precios tendrán efectos más persistentes de lo previsto, afectando de manera significativa el panorama inflacionario de corto plazo.

I. DESARROLLOS RECIENTES

- La repetición de shocks de inflación, en una coyuntura inflacionaria que ya era compleja, introdujo riesgos significativos sobre la trayectoria más probable de la inflación.
- En este contexto, el Consejo decidió aumentar la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 50 puntos base en sus reuniones de junio y julio, llevándola hasta 7,25%.
- Además, estimamos que en el escenario más probable será necesario seguir aumentando la TPM para asegurar la convergencia de la inflación a 3% en un plazo máximo de dos años.

II. ESCENARIO EXTERNO



Los antecedentes de los últimos meses sugieren que el riesgo de una recesión mundial se ha atenuado.



Crecimiento mundial (porcentaje)

| | Prom. 2000-05 | 2006 | 2007 (e) | 2008 (f) | | | 2009 (f) | | |
|------------------------|------------------|------|----------|----------|------|------|----------|------|------|
| | | | | Ene. (2) | May. | Jul. | Ene. (2) | May. | Jul. |
| Mundial | 3,8 | 5,1 | 5,0 | 4,2 | 3,8 | 4,0 | 4,5 | 3,8 | 4,0 |
| Mundial a TC de mcdo. | 2,9 | 3,9 | 3,8 | 3,1 | 2,6 | 2,9 | 3,4 | 2,6 | 2,8 |
| Estados Unidos | 2,5 | 2,9 | 2,2 | 1,8 | 0,7 | 1,2 | 2,6 | 0,8 | 1,2 |
| Zona Euro | 1,9 | 2,8 | 2,6 | 1,7 | 1,4 | 1,7 | 1,9 | 1,2 | 1,2 |
| Japón | 1,6 | 2,4 | 2,1 | 1,5 | 1,4 | 1,4 | 2,1 | 1,5 | 1,5 |
| China | 9,4 | 11,6 | 11,9 | 10,2 | 9,3 | 9,8 | 9,6 | 9,5 | 9,5 |
| Resto Asia | 4,8 | 5,5 | 5,8 | 5,0 | 4,7 | 4,7 | 5,6 | 5,0 | 5,3 |
| América Latina | 2,9 | 5,4 | 5,6 | 4,5 | 4,3 | 4,4 | 4,1 | 3,5 | 4,0 |
| Exp. prod. básicos | 3,1 | 2,7 | 3,1 | 2,5 | 2,0 | 1,8 | 2,9 | 2,4 | 2,4 |
| Socios comerciales (1) | 3,1 | 4,6 | 4,8 | 3,9 | 3,4 | 3,6 | 4,0 | 3,3 | 3,5 |

(1) En base a nueva metodología con ponderadores en dos años móviles.

(2) En base a ponderadores PPP de *WEO Update* de enero del 2008, excepto proyecciones de *WEO* que tienen los ponderadores de abril del 2008. (e) Estimación. (f) Proyección.

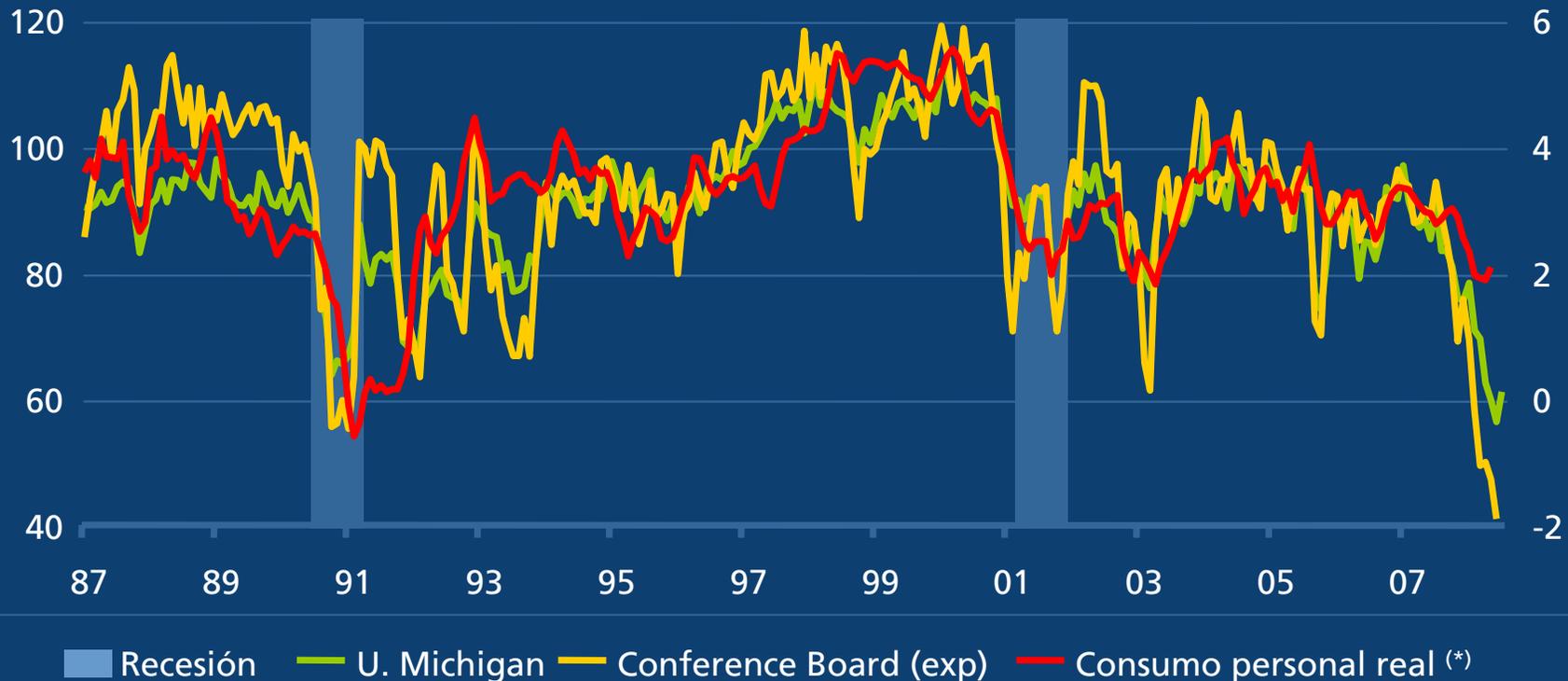
Fuente: Banco Central de Chile en base a una muestra de bancos de inversión, Consensus Forecast y FMI.

No obstante, en EE.UU. perspectiva de una desaceleración del consumo sigue estando presente.



EE.UU.: confianza de consumidores y consumo personal real

(índices; variación anual, porcentaje)



(*) Datos anteriores a 1990 contruidos deflactando el consumo personal nominal por el deflactor total del consumo personal real (PCE).
Fuentes: Bloomberg y Bureau of Economic Analysis.

Y en la Zona Euro nuevos antecedentes apuntan un crecimiento negativo para el 2º trimestre.



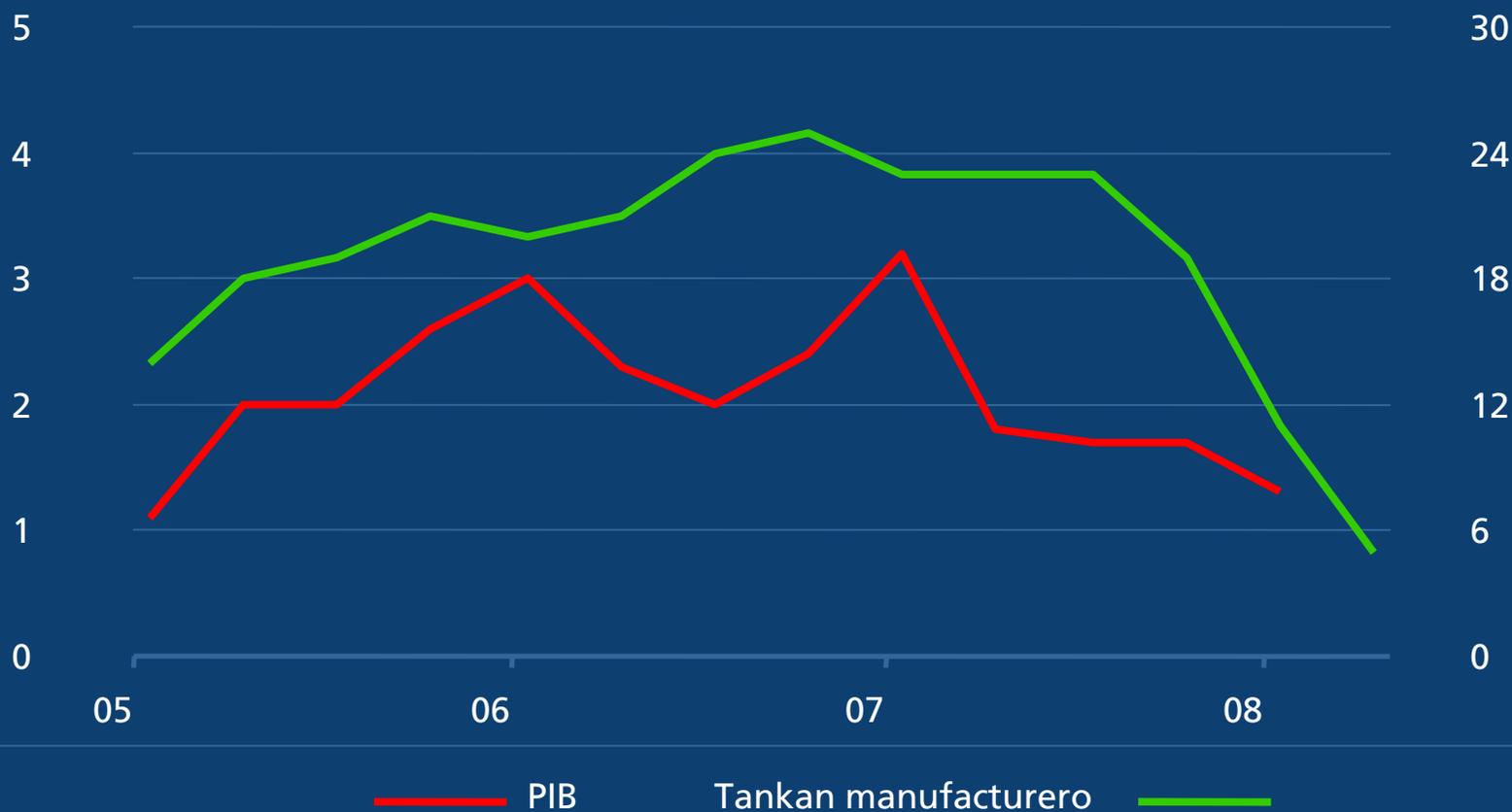
Zona Euro: PMI y PIB
(balance de respuestas; variación anual, porcentaje)



Y las señales en Japón apuntan también a una significativa pérdida de dinamismo.



PIB y TANKAN grandes empresas
(variación anual, porcentaje; balance de respuestas)



En los mercados financieros, los premios por riesgo del sector bancario han vuelto a aumentar.



Spreads CDS del sector bancario (*)
(puntos base)



Europa

Reino Unido

Estados Unidos

(*) Corresponde al promedio simple de principales bancos. Estados Unidos: Citigroup, Goldman Sachs, Lehman Brothers y Merrill Lynch. Europa: BNP Paribas, Societe Generale, Deutsche Bank y UBS AG. Reino Unido: HSBC Bank, Barclays Bank, Lloyds TSB Bank y Royal Bank Scotland.

Y pese a bajas en las tasas de política monetaria, la tasas interbancarias se mantienen estables desde enero.



Tasas de interés de política monetaria e interbancaria (*)

(porcentaje)



(*) Corresponde al promedio móvil trimestral de Estados Unidos, la Zona Euro y el Reino Unido, ponderados por su participación en el PIB a PPP del 2005.

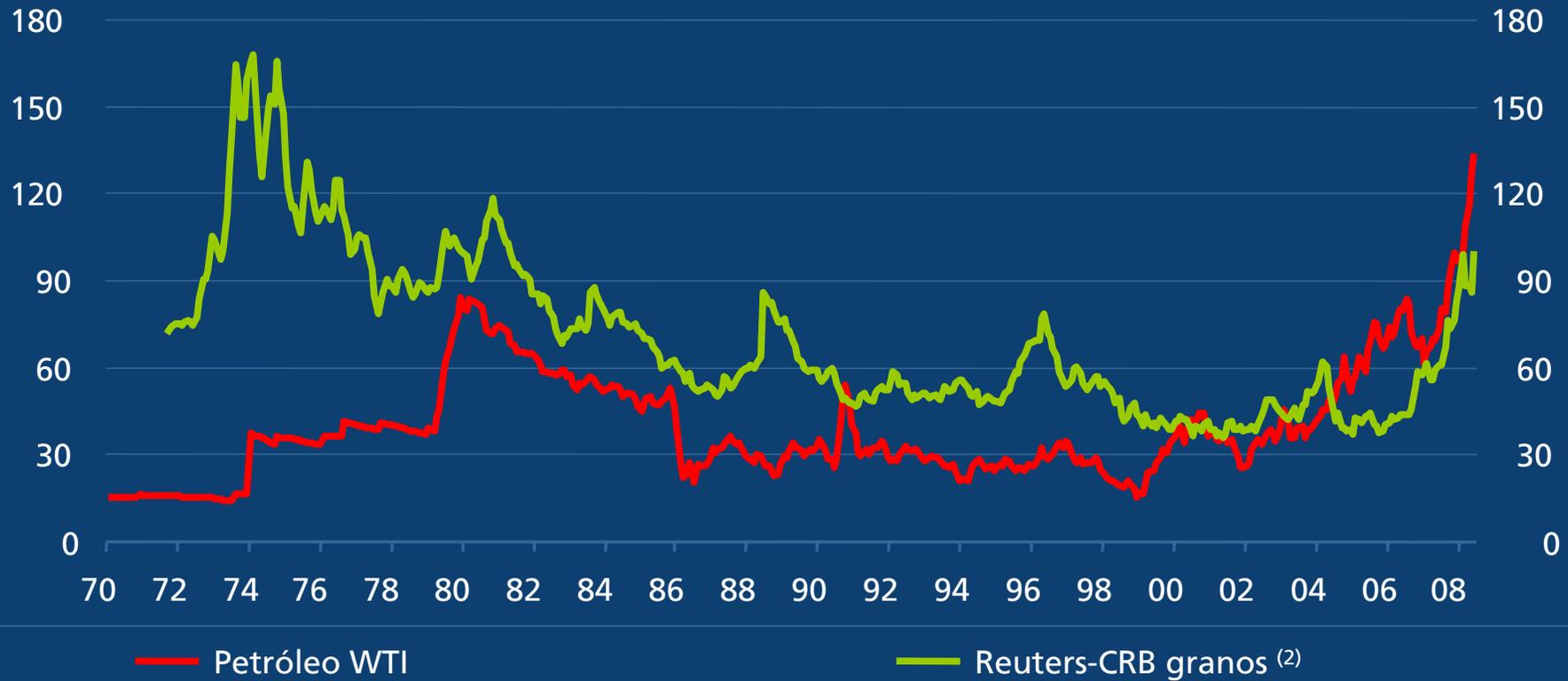
Fuente: Bloomberg.

La paradoja es que pese a este panorama global, los precios de los commodities siguen en los niveles más altos de las últimas décadas.



Precio de productos básicos ⁽¹⁾

(US\$/barril; índice junio 2008=100)



(1) En términos reales, deflactado por el IPP de Estados Unidos (base junio 2008=100).

(2) Considera el precio del maíz, trigo y granos de soya.

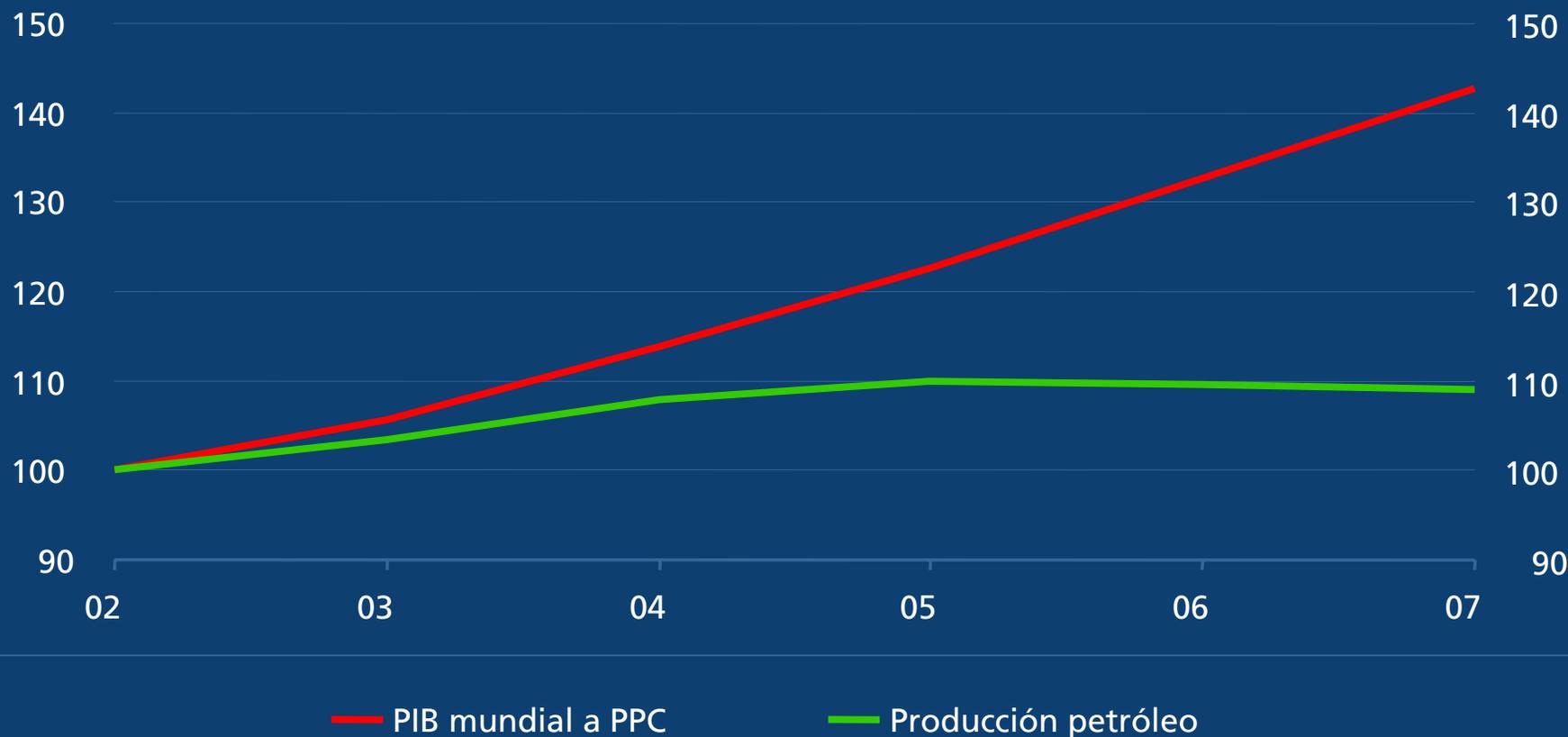
Fuentes: Commodity Research Bureau (CRB), IMF y Bloomberg.

El alza del petróleo se explica porque la oferta de crudo no ha crecido a la par del crecimiento de la actividad mundial.



Producción mundial de petróleo y PIB, 2002-2007

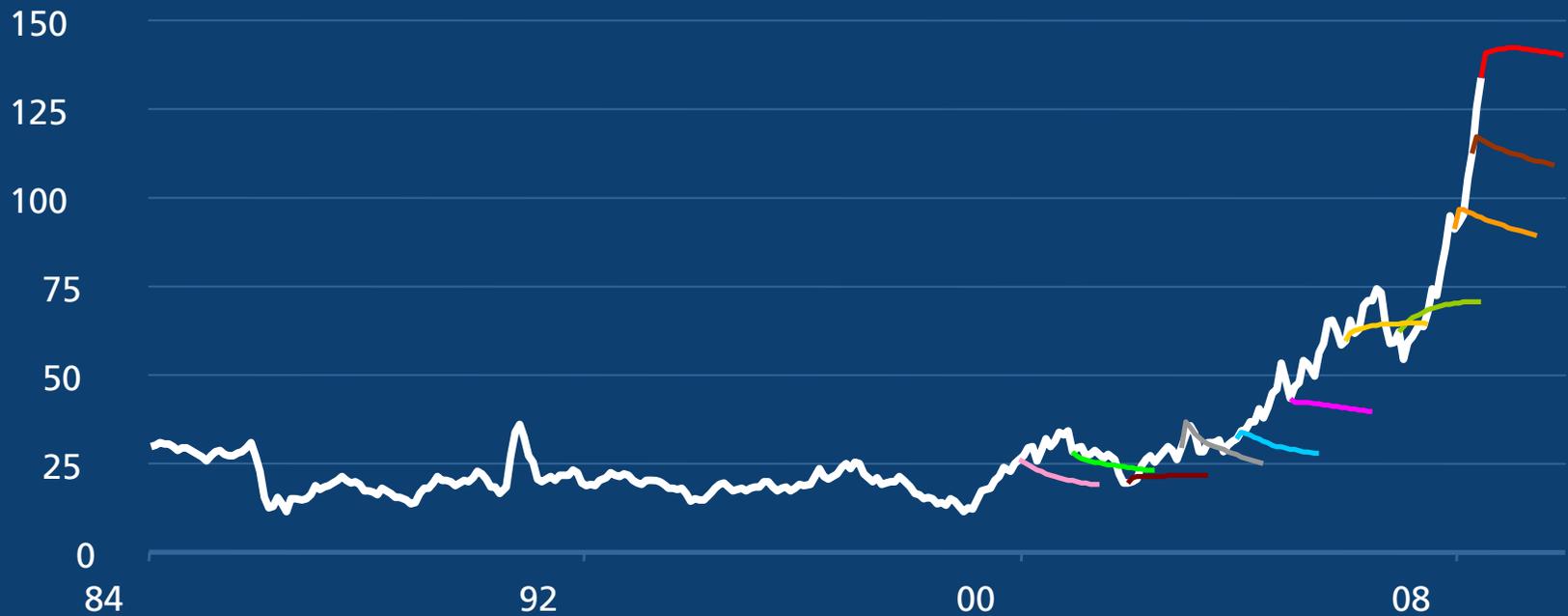
(índice, 2002=100)



Los futuros apuntan hacia la mantención de precios elevados, a diferencia de lo previsto a mediados de la década.



Precio de petróleo WTI y futuros (dólares el barril)



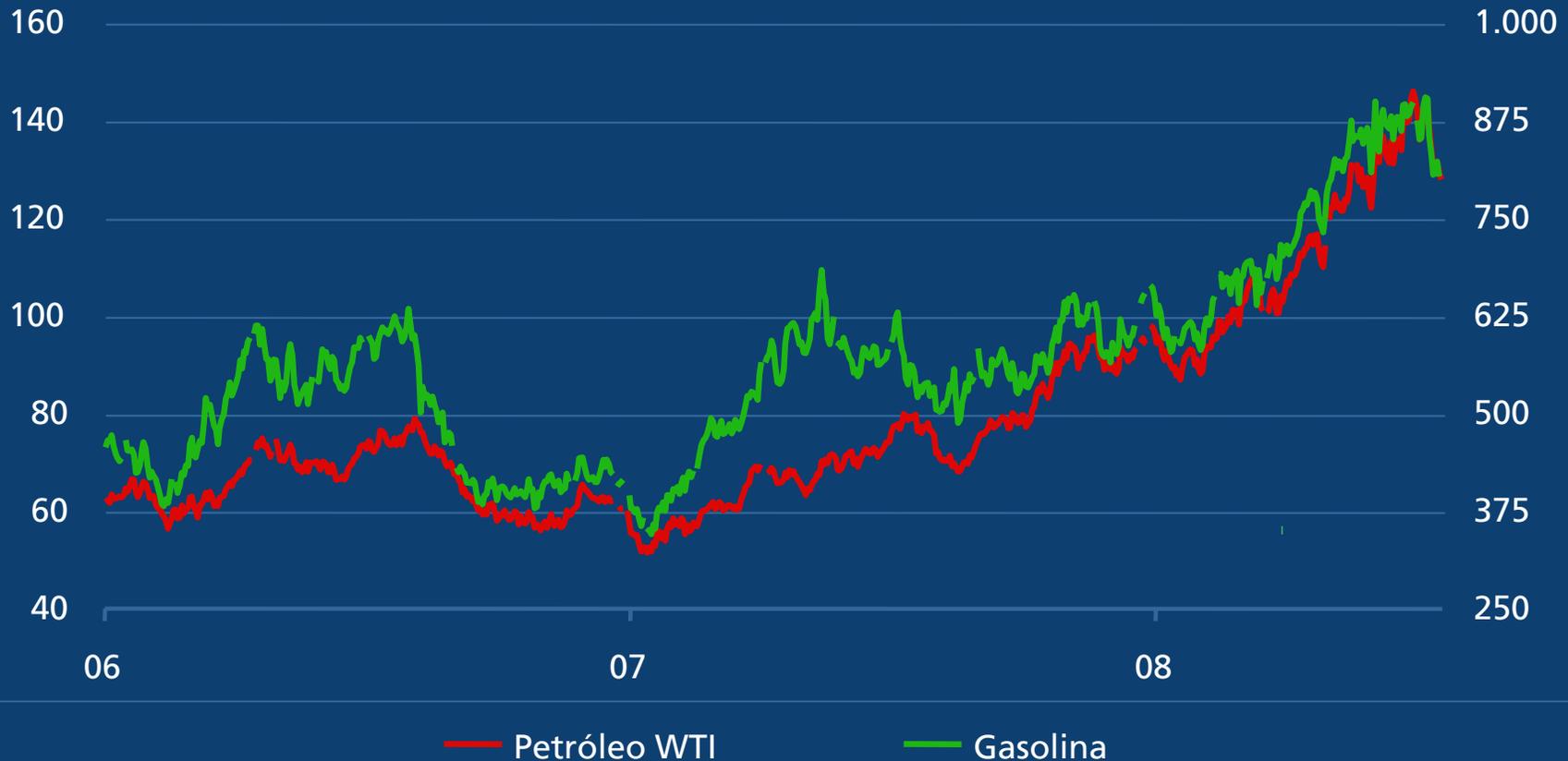
- Precio WTI
- RPM Julio
- IPoM May.08
- IPoM Ene.08
- IPoM Ene.07
- IPoM Ene.06
- IPoM Ene.05
- IPoM Ene.04
- IPoM Ene.03
- IPoM Ene.02
- IPoM Ene.01
- IPoM Ene.00

En últimas semanas el precio del petróleo muestra un leve retroceso, luego de alcanzar máximos históricos, debido a un debilitamiento de la demanda mundial.



Precio del petróleo y de la gasolina

(dólares el barril, dólares el metro cúbico)





Precios de productos básicos agrícolas

(índice 01 enero 2006=100)



(*) Promedio del precio de la leche descremada en polvo en Europa y Oceanía.

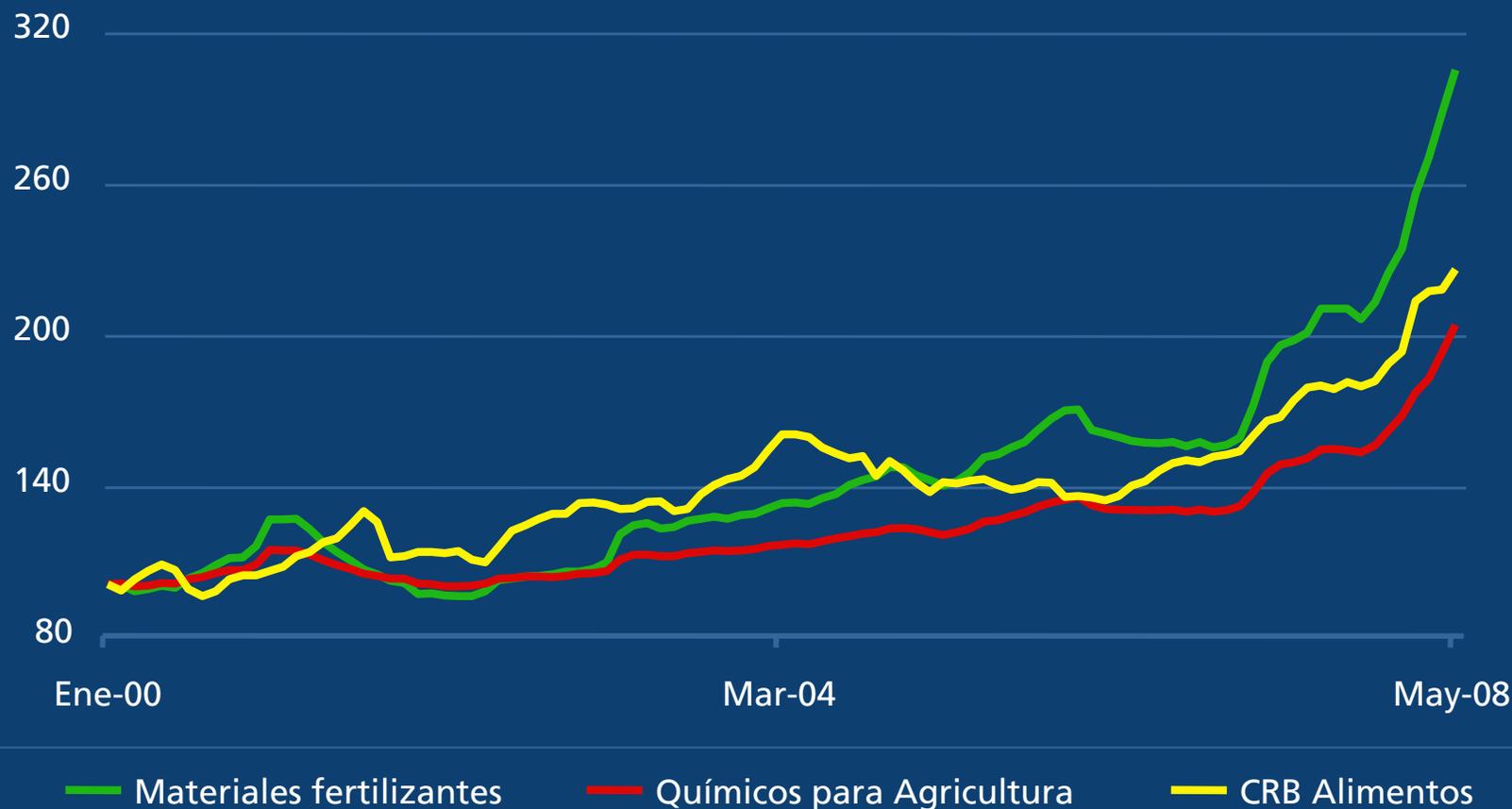
Fuente: Bloomberg.

Los mayores precios de los alimentos tienen su origen en condiciones de demanda y oferta, así como en aumento de costos de producción.



Índices de Fertilizantes y CRB Alimentos

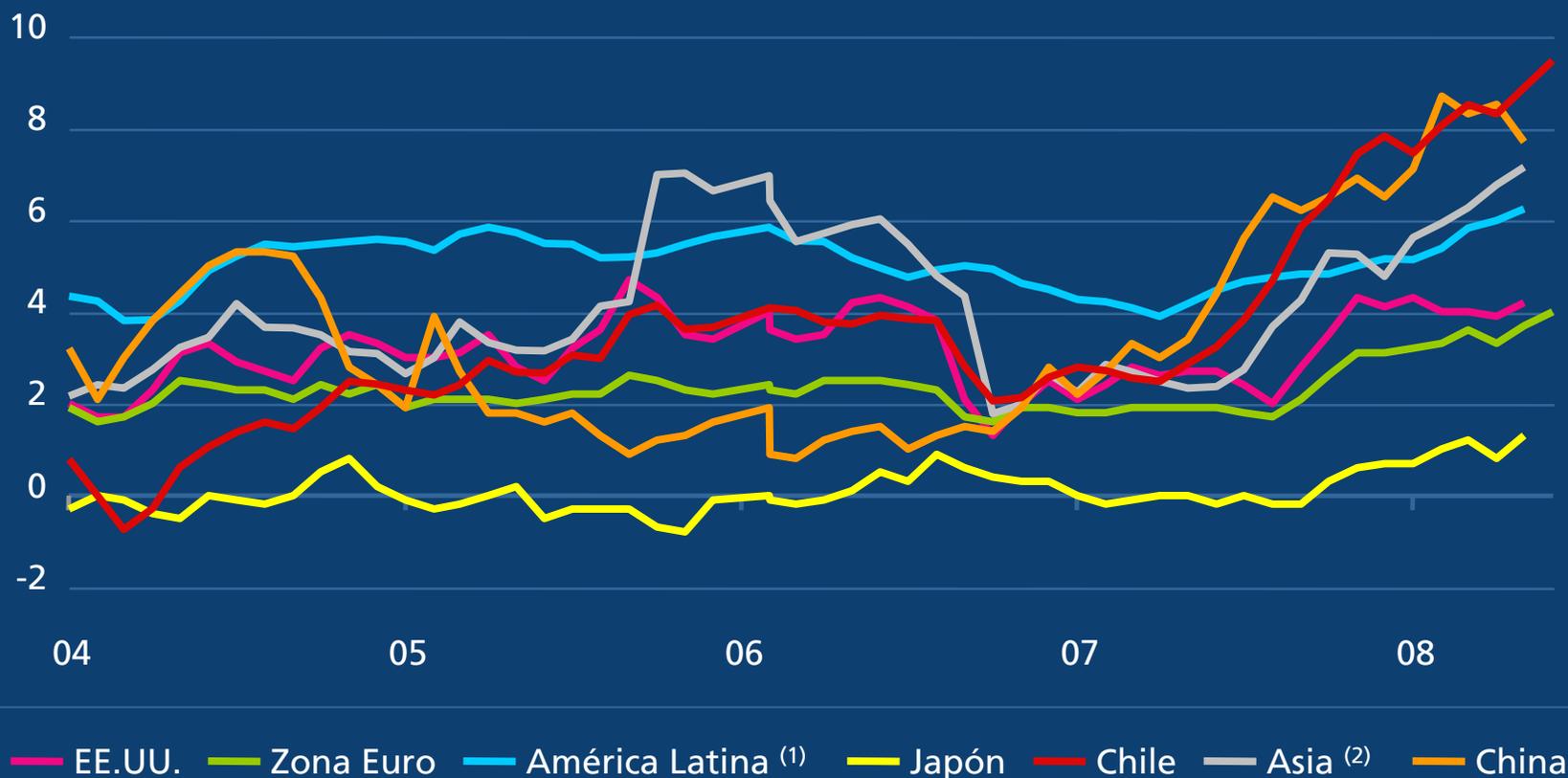
(índice 01 enero 2000=100)



Este panorama ha provocado un aumento generalizado en la inflación mundial.



Inflación total por regiones (variación anual, porcentaje)



(1) Promedio geométrico entre Argentina, Brasil, México y Perú.

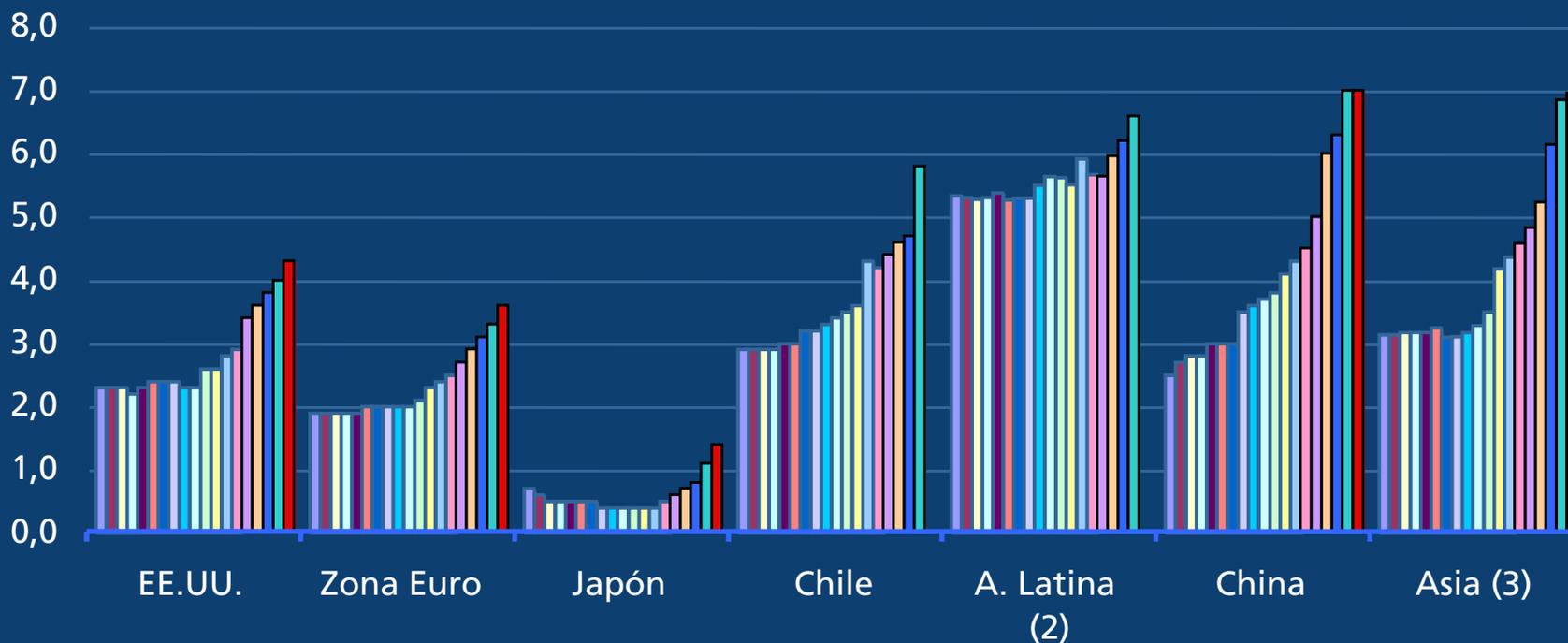
(2) Promedio geométrico entre Indonesia, Singapur y Taiwán.

Fuentes: Bancos centrales de cada país y Bloomberg.

Al mismo tiempo, las expectativas de inflación se han deteriorado.



Inflación esperada a diciembre del 2008 (enero 2007 – julio 2008, porcentaje)



Julio 2008

Junio 2008

(1) Promedio geométrico entre Argentina, Brasil, México y Perú.

(2) Promedio geométrico entre Indonesia, Singapur y Taiwán.

Fuente: Consensus Forecast.



Tasas de interés de largo plazo (*) (porcentaje)



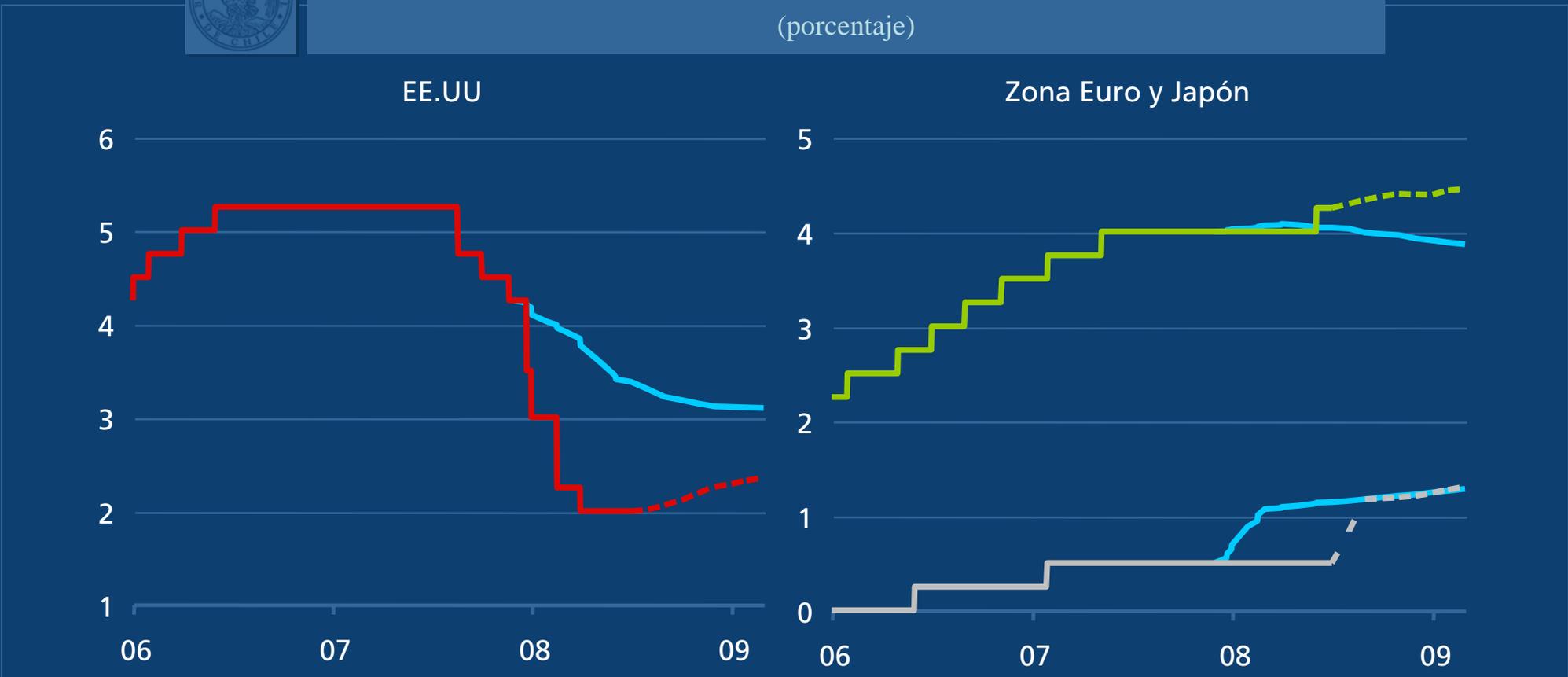
(*) Tasas de interés corresponden a bonos de gobierno a 10 años plazo.
Fuente: Bloomberg.

El mercado espera políticas monetarias más restrictivas a futuro en G3; de hecho Zona Euro ya aumentó su tasa en julio.



Expectativa de cambio en la TPM (*)

(porcentaje)



— EE.UU. — IPoM Ene.08 — Japón — Zona Euro
- - 25 Jul.08 - - 25 Jul.08 - - 25 Jul.08 - - 25 Jul.08

(*) Calculado en base a futuros de tasa de interés. Valores spot al 25 de julio y para IPoM Mayo de 2008, se considera el promedio de los últimos 10 días hábiles al 5 de mayo.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Varias economías, especialmente emergentes, también han comenzado a aumentar sus tasas de referencia.



TPM y expectativa de cambio

| | Nivel actual (%) | Δ desde dic. 07 (pb) | Δ esperado a dic. 08 (pb) (*) |
|---------------|------------------|-----------------------------|--------------------------------------|
| EE.UU. | 2.00 | -225 | 25 |
| Japón | 0.50 | 0 | 0 |
| Inglaterra | 5.00 | -50 | 0 |
| Zona Euro | 4.25 | 25 | 25 |
| Brasil | 13.00 | 175 | 125 |
| México | 8.00 | 50 | 25 |
| Polonia | 6.00 | 100 | 25 |
| Rep. Checa | 3.75 | 25 | 0 |
| Noruega | 5.75 | 50 | 0 |
| Canadá | 3.00 | -125 | 0 |
| Australia | 7.25 | 50 | 0 |
| Nueva Zelanda | 8.00 | -25 | -25 |
| Sudáfrica | 12.00 | 100 | 0 |

(*) Proyección según JP Morgan Chase. Para EE.UU. y la Zona Euro se utilizan opciones y futuros.

Fuente: Bloomberg.

III. ESCENARIO INTERNO



Menor crecimiento de la actividad interna refleja débil desempeño de los sectores asociados a recursos naturales.



PIB: contribución al crecimiento ⁽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, que ponderaron 10,7% del PIB total del 2007.

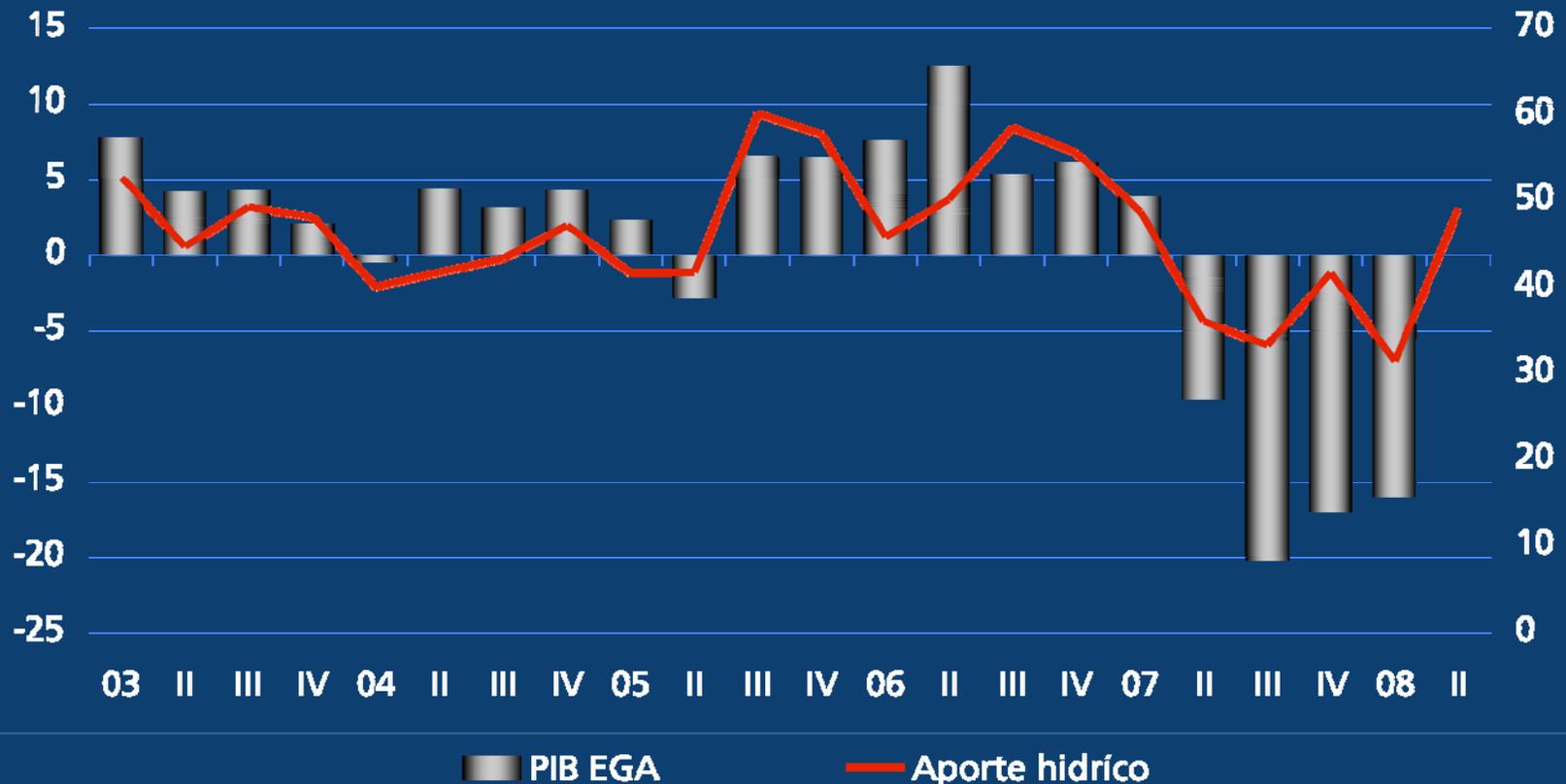
Fuente: Banco Central de Chile.

Las lluvias de los últimos meses aumentaron el aporte hídrico a la generación eléctrica, lo que indica mejores perspectivas para EGA.



EGA: componente hídrico en la generación eléctrica y PIB

(porcentaje; crecimiento real anual)



(*) Dato del segundo trimestre del 2008 corresponde al valor para mayo.

Fuentes: Banco Central de Chile y Centro de Despacho Económico de Carga (CDEC).

La demanda interna continúa creciendo a tasas elevadas, impulsada, especialmente, por la inversión.



Contribución al crecimiento del PIB (variación real anual, puntos porcentuales)



Actividad

- En el mes de mayo la actividad creció un 2,2%, afectada por un menor desempeño de la minería, la industria y el comercio.
- Sin embargo, la trayectoria de la actividad sigue evolucionando de acuerdo a lo esperado, y es coherente con el escenario base del último *IPoM*, que proyectó un crecimiento de 4 a 5% para 2008, con sesgo a la baja.
- En los próximos trimestres la actividad se verá favorecida por una mejor hidrología, incorporación de nuevos proyectos mineros (Gabriela Mistral), y efectos calendario favorables.

El desempleo se mantiene estable, pese a alto dinamismo del empleo, debido a fuerte crecimiento de fuerza de trabajo.



Tasa de desempleo nacional (*)

(porcentaje)



(*) Serie desestacionalizada.

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

Pese a apreciación reciente, el peso sigue por encima de los niveles vigentes a comienzos de abril, cuando se inició intervención en el mercado cambiario.



Tipo de cambio nominal

(Base 02/01/2006=100)



- (1) Corresponde a una medida del valor nominal del peso respecto de una canasta que considera los 18 mayores socios comerciales, ponderados según su participación en el comercio total.
(2) TCM considerando Canadá, EE.UU., Japón, Reino Unido y Zona Euro.
(3) TCM excluyendo el dólar estadounidense.

Fuente: Banco Central de Chile.

En términos reales, el TCR se encuentra en niveles similares a los promedios de los últimos quince o veinte años.



Tipo de cambio real

(índice, 1986=100)



— TCR

— promedio 88-07 (1)

— promedio 93-07 (2)

(1) Promedio del período enero 1988 - diciembre 2007.

(2) Promedio del período enero 1993 - diciembre 2007.

Fuente: Banco Central de Chile

Acumulación de reservas

- Transcurridos algo menos de tres meses desde el anuncio, el Banco ha comprado US\$3.500 millones de dólares, a un precio promedio de \$482 por dólar y con una oferta que, en promedio, ha superado en más de dos veces la demanda.
- Si bien los riesgos de una crisis financiera global se han atenuado, estos aún persisten, en particular sus repercusiones sobre los mercados emergentes.
- Los mercados financieros han vuelto a tensionarse en las últimas semanas con las dificultades de varias entidades financieras en EE.UU.

Acumulación de reservas

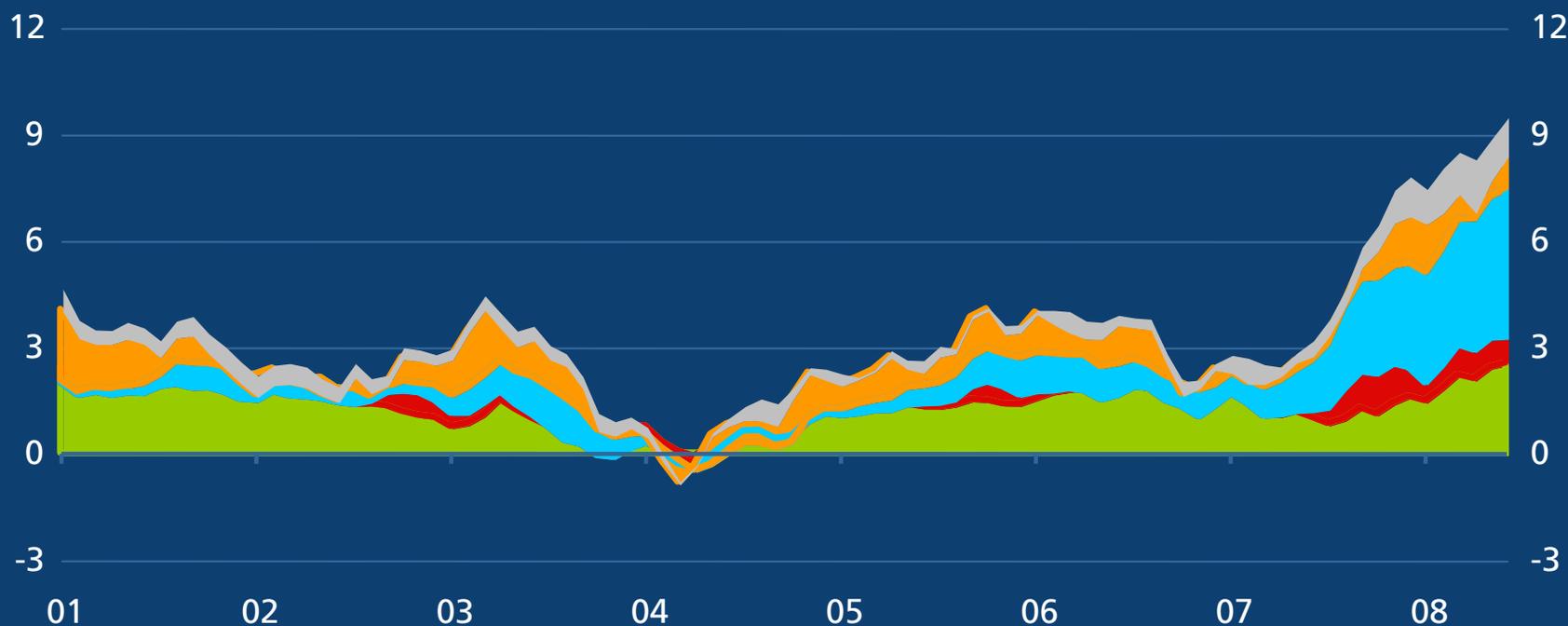
- La intervención es una medida excepcional, acorde tanto con la flotación cambiaria como con el esquema de metas de inflación.
- Difícilmente se puede asignar a la intervención cambiaria la responsabilidad por la totalidad de la depreciación reciente del peso.

El elevado IPC de junio llevó la inflación anual a 9,5%; los alimentos no perecibles y los combustibles volvieron a aumentar su incidencia en la inflación anual.



Incidencias en la inflación anual del IPC (*)

(puntos porcentuales)



■ Combustibles (4,0%)

■ Alimentos sin frutas y verduras frescas (23,5%)

■ Frutas y verduras frescas (3,8%)

■ Resto (63,7%)

■ Servicios (5,1%)

(*) Entre paréntesis ponderación en el IPC.

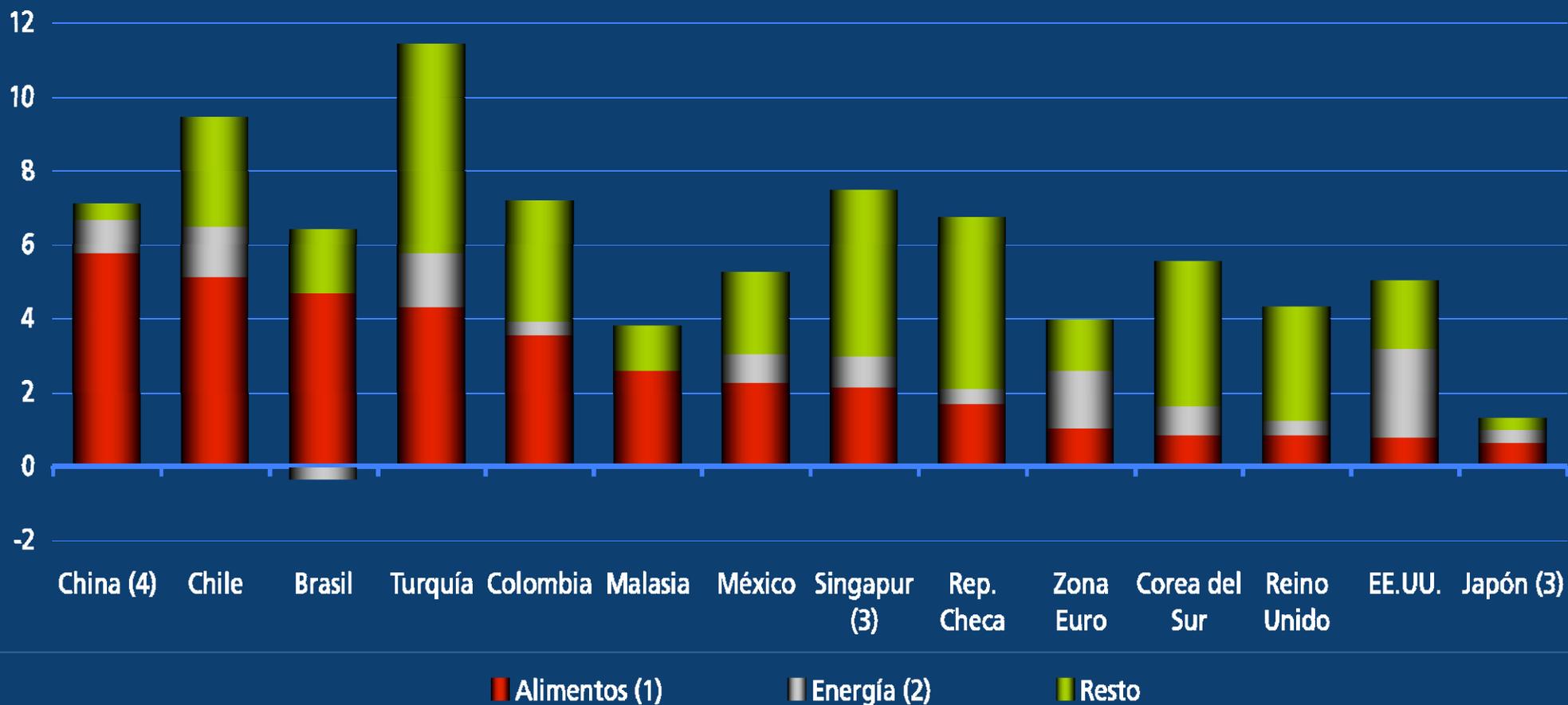
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

En una perspectiva mundial, la inflación de alimentos en Chile tiene una elevada contribución a la inflación total.



Comparación internacional: incidencias en la inflación anual

(cifra de inflación a junio 2008, puntos porcentuales)

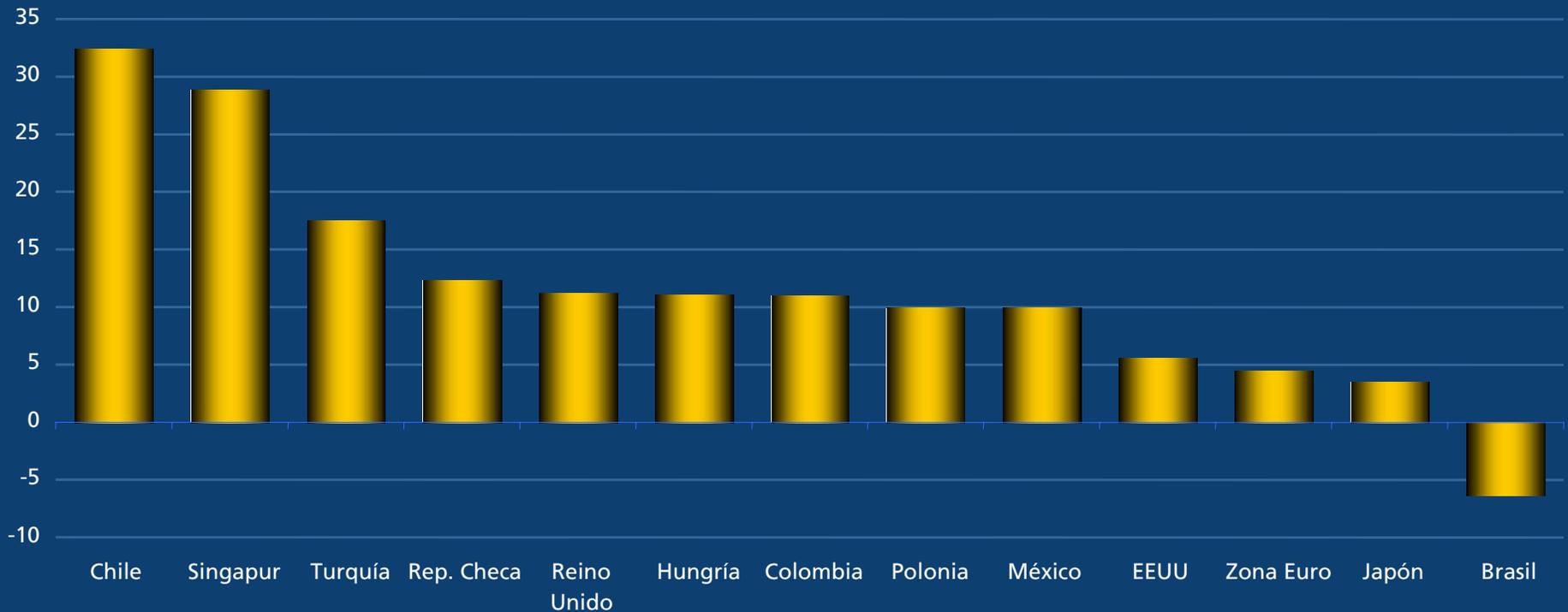


El precio de la electricidad, aunque con una incidencia menor en el IPC, puede estar afectando significativamente la estructura de costos de la economía, impulsando a otros precios.



Comparación internacional: Inflación de tarifas eléctricas

(a junio 2008, puntos porcentuales)

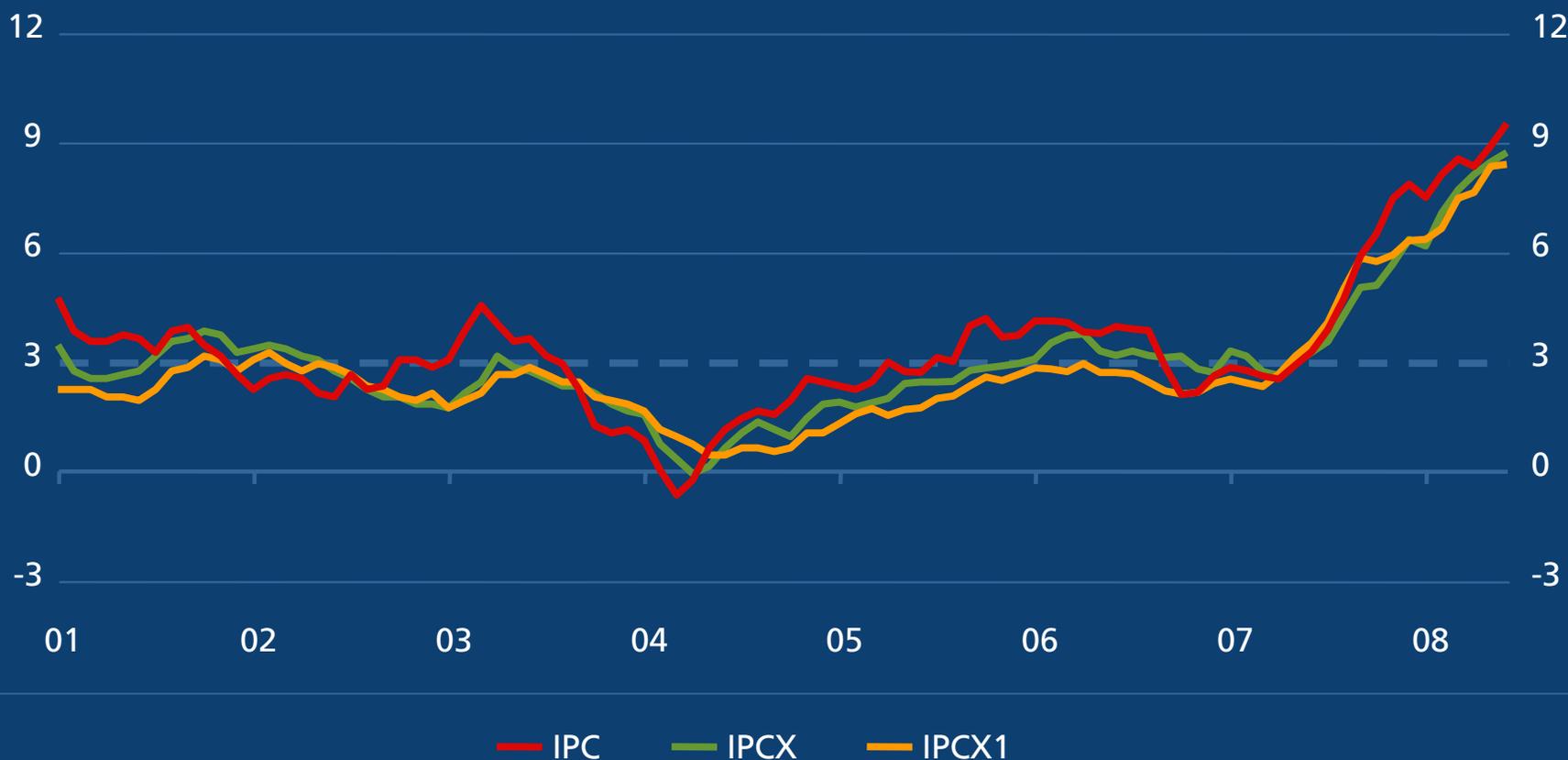


El aumento del IPC, a diferencia de otros países, se ha dado junto con un incremento de las medidas subyacentes, como el IPCX e IPCX1.



Inflación IPC, IPCX e IPCX1

(variación anual, porcentaje)



Sin embargo, nuestras medidas de inflación subyacente excluyen menos partidas (particularmente alimentos) que en otros países, por lo que la comparación debe ser muy cuidadosa.



Comparación internacional: Definición inflación subyacente

(partidas excluidas de la canasta del IPC para el cálculo de la inflación subyacente ⁽¹⁾)

| | Alimentos | | Energía | | Regulados | Educación | Ponderación del índice subyacente en el IPC total | |
|------------|------------|-------------------|-----------|--------------|-----------|-----------|---|--------------|
| | Procesados | Agropecuarios | | Combustibles | | | | Electricidad |
| | | Frutas y verduras | Pecuarios | | | | | |
| México | | X | X | X | X | X | 70% | |
| EE.UU. (2) | X | X | X | X | | | 77% | |
| Canadá | X | X | X | X | | | 74% | |
| Argentina | | X | | X | X | | 71% | |
| Brasil | X | X | X | X | X | | 69% | |
| Chile IPCX | | X | | X | | | 92% | |
| IPCX1 | | X | X | X | X | | 70% | |
| Zona Euro | | X | X | X | | | 83% | |
| España | | X | X | X | | | 82% | |
| Italia | | X | X | X | | | 85% | |
| Polonia | X | X | X | X | | | 67% | |
| Suiza | X | X | X | X | | | 78% | |
| Filipinas | X | X | X | | | | 82% | |
| Japón | X | X | X | | X | | 68% | |
| Tailandia | | X | X | X | X | | 75% | |

(1) Algunos países cuentan con varias medidas de inflación subyacente, en este cuadro se reportan aquellas medidas que se construyen mediante la exclusión de genéricos. (2) Excluye alimentos dentro y fuera de casa.

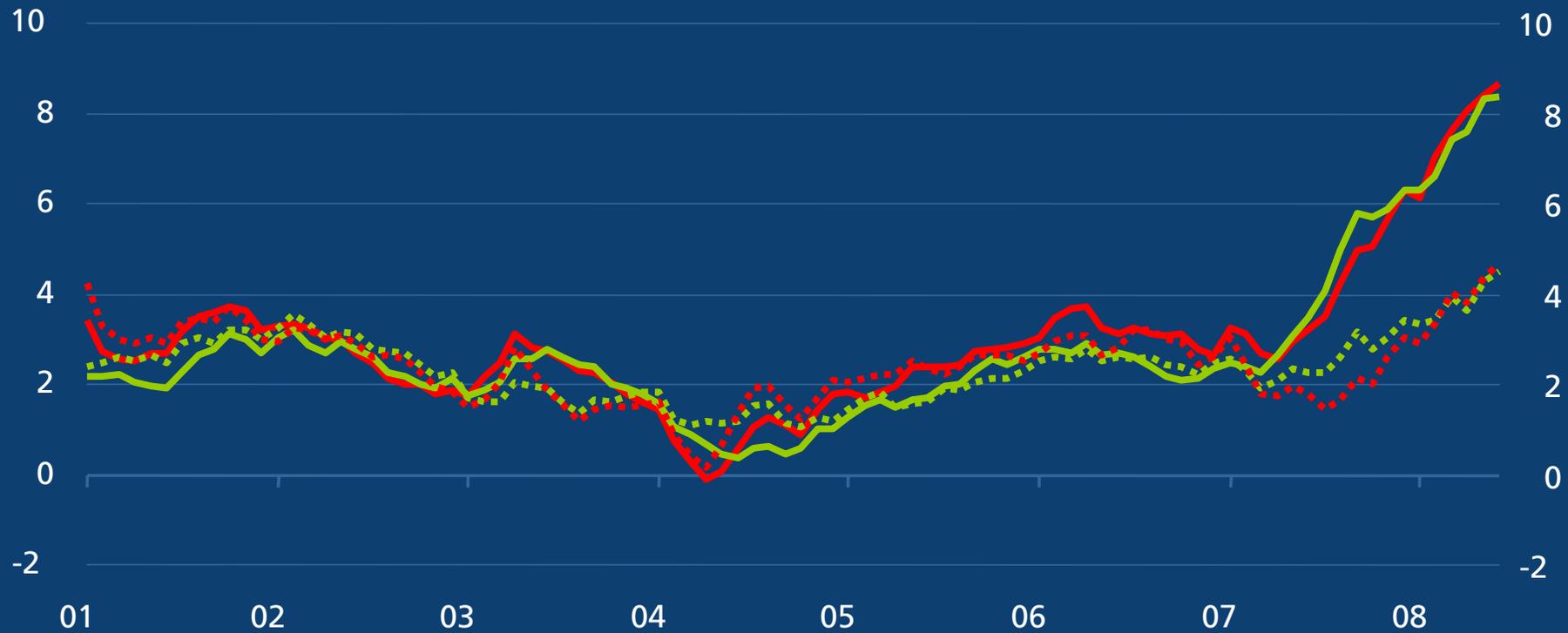
Fuente: Informe sobre Inflación Julio - Septiembre 2007, Banco de México.

De hecho, cuando se excluyen los alimentos y la energía de las medidas de inflación subyacente en Chile, el panorama es bastante distinto.



Inflación IPC excluido diversos componentes

(variación anual, porcentaje)



— IPCX

..... IPC sin alimentos ni energía (2)

— IPCX1

..... IPCX1 sin alimentos ni energía (1)

Respecto de las causas de la inflación, el aumento de las medidas subyacentes ha estado empujado principalmente por los mayores precios de alimentos, y en menor medida por presiones en la capacidad.



Brecha del PIB e inflación subyacente en Chile



— Brecha PIB (1) — IPCX1 (2) — IPCX1 sin alimentos (2) —

(1) Desviación con respecto a su tendencia.
(2) Variaciones trimestrales desestacionalizadas.
Fuente: Banco Central de Chile.

Respuesta de política monetaria

- En todo caso, más allá de que el origen de la alta inflación actual sea esencialmente externo, nuestras decisiones de política monetaria son claves para acotar la propagación de estos shocks hacia otros precios y salarios, manteniendo las expectativas de inflación en niveles coherentes con la meta de inflación.
- Por ello, es que el Consejo adoptará todas las medidas necesarias para llevar de vuelta la inflación a 3% en un horizonte máximo de 24 meses.

Expectativas de inflación

- Las expectativas de inflación son determinantes importantes de los ajustes en precios y salarios, y a través de estos, de la inflación.
- En el BCCh seguimos diversas medidas de expectativas inflacionarias, tales como aquellas que se deducen de los precios de activos financieros y las reportadas en las encuestas, así como la evolución de salarios y precios comparados con los mecanismos de propagación habituales.

Las compensaciones inflacionarias se mantienen en niveles elevados, aunque en lo más reciente han mostrado una reversión.



Compensaciones inflacionarias forward swap

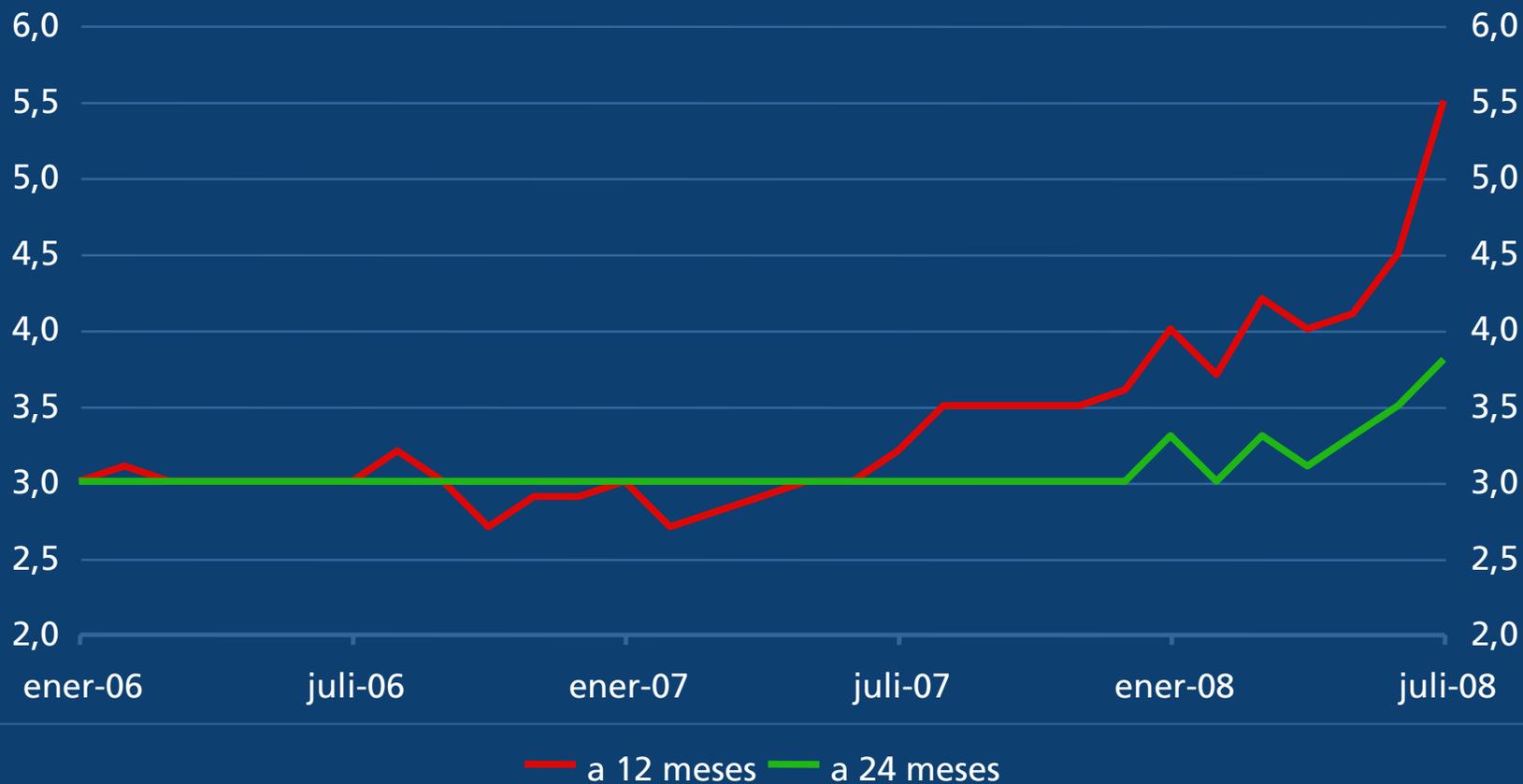
(promedio móvil semanal, porcentaje)



Otras medidas de expectativas de inflación han aumentado, en línea con el panorama inflacionario.



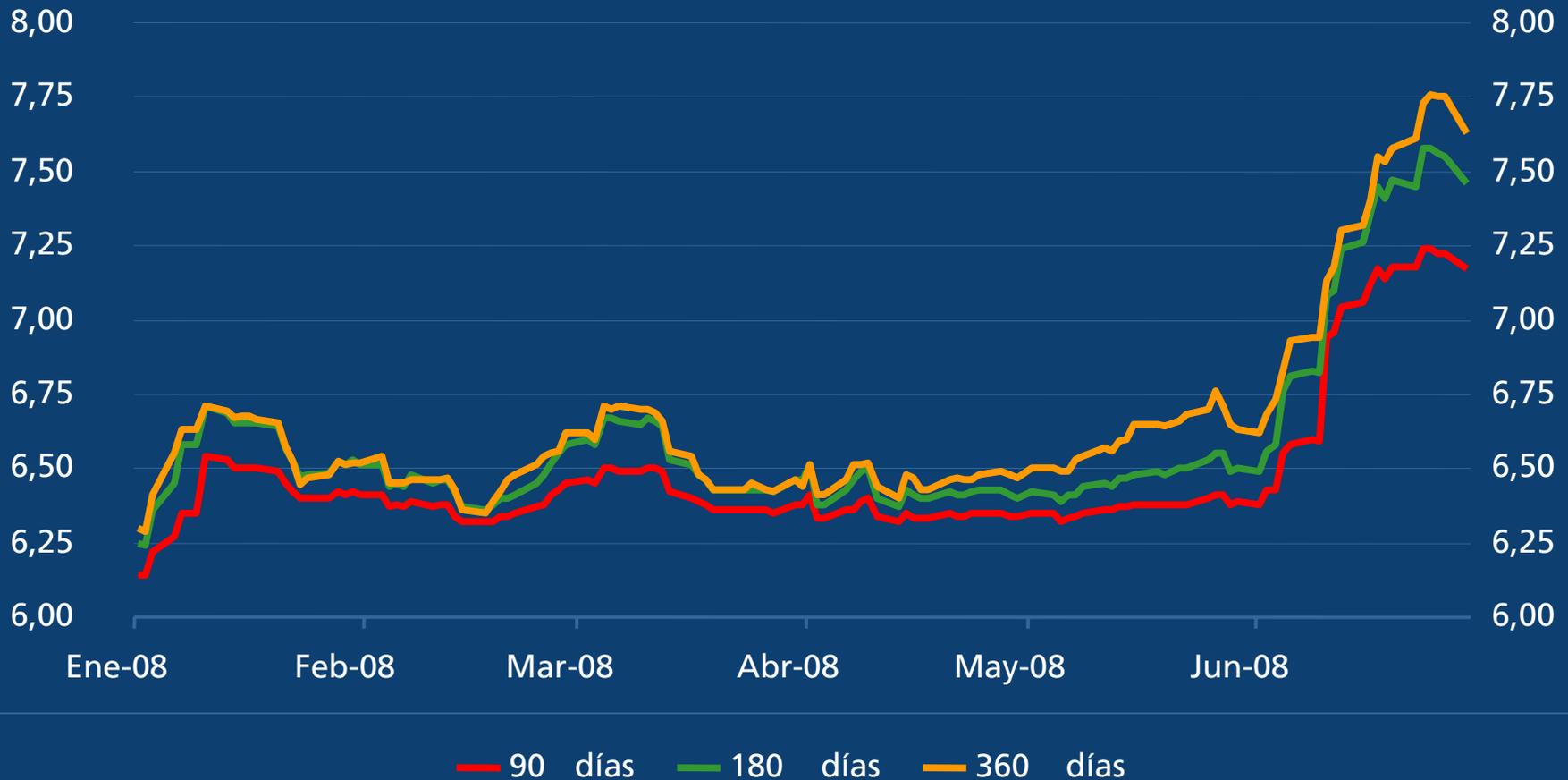
Expectativas de inflación: encuestas (porcentaje)



Las expectativas respecto de la evolución de la TPM también han sufrido cambios relevantes, esperándose nuevos aumentos de la tasa.



Tasas swap (datos diarios, porcentaje)

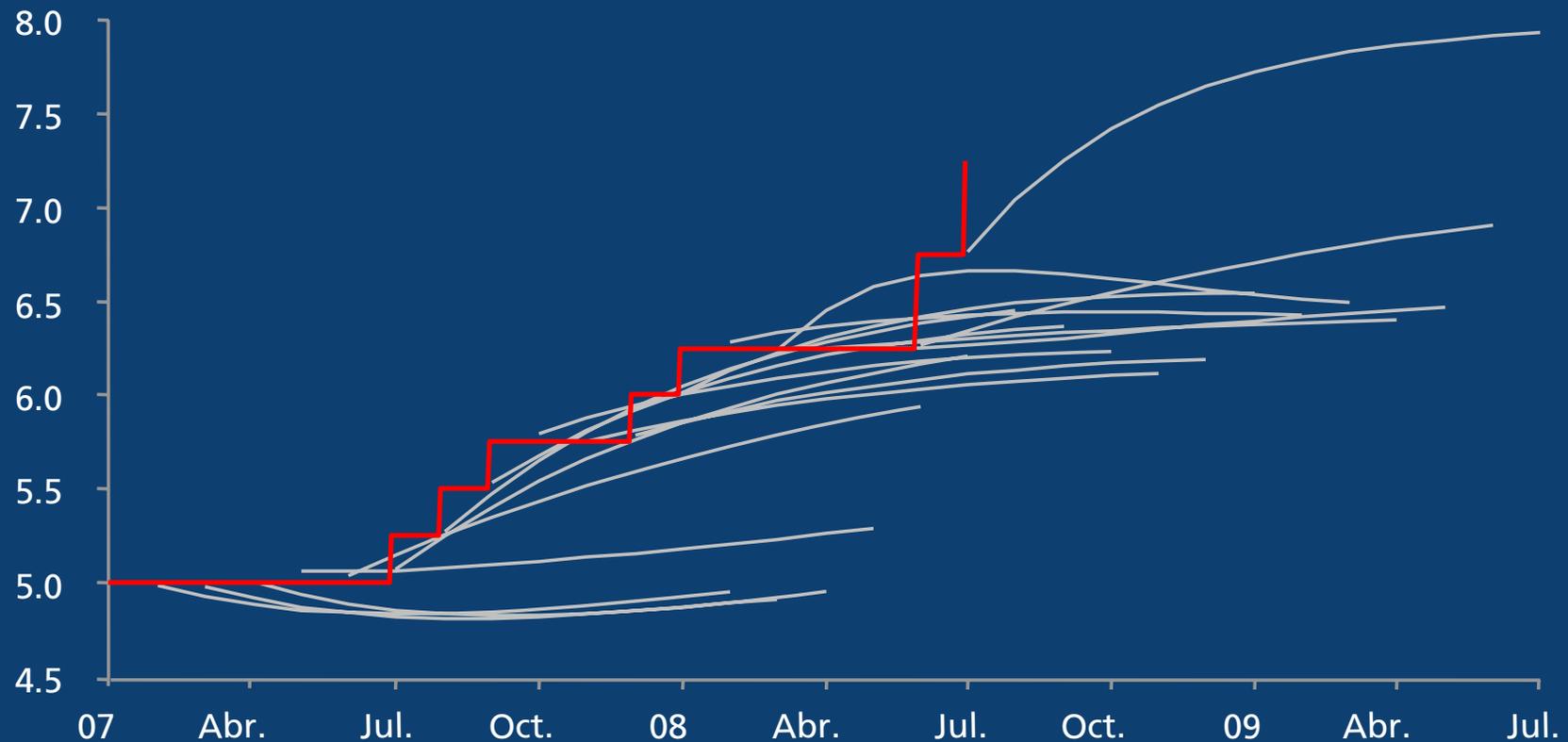


El cambio en las expectativas de la TPM refleja que la mayor inflación fue sorpresiva: los precios de activos en general anticipaban una trayectoria para la TPM menos activista.



TPM y expectativas en base a curva *forward*

(enero 2007 a julio 2008, porcentaje)



IV. CONSIDERACIONES FINALES



IV. CONSIDERACIONES FINALES

- El Consejo aumentó la Tasa de Política Monetaria en 50 puntos base en sus reuniones de junio y julio, para evitar una postergación indeseada de la convergencia de la inflación hacia el 3%.
- Además, en el escenario más probable será necesario volver a aumentar la TPM, para asegurarnos que la inflación vuelva a 3% en un plazo de dos años.
- De particular importancia para próximas decisiones serán las implicancias del complejo escenario internacional, la propagación de los shocks inflacionarios de meses pasados a otros precios y salarios, y el surgimiento de presiones inflacionarias adicionales.

IV. CONSIDERACIONES FINALES

- El Banco Central de Chile reitera su compromiso de conducir la política monetaria de manera que la inflación retorne a la meta de 3% en el horizonte de 24 meses.
- Tenemos plena confianza en que los instrumentos de que disponemos nos permitirán alcanzar este objetivo.
- La inflación es un fenómeno que afecta a todas las personas que perciben ingresos fijos, cuyo poder de compra se ve reducido con la inflación.
- La inflación también afecta a aquellos que deben pagar deudas reajustables, pero de manera especial a los más pobres, quienes tienen menor capacidad para protegerse de las alzas de precios.

IV. CONSIDERACIONES FINALES

- Una inflación baja y estable es la principal contribución que puede hacer el Banco Central de Chile al bienestar de la población y al progreso del país.
- Orientaremos todos nuestros esfuerzos de modo de cumplir con el mandato que nos ha encomendado la Constitución.



ANÁLISIS DE LA COYUNTURA ECONÓMICA ACTUAL

30 JULIO DE 2008

Jorge Desormeaux J.
Vicepresidente

30 Julio 2008