



PANORAMA ECONOMICO

Enrique Marshall
Consejero



Introducción

- Las novedades de las últimas semanas han configurado un panorama inflacionario que implica un cambio drástico respecto de lo que se preveía en nuestro informe de mayo.
- El precio del petróleo ha alcanzado niveles históricos y los precios de los alimentos se han mantenido en valores elevados en los mercados internacionales.
- Este escenario, aunque sorpresivo, formaba parte de los escenarios de riesgo que se consideraron en su momento.



I. Escenario Internacional



Escenario internacional (1)

- El escenario externo que enfrenta actualmente la economía chilena es particularmente complejo.
- La crisis financiera en el mundo desarrollado persiste no obstante las acciones de los bancos centrales.
- Las perspectivas de crecimiento mundial se han deteriorado, especialmente para Estados Unidos, si bien las cifras de actividad para el primer trimestre de este año sorprendieron positivamente.



Escenario internacional (2)

- La economía mundial enfrenta un importante *shock* inflacionario. Los bancos centrales expresan una creciente preocupación por los efectos de los incrementos de precios para los alimentos y combustibles.
- Coherente con este panorama, las tasas de interés de largo plazo han aumentado significativamente, especialmente en los países desarrollados.
- Adicionalmente, se anticipan incrementos en las tasas de política monetaria en el mediano plazo para las principales economías, mientras en varias economías emergentes se han concretado aumentos en las últimas semanas.



Perspectivas de crecimiento mundial permanecen marcadas por el deterioro, pero han mejorado levemente en los últimos meses.

(variación respecto al período anterior, porcentaje)

	Prom. 00-05	2006	2007 (e)	2008(f)			2009(f)		
				IPoM May.		Jun.	IPoM May.		Jun.
Mundial	3,8	5,1	5,0	3,8	▲	3,9	3,8	▲	4,0
Mundo a tipo de cambio de mercado	2,9	3,9	3,8	2,6	▲	2,8	2,6	▲	2,8
Estados Unidos	2,5	2,9	2,2	0,7	▲	1,1	0,8	▲	1,1
Zona Euro	1,9	2,8	2,6	1,4	▲	1,7	1,2	=	1,2
Japón	1,6	2,4	2,1	1,4	=	1,4	1,5	▲	1,6
China	9,4	11,6	11,9	9,3	=	9,3	9,5	=	9,5
Resto de Asia	4,8	5,5	5,8	4,7	▼	4,6	5,0	▲	5,3
América Latina	2,9	5,4	5,6	4,3	▲	4,4	3,5	▲	4,1
Exp. de Commodities	3,1	2,7	3,1	2,0	▼	1,7	2,4	=	2,4
Socios Comerciales (*)	3,1	4,6	4,8	3,4	▼	3,5	3,3	▲	3,5

(e) Estimación.

(f) Proyección.

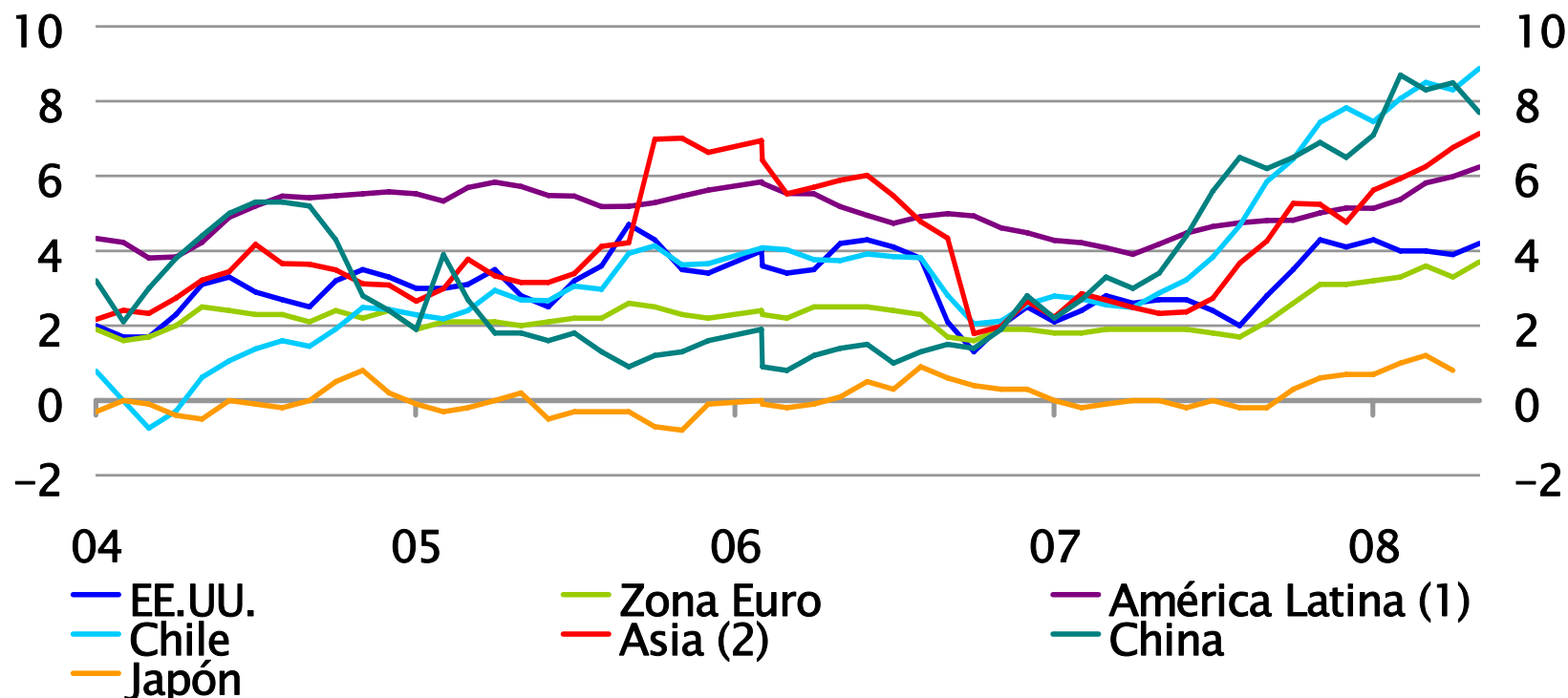
(*) En base a nueva metodología con ponderadores en dos años móviles.

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



La inflación aumenta y se generaliza a nivel 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.

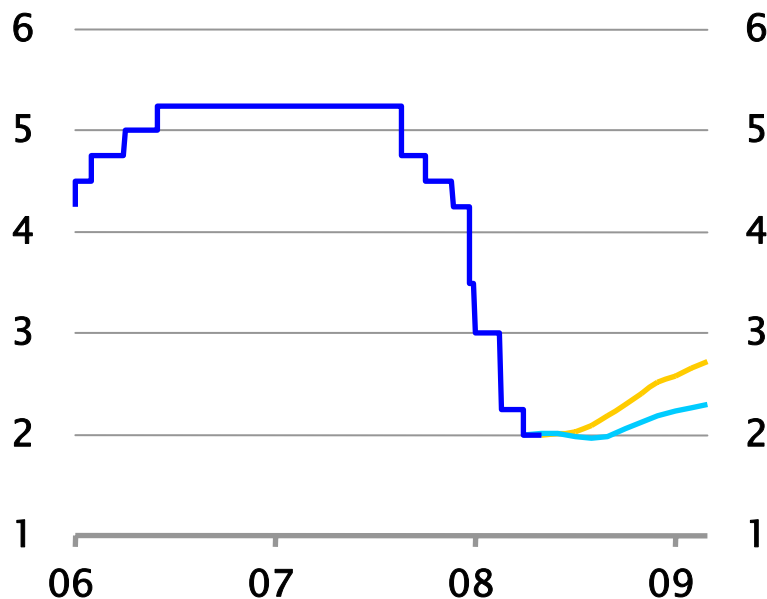


Expectativas de mercado marcan aumentos en las tasas de política en países desarrollados. Ello se manifiesta con especial intensidad en Europa.

Expectativa de cambio en TPM

(porcentaje)

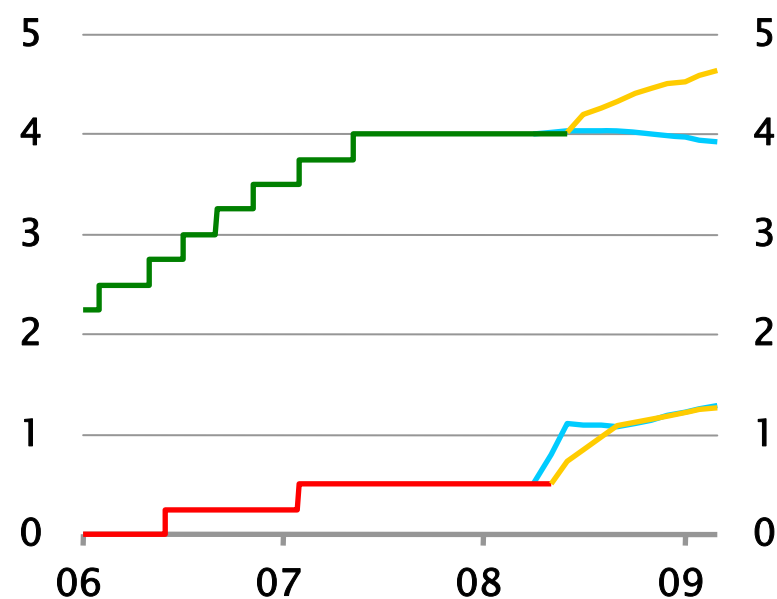
EE.UU.



— EE.UU.

— IpoM May.08

Zona Euro y Japón



— Zona Euro

— Japón

— Hoy

Elaborado por el Banco Central de Chile en base a futuros de tasa de interés. Valores spot al 7 de mayo y 9 de junio.

Fuente Bloomberg.



De hecho, varias economías, especialmente emergentes, ya 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) (1)
EE.UU.	2,00	-225	75
Japón	0,50	0	0
Inglaterra	5,00	-50	0
Zona Euro	4,00	0	50
Brasil	12,25	100	175
México	7,50	0	50
Polonia	5,75	75	50
Rep. Checa	3,75	25	25
Suecia	4,25	25	0
Noruega	5,75	50	0
Canadá	3,00	-125	0
Australia	7,25	50	0
Nueva Zelanda	8,25	0	-50
Sudáfrica	12,00	100	50
Chile	6,75	75	75

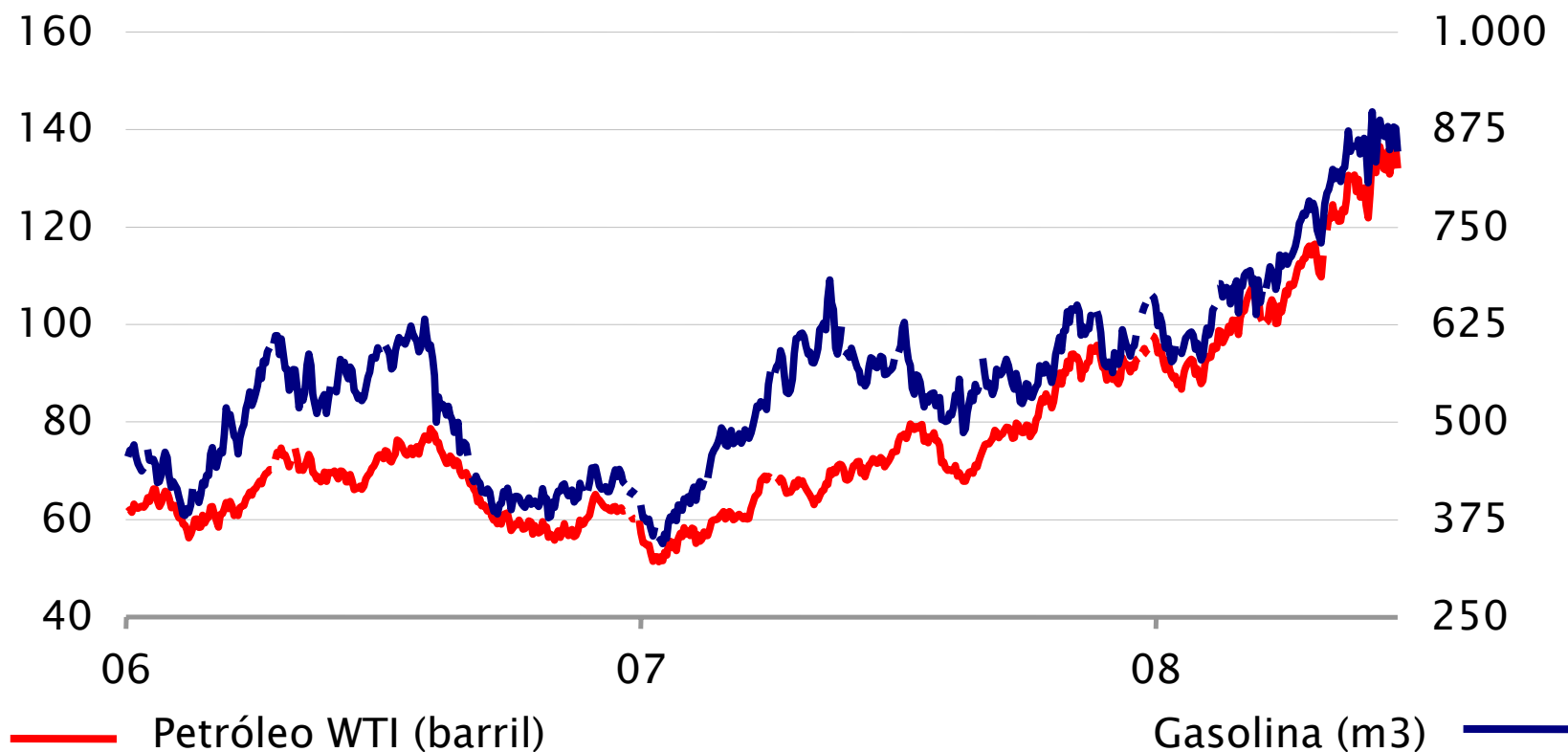
(1) Proyección según JP Morgan Chase. Para EE.UU. y la Zona Euro se utilizan opciones y futuros. Para Chile se utilizan tasas *swap*.

Fuente: Bloomberg y Banco Central de Chile.



Los precios del petróleo y la gasolina alcanzan máximos históricos.

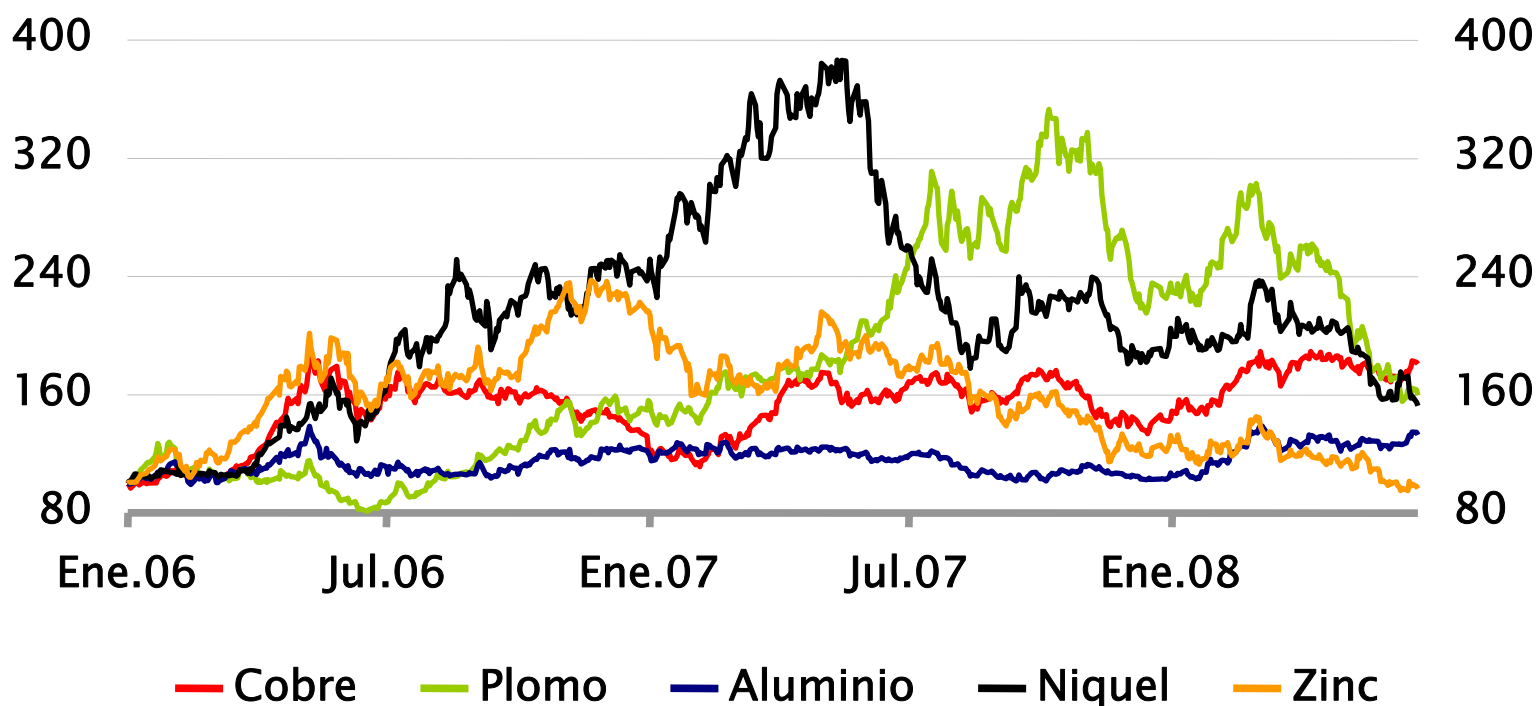
Precio del petróleo y de la gasolina
(dólares el barril, dólares el metro cúbico)





Precios de los metales se reducen levemente en el último tiempo. Sin embargo, el precio del cobre se mantiene desde marzo en niveles sobre USD 3,6 la libra.

Precio del cobre y otros metales básicos (índice 4 de enero 2006=100)



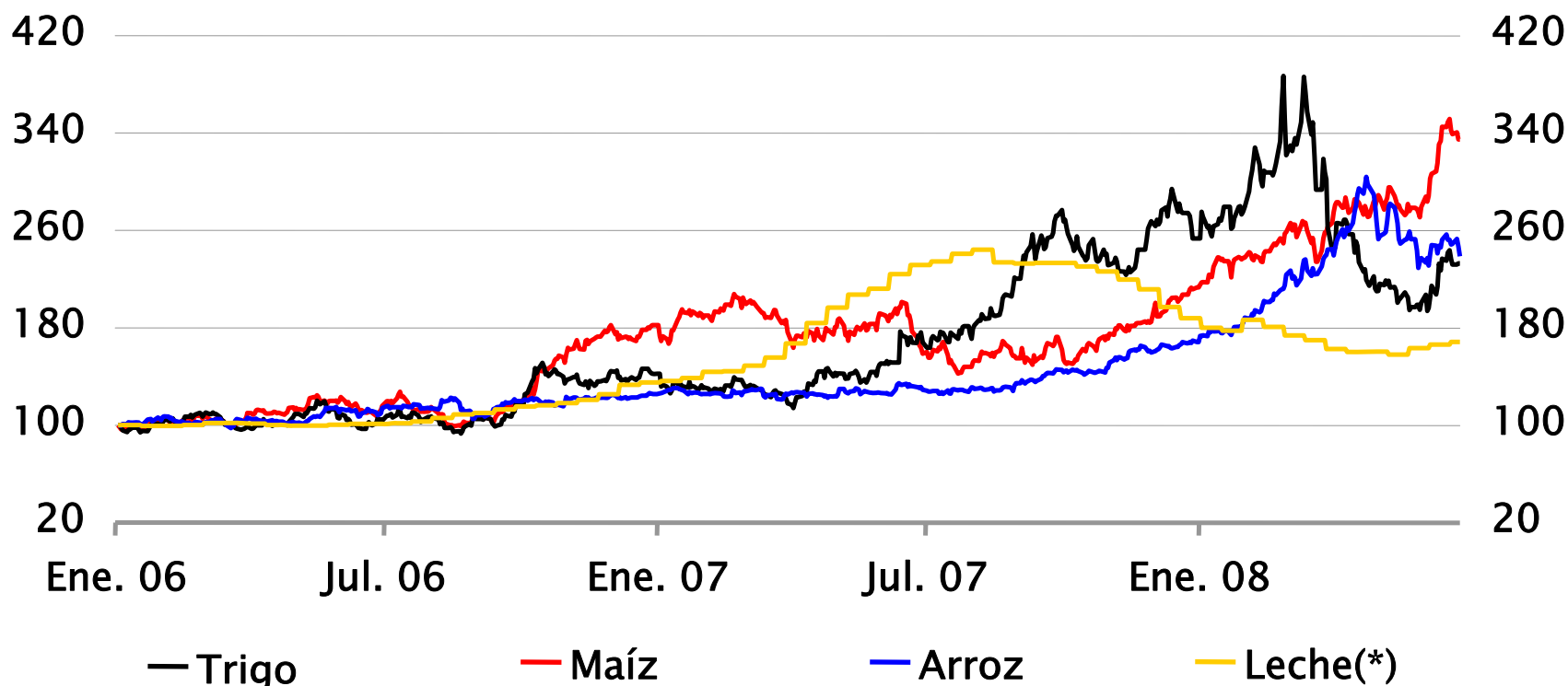
Fuente: Bloomberg.



Los precios de los productos agrícolas siguen en niveles muy elevados, pero en general tienden a caer en el último mes, lo que es especialmente claro en el caso del arroz.

Precios de productos básicos agrícolas

(índice 01 enero 2006=100)



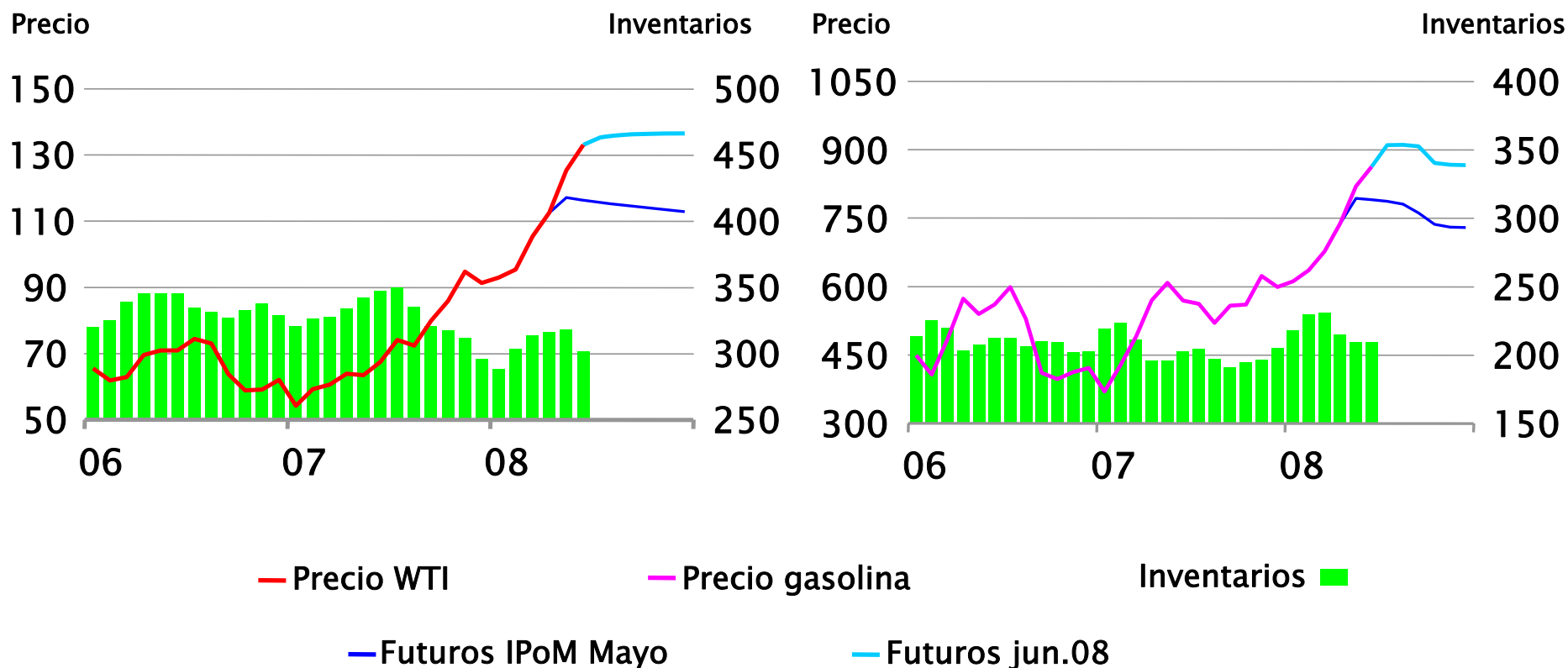
(*) Promedio del precio de la leche descremada en polvo en Europa y en Oceanía.

Fuente: Bloomberg.



Los precios esperados para el petróleo y la gasolina aumentan, mientras los inventarios siguen en niveles reducidos.

Precios y futuros para petróleo y gasolina (*)
(dólares el barril, dólares el metro cúbico; millones de barriles)

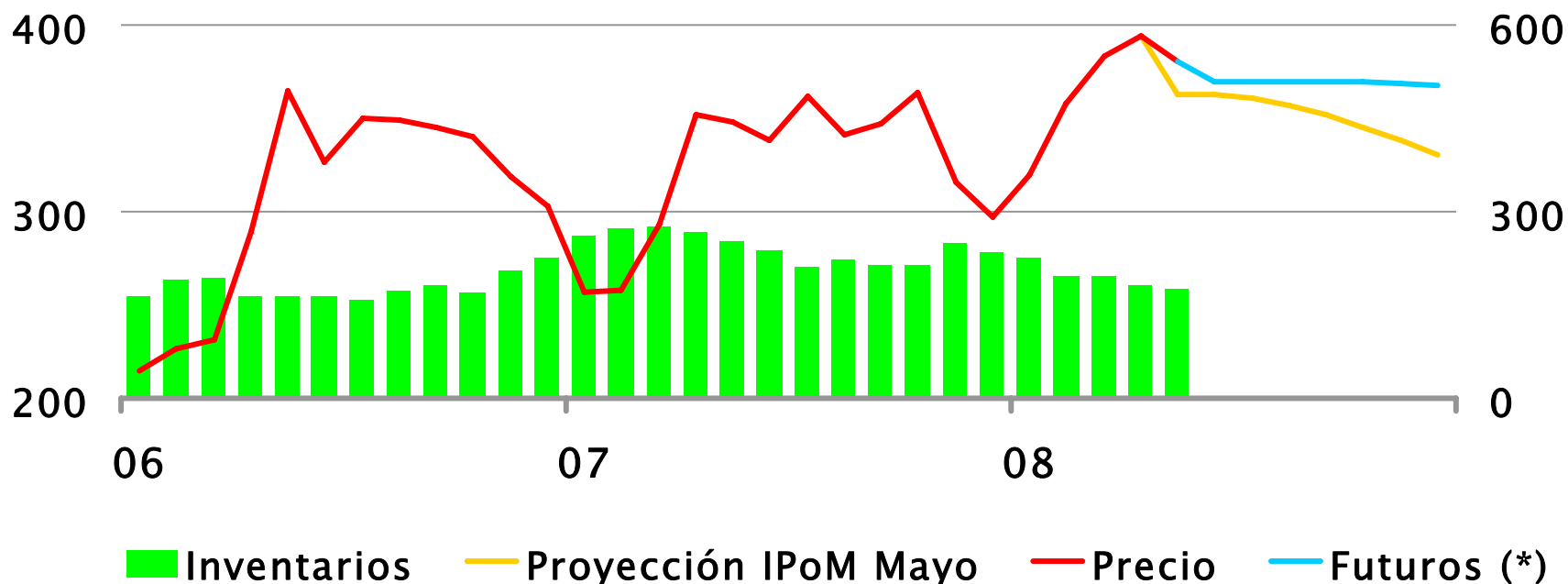


(*) Futuros consideran el promedio de los últimos 10 días hábiles al 25 de junio de 2008.
Fuentes: Bloomberg y Departamento de Energía de EE.UU.



El mercado espera que el precio del cobre se mantenga sobre USD 3 la libra.

Mercado del cobre (*)
(centavos de dólar la libra; miles de toneladas)



(*) Futuros consideran promedio de los últimos 10 días hábiles al 24 de junio de 2008.
Fuente: Bloomberg.



II. Escenario Interno



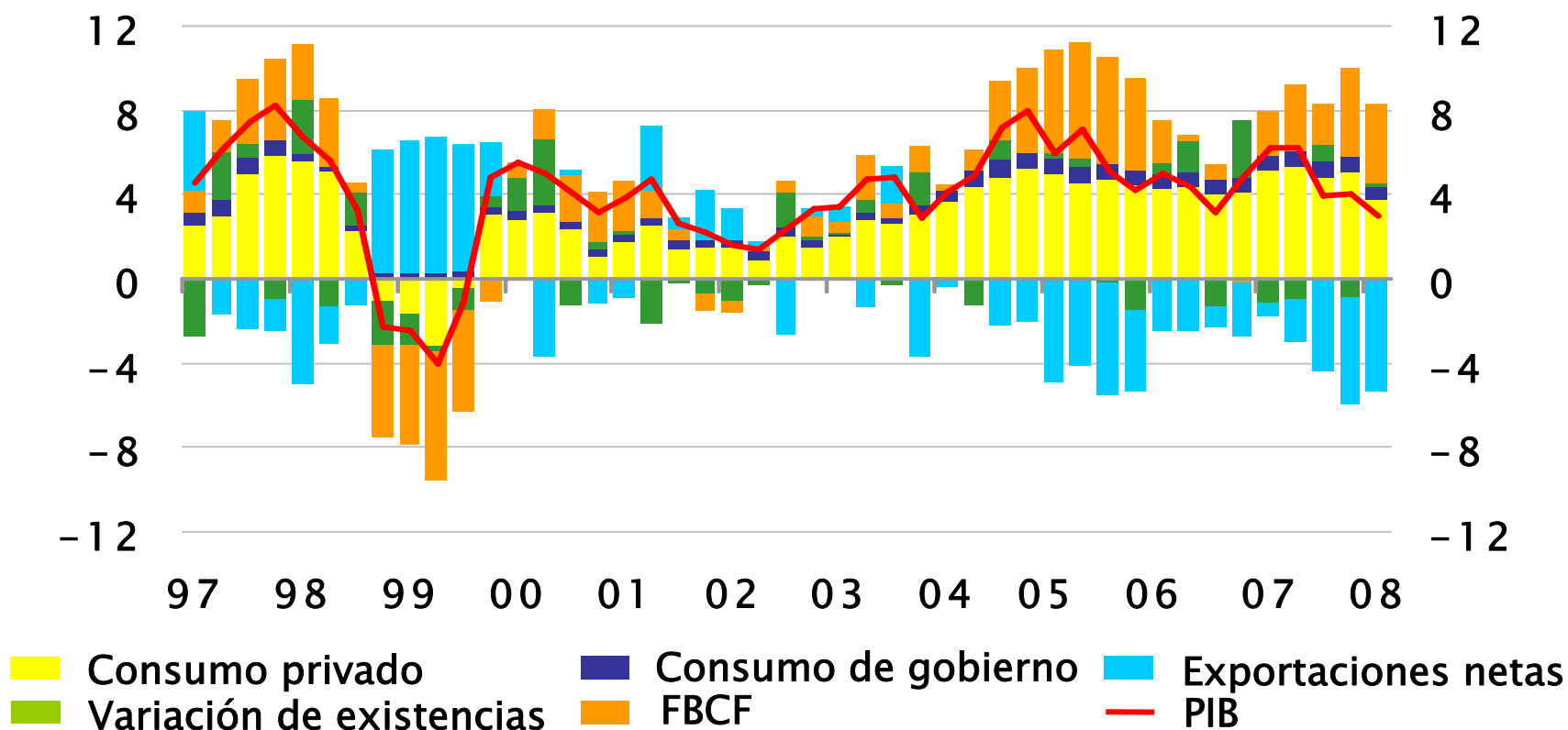
Escenario Interno

- En lo que va del año, la actividad ha acentuado la debilidad que mostró en la segunda parte del 2007.
- Sin embargo, la demanda interna continúa creciendo a tasas elevadas, destacándose el desempeño de la inversión. Por su parte, el consumo privado se desacelera gradualmente.
- Más allá de los efectos de los mayores costos de la energía en el valor agregado de la producción, la contribución de los sectores de recursos naturales sigue siendo negativa.



En el primer trimestre la demanda siguió creciendo en forma importante, impulsada especialmente por la inversión.

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



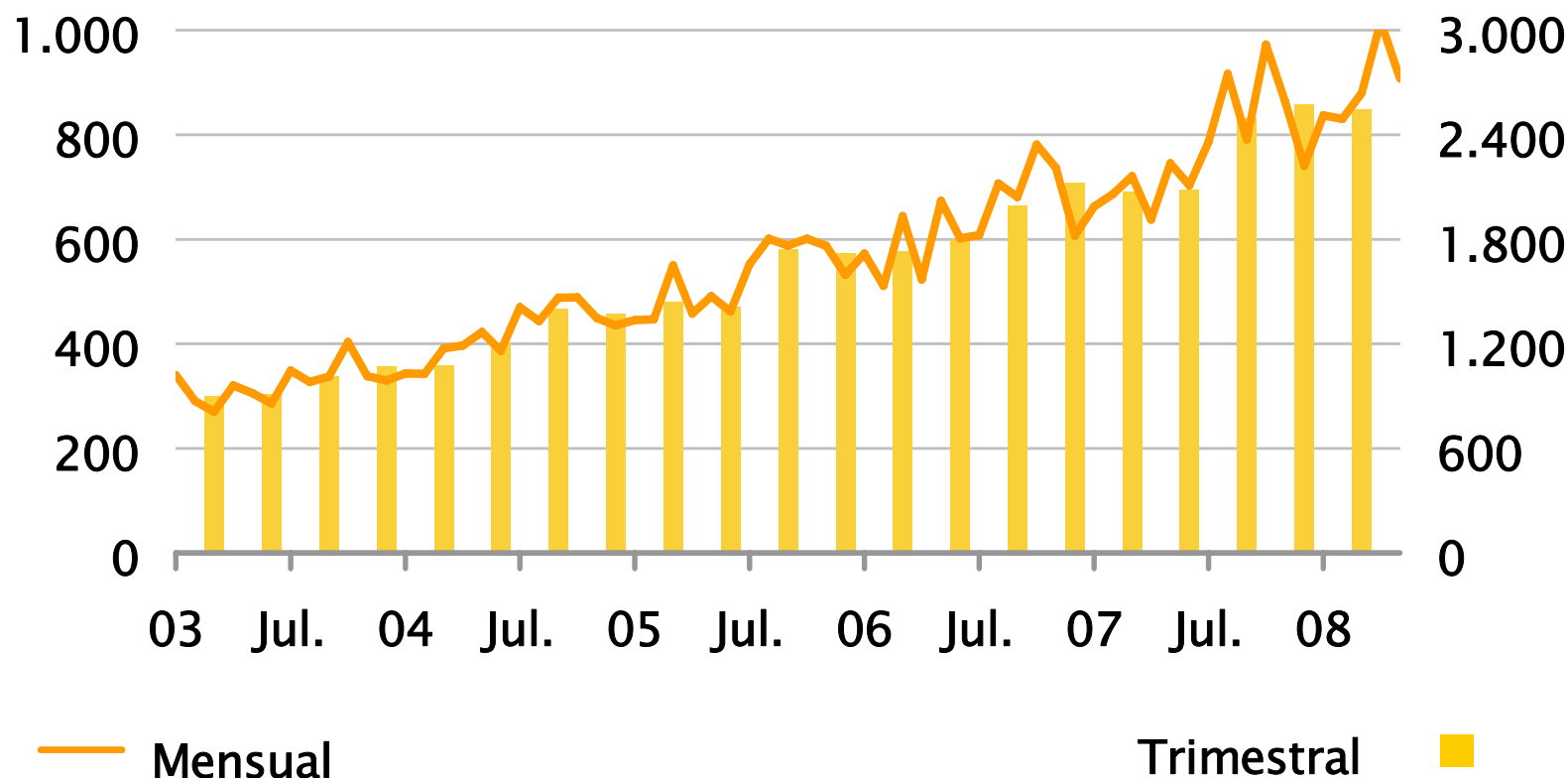
Fuente: Banco Central de Chile.



El consumo, si bien se desacelera levemente, sigue observando tasas de expansión elevadas, lo que se manifiesta en un marcado dinamismo de las importaciones de bienes de este rubro.

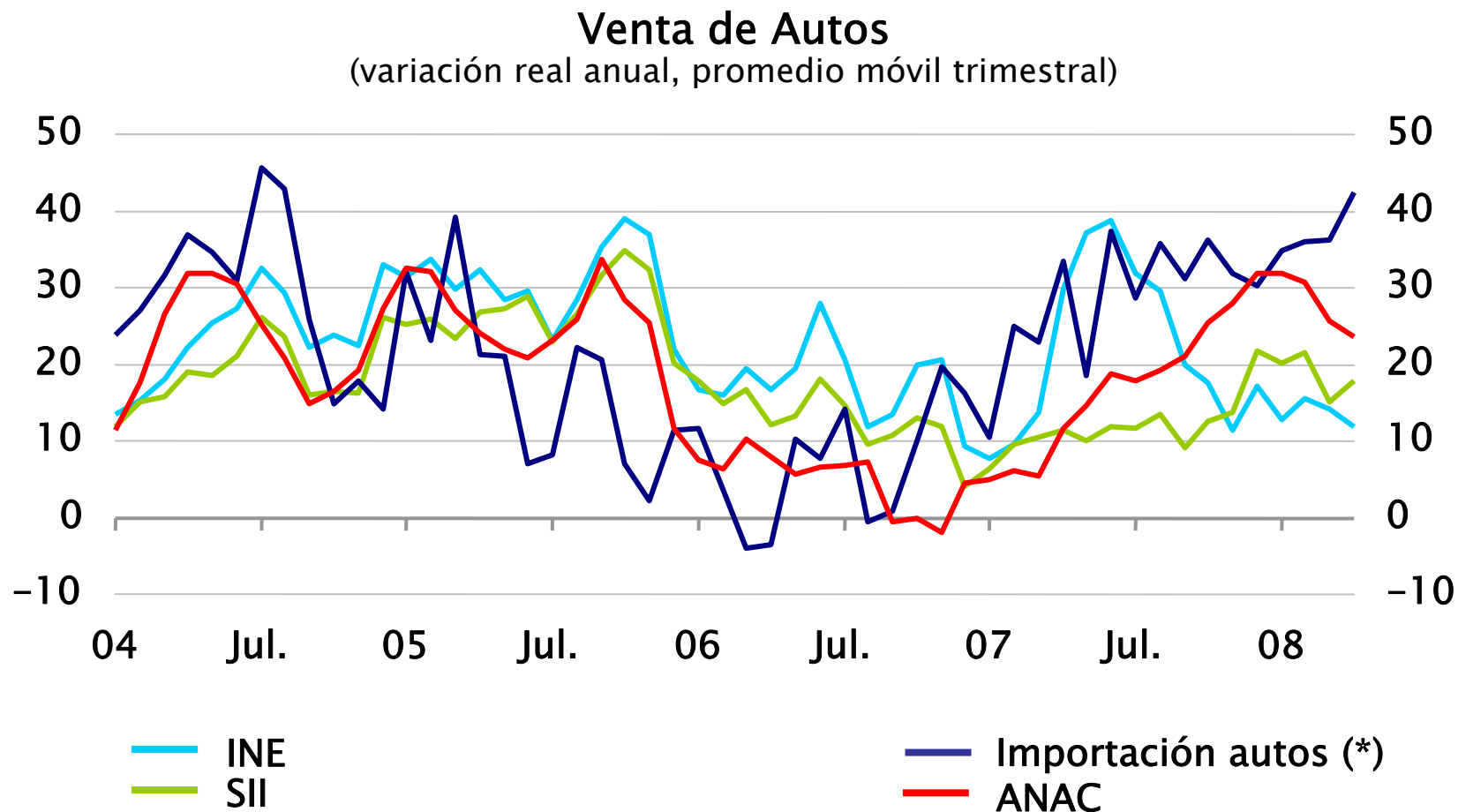
Importaciones de Consumo

(millones de dólares)





En esa perspectiva, cabe destacar que las ventas de automóviles siguen mostrando un alto dinamismo.



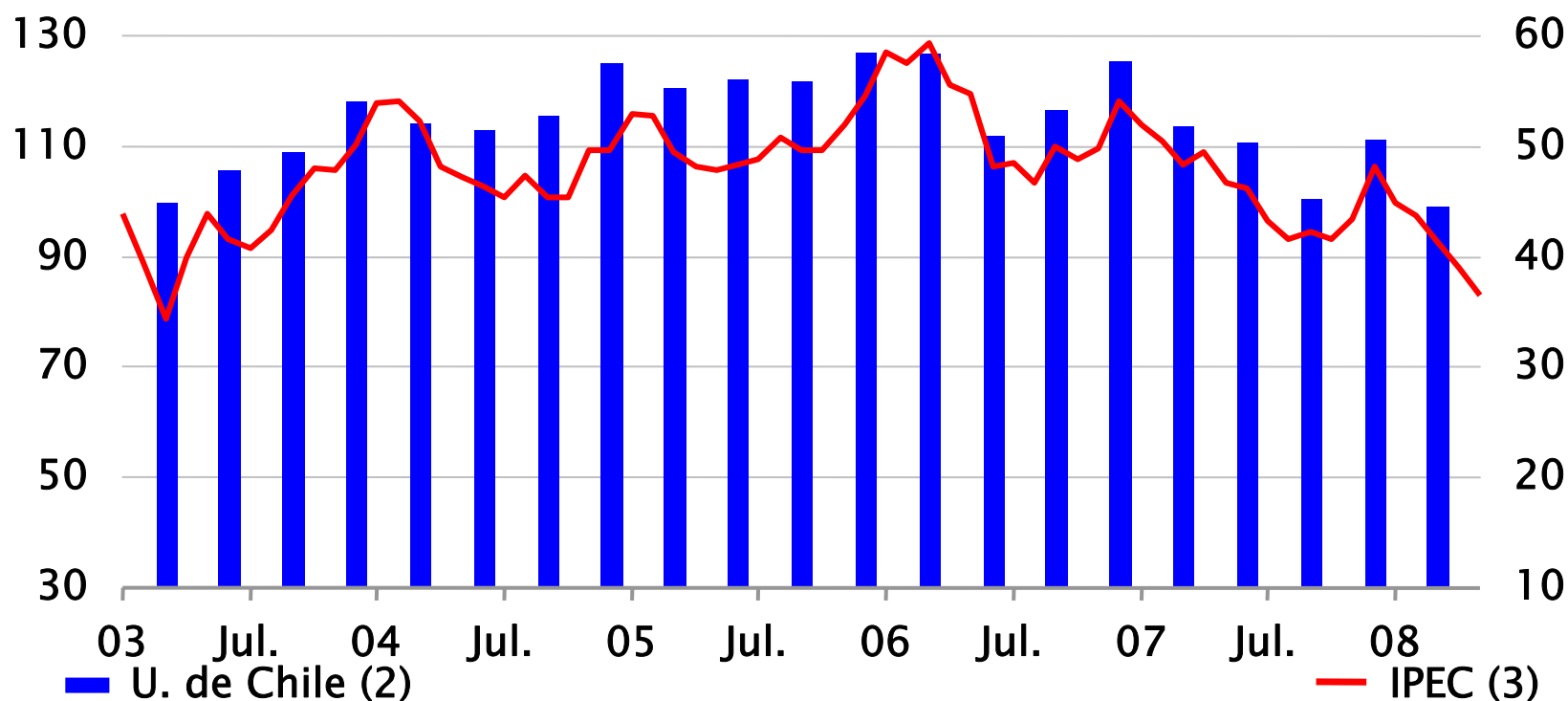
(*) Unidades.

Fuentes: ANAC, Banco Central de Chile, INE y SII.



Sin embargo, las expectativas de los consumidores continúan deteriorándose.

Expectativas Consumidores (variación real anual, puntos porcentuales)



(1) Respuestas positivas por sobre negativas.

(2) Índice marzo 2001=100.

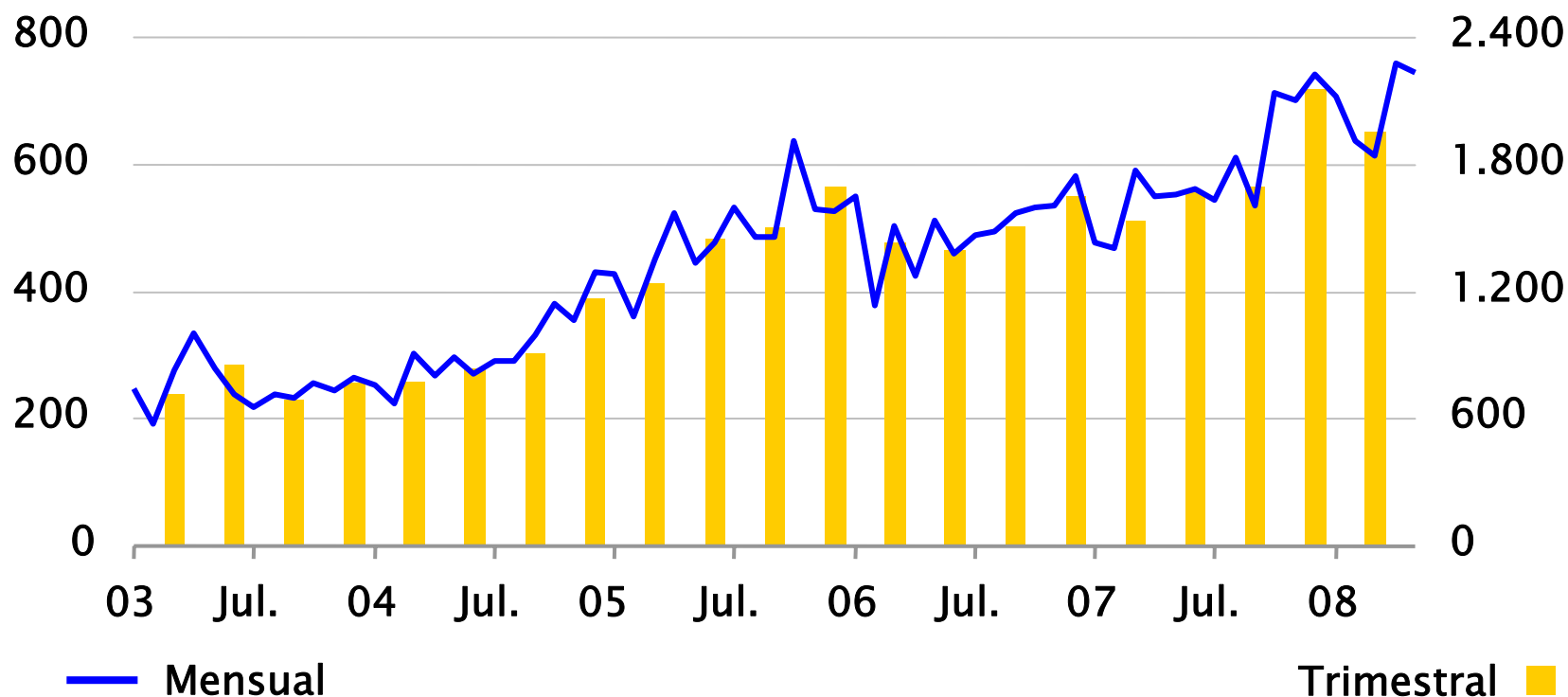
(3) Índice. Valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo).

Fuentes: Adimark y U. de Chile.



La inversión crece a tasas elevadas y se convierte en el componente más dinámico de la demanda agregada. Coherente con ello, las importaciones de bienes de capital muestran una significativa expansión.

Importaciones Nominales de Bienes de Capital (millones de dólares)

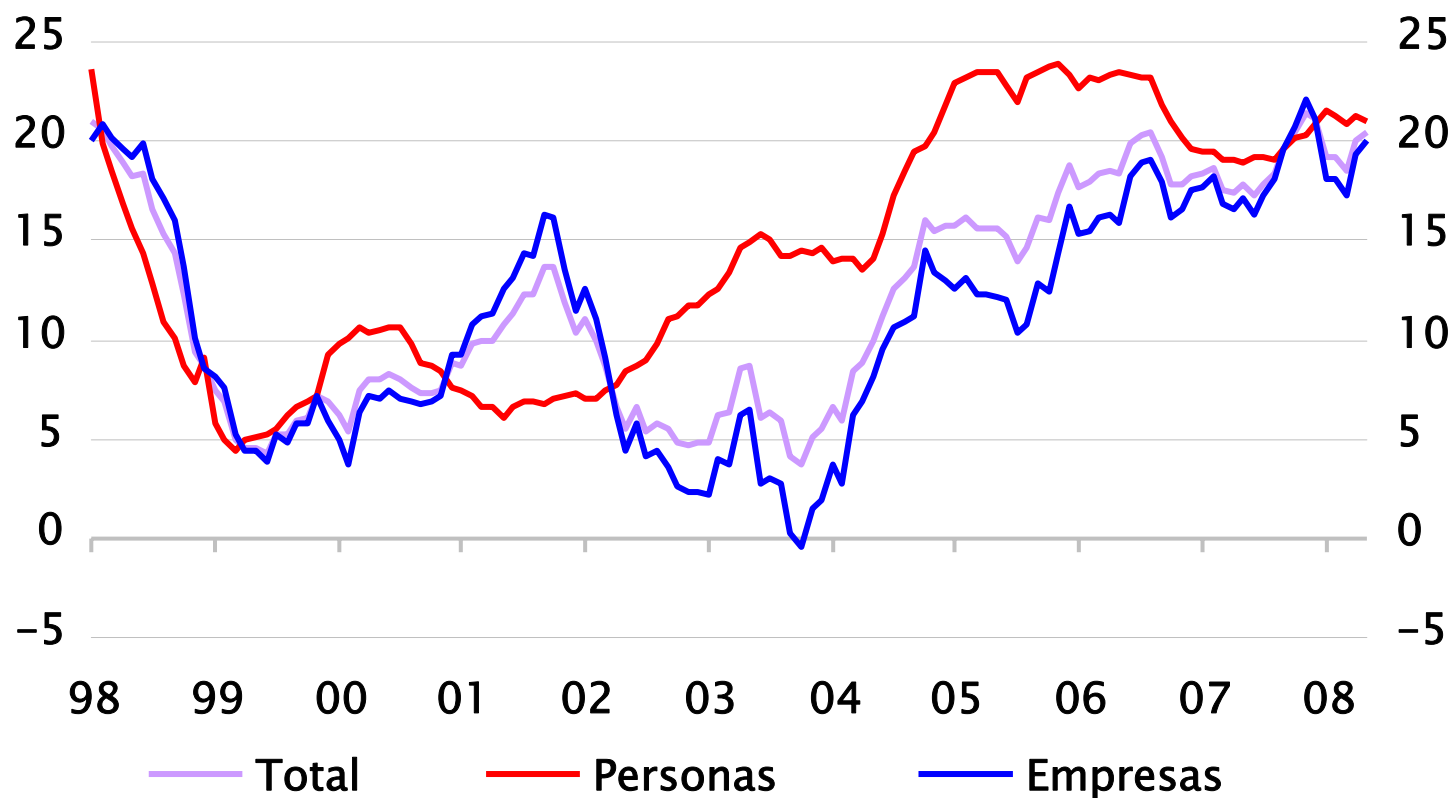


Fuente: Banco Central de Chile.



Esta evolución de la demanda agregada se da en un contexto donde el crédito, si bien entrega señales de ajuste gradual, sigue creciendo a tasas elevadas.

Evolución del Crédito (variación nominal anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.



Las tasas de interés, por el momento, registran ajustes (alzas) moderados.

Tasas de Interés de Colocación en Pesos

(base 360 días)

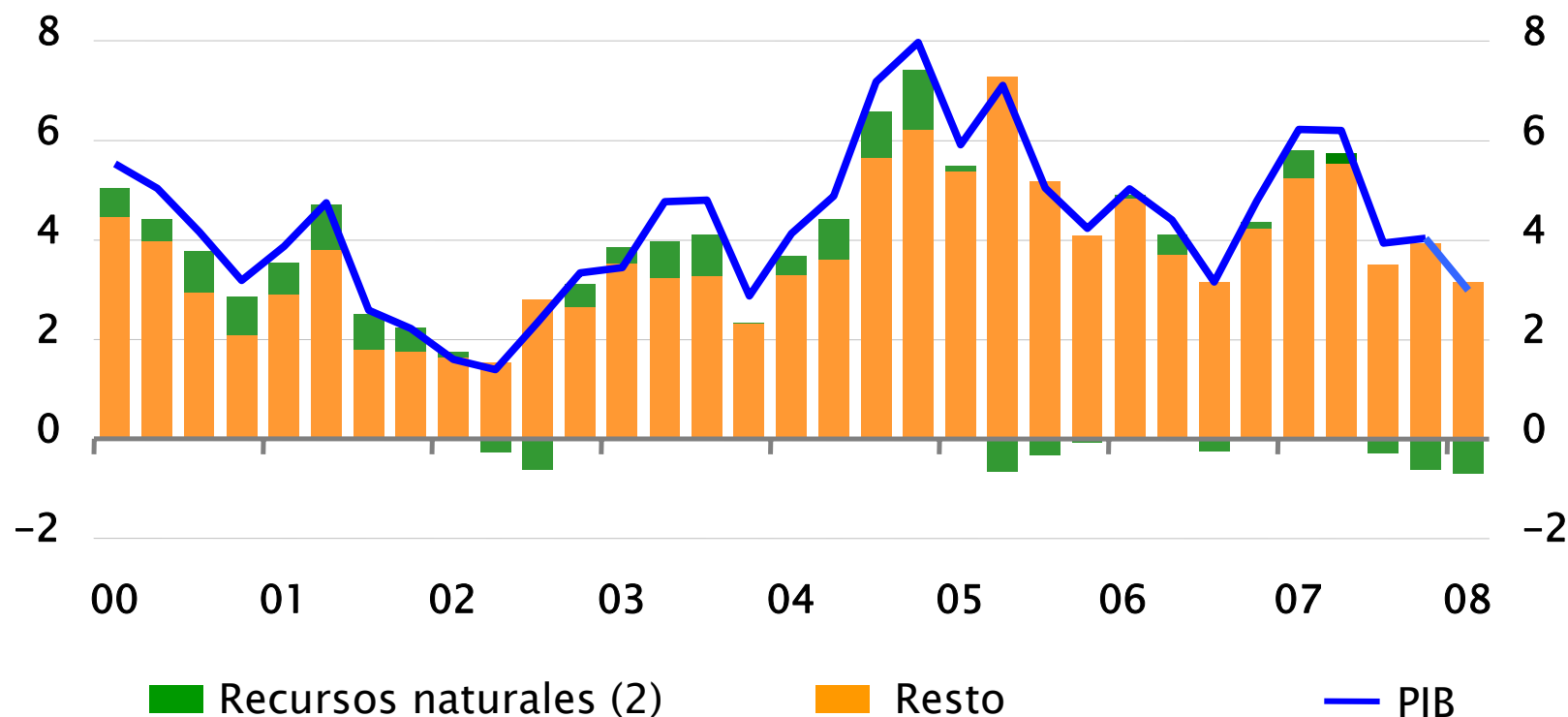
	TPM	Consumo	Tasas Letras de CH				Comerciales
		TPP (*)	TE: 4-5%	Spread BCU-5	TE: 5-6%	Spread BCU-5	TPP (*)
2003 Prom.	2,73	27,1	5,02	2,15	4,86	1,99	6,5
2004 Prom.	1,87	24,3	4,04	1,61	4,36	1,93	7,4
2005 Prom.	3,44	26,0	3,69	1,37	4,26	1,94	9,7
2006 Prom.	5,02	27,2	4,06	1,22	4,30	1,46	10,7
2007 Prom.	5,31	28,5	3,71	1,01	4,16	1,46	10,1
2007 Mar.	5,00	27,2	3,58	1,09	4,07	1,58	9,7
Abr.	5,00	27,8	3,48	1,12	4,00	1,65	9,8
May.	5,00	28,0	3,68	0,95	4,11	1,38	9,9
Jun.	5,00	28,0	3,87	0,96	4,34	1,43	9,7
Jul.	5,16	28,8	3,83	1,06	4,24	1,47	9,7
Ago.	5,43	27,8	3,79	0,93	4,41	1,55	9,8
Sep.	5,63	28,9	3,74	1,03	4,10	1,39	10,7
Oct.	5,75	29,0	3,75	0,95	4,10	1,31	10,8
Nov.	5,75	29,0	3,64	0,85	4,05	1,27	10,8
Dic.	5,89	30,0	3,70	0,81	4,14	1,25	10,6
2008 Ene.	6,17	32,3	3,72	0,84	4,06	1,18	11,1
Feb.	6,25	32,2	3,60	0,94	3,86	1,20	10,8
Mar.	6,25	30,2	3,46	1,24	3,61	1,38	11,2
Abr.	6,25	30,3	3,40	1,18	3,65	1,43	11,4
May.	6,25	31,1	3,70	0,95	4,39	1,64	11,5



El bajo crecimiento de la actividad interna ha seguido dominado por el débil desempeño de los sectores de 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.

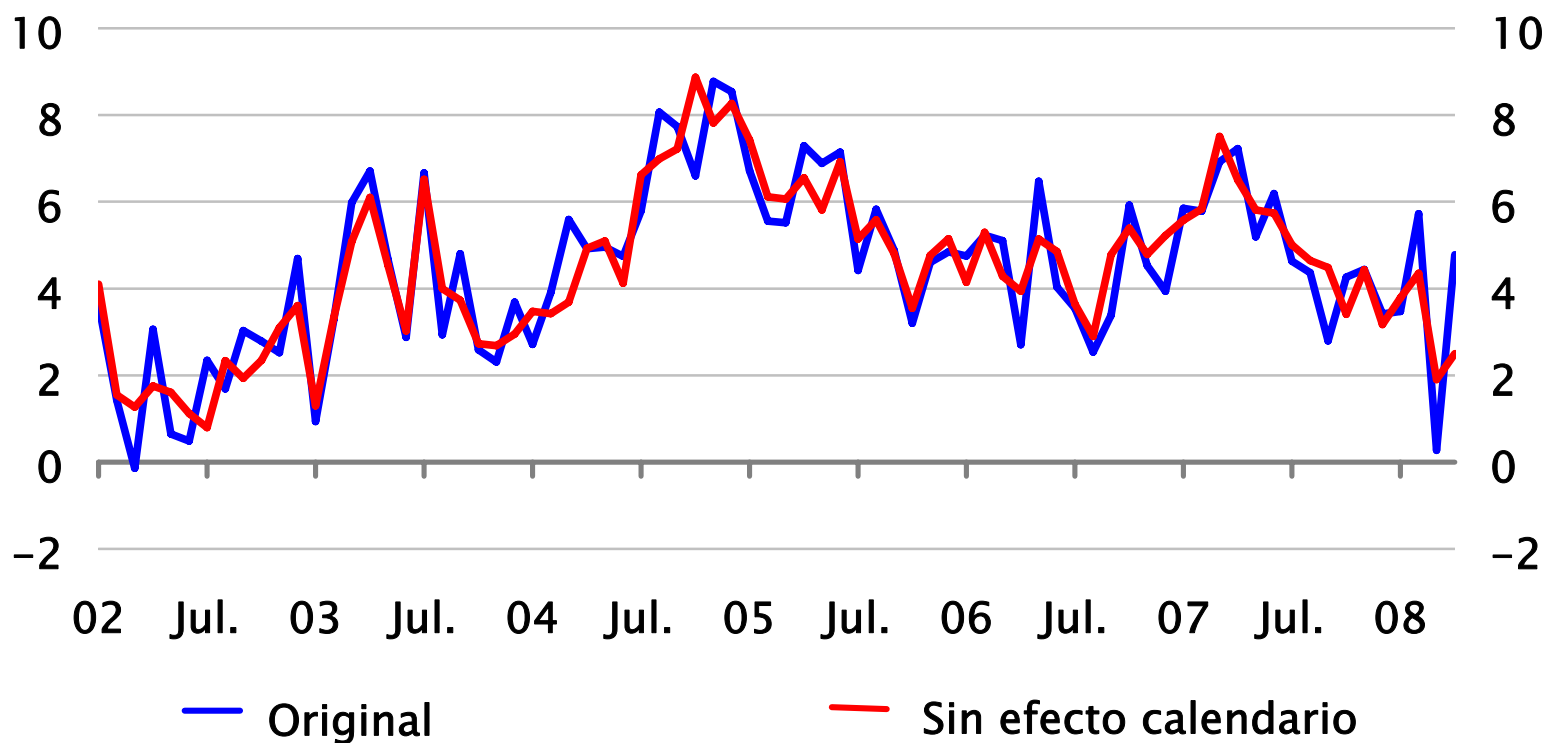
Fuente: Banco Central de Chile.



La economía sigue dando señales de debilidad en el trimestre en curso.

IMACEC

(variación real anual, porcentaje)

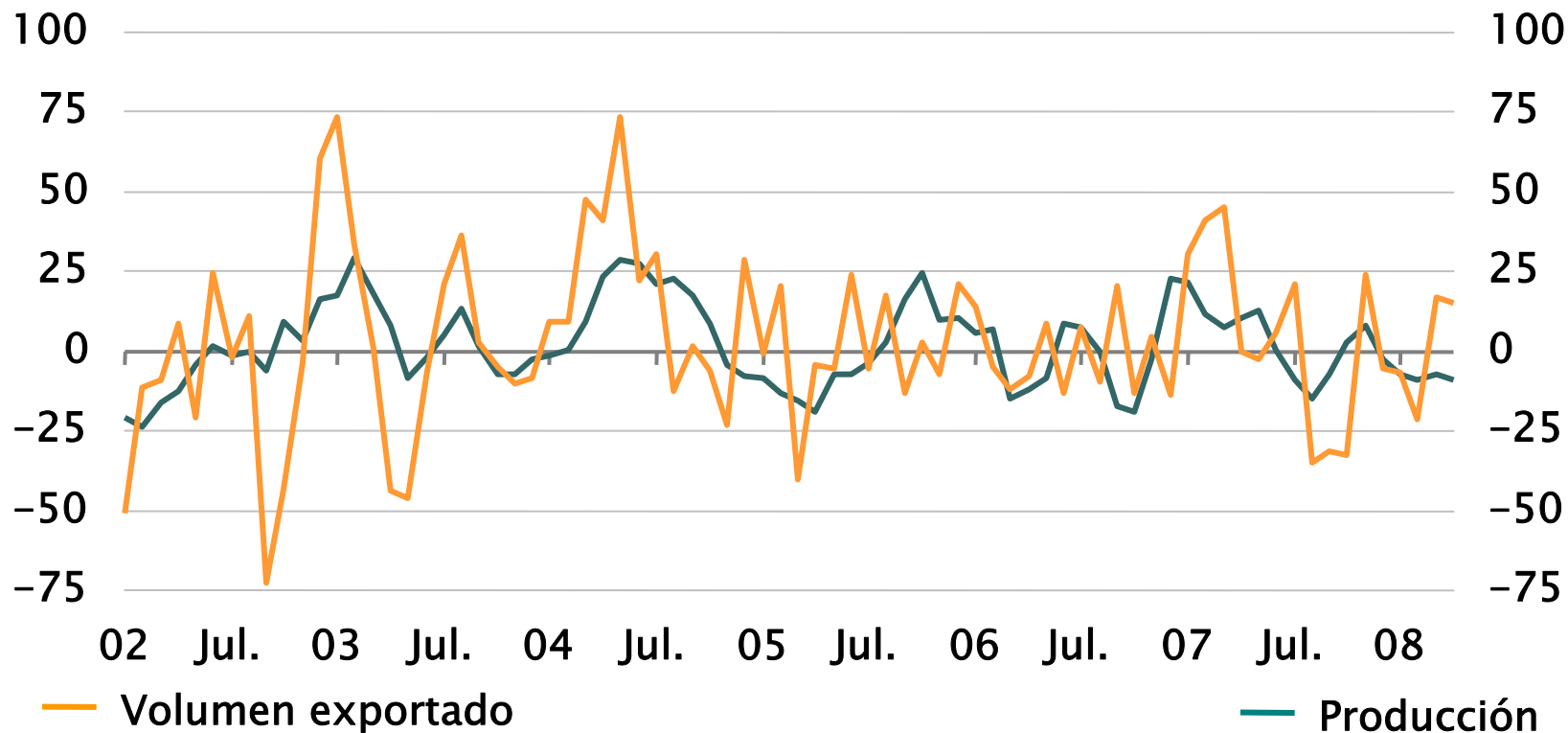




La minería ha tenido un desempeño por debajo de lo esperado, debido a problemas operacionales.

Minería: Producción y Exportaciones

(variación anualizada del trimestre móvil de la serie desestacionalizada, porcentaje)



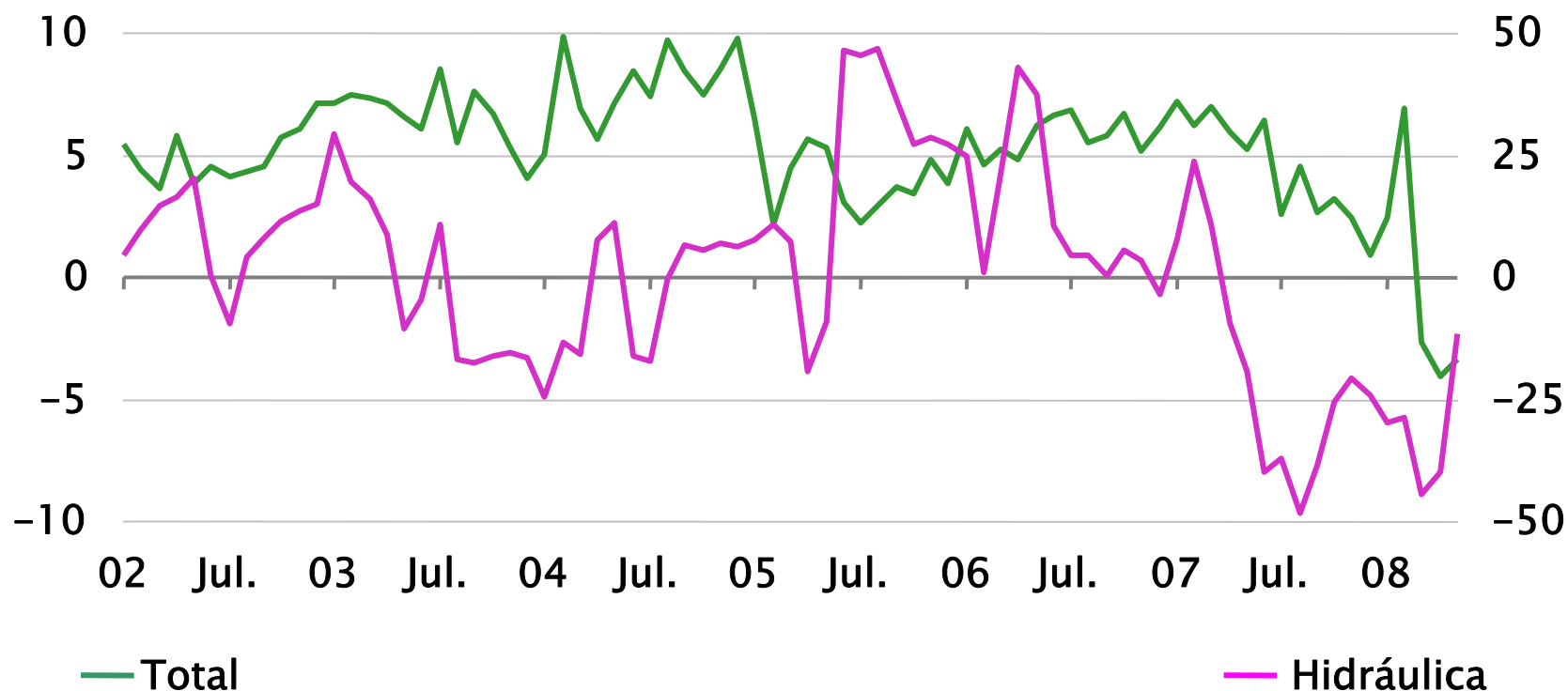
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



El sector de generación eléctrica continúa “restando” al crecimiento de la economía en su conjunto (PIB), pero las lluvias recientes sugieren mejores perspectivas.

EGA: generación de energía eléctrica

(GWh, crecimiento anual, porcentaje)

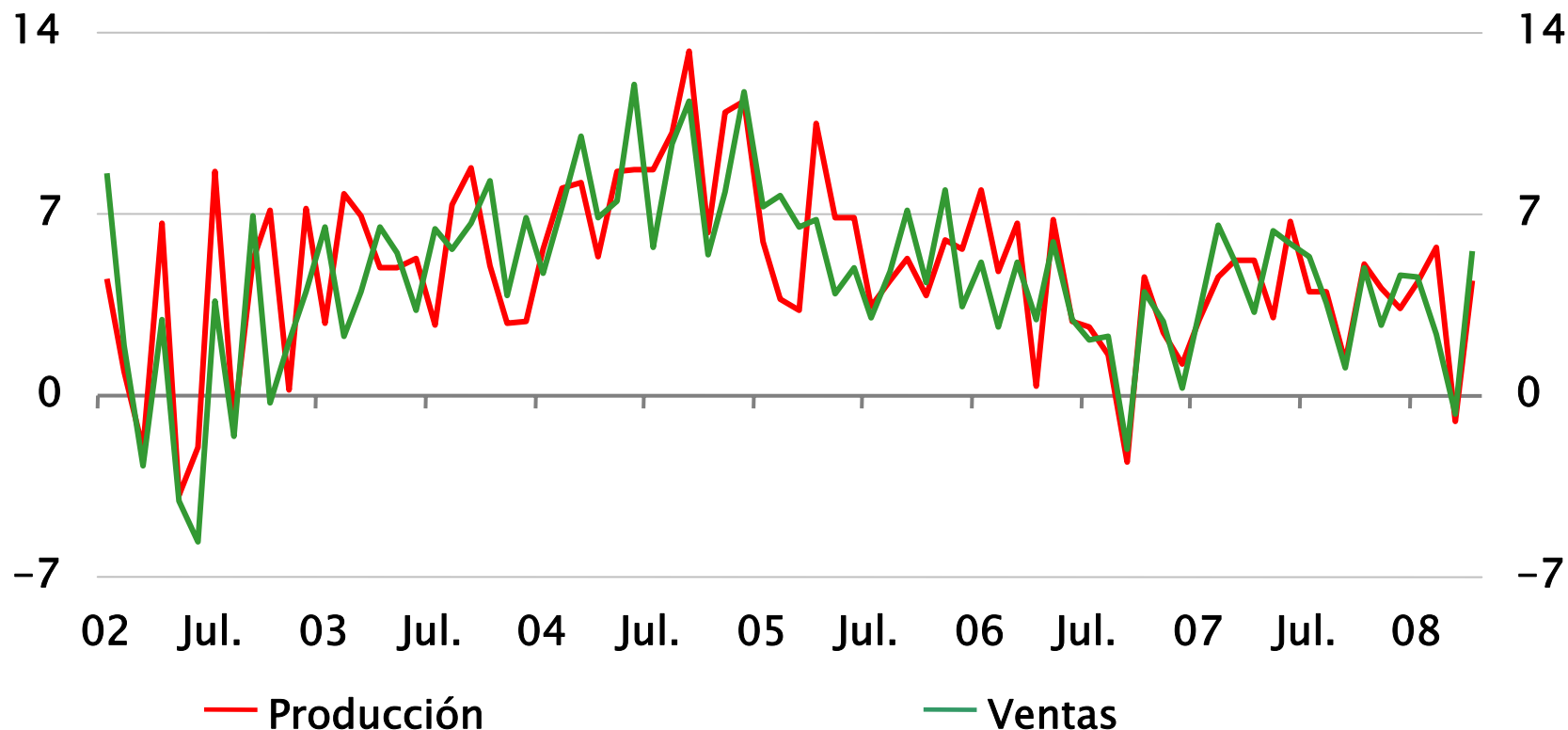


Fuente: Centro de Despacho Económico de Carga (CDEC).



La actividad industrial sigue observando un bajo desempeño.

Industria: Producción y Ventas
(variación real anual, porcentaje)



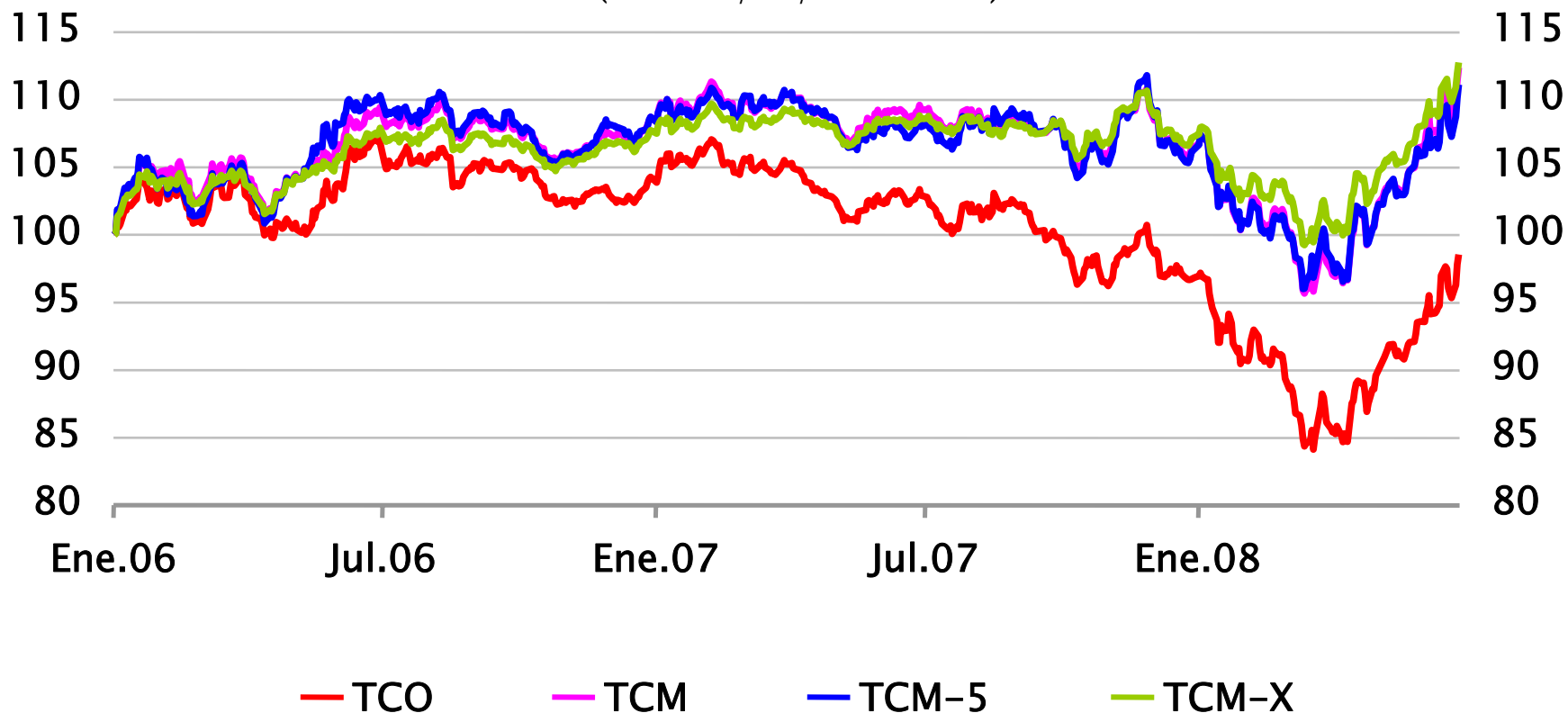
Fuente: Instituto Nacional Estadística.



El peso se ha depreciado frente al dólar desde mediados de abril.

Tipo de cambio nominal

(base 02/01/2006=100)



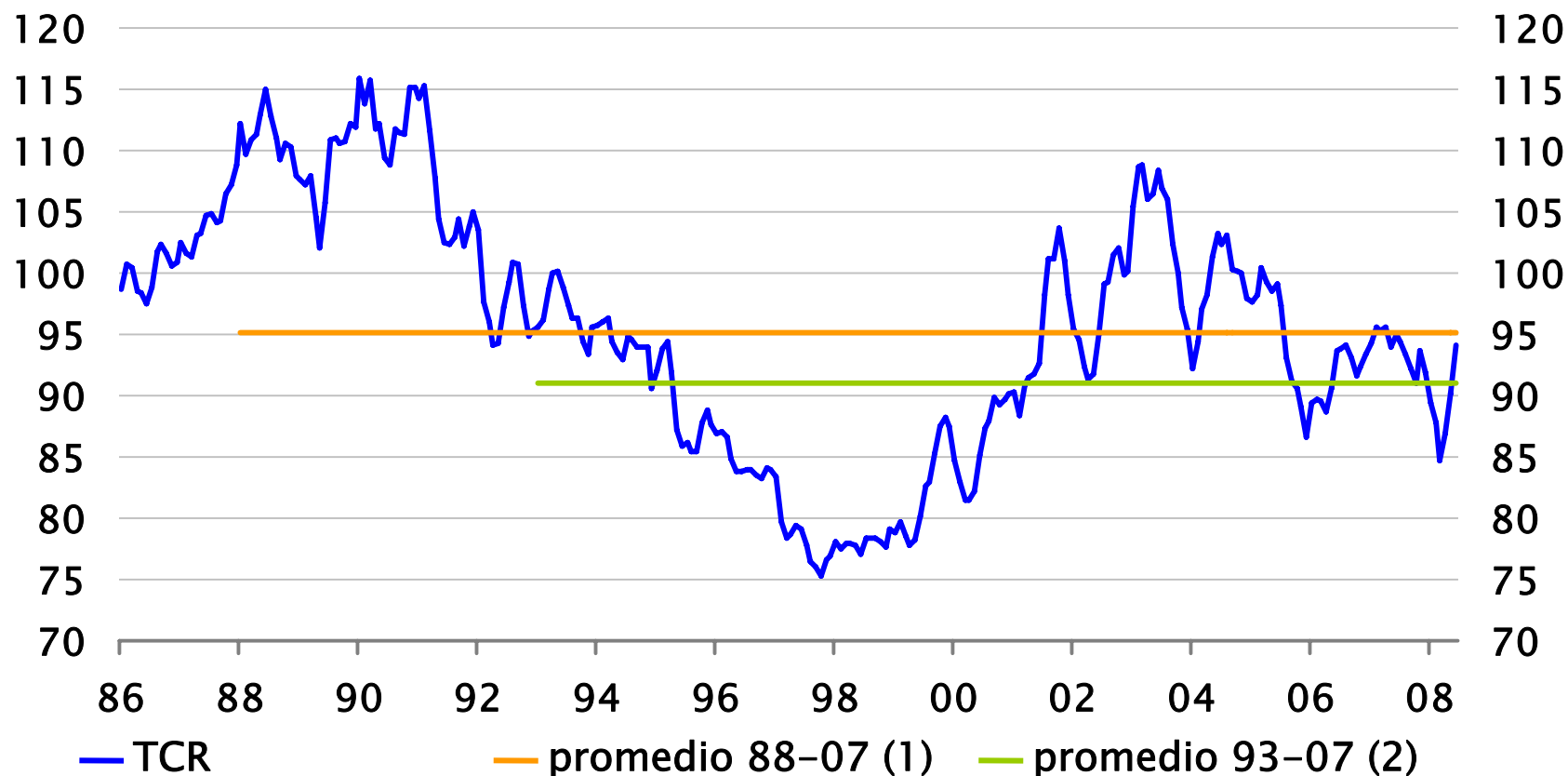
Fuente: Banco Central de Chile.



También se ha depreciado en términos reales en estos meses.

Tipo de cambio real

(índice, 1986=100)



(1) Promedio entre enero de 1988 y diciembre de 2007.

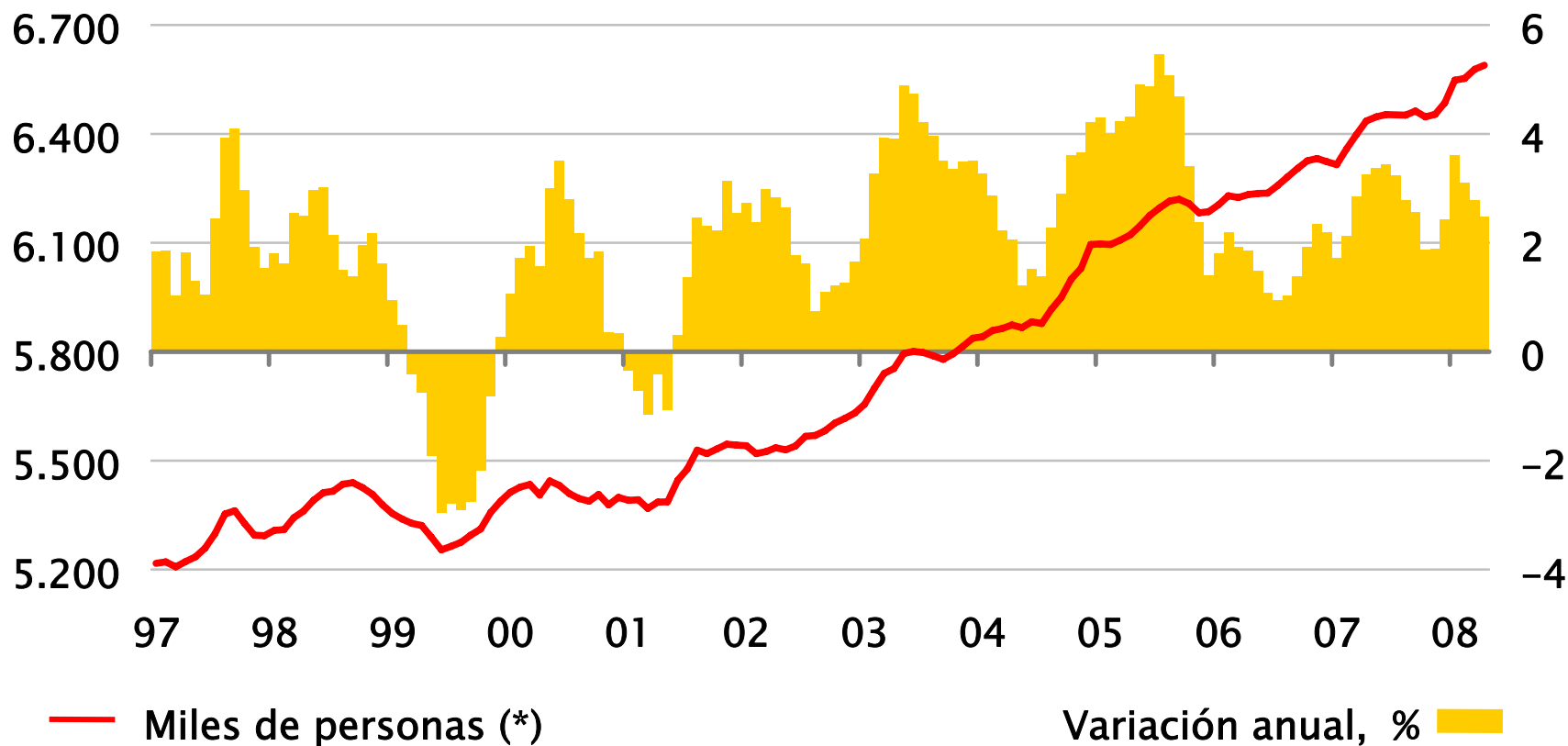
(2) Promedio entre enero de 1993 y diciembre de 2007.

Fuente: Banco Central de Chile.



Por otro lado, el empleo sigue creciendo, pero pierde dinamismo en lo más reciente.

Empleo Nacional



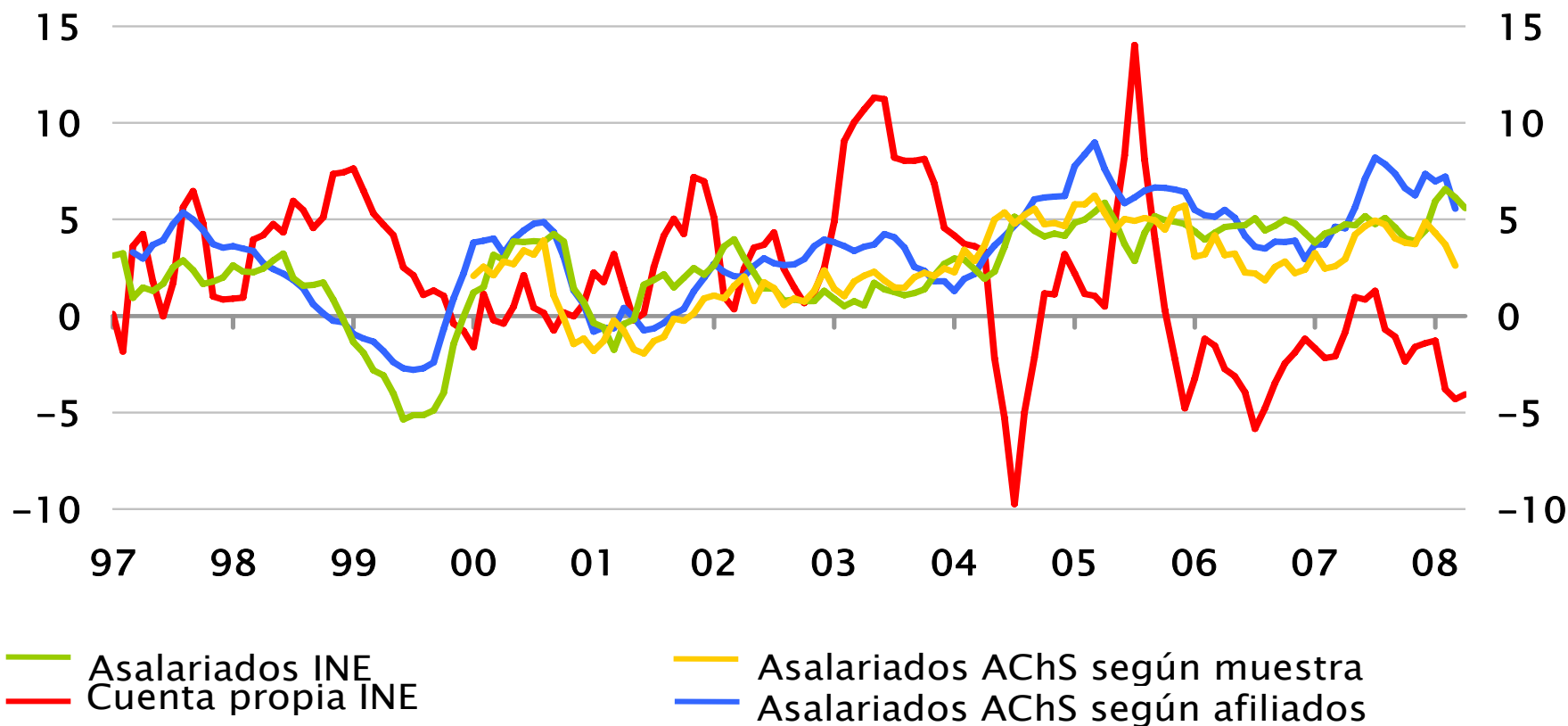
(*) Serie desestacionalizada.

Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional Estadística.



Entre sus distintos componentes, el más dinámico sigue siendo el empleo asalariado

Empleo Asalariado y por Cuenta Propia (variación anual porcentaje)

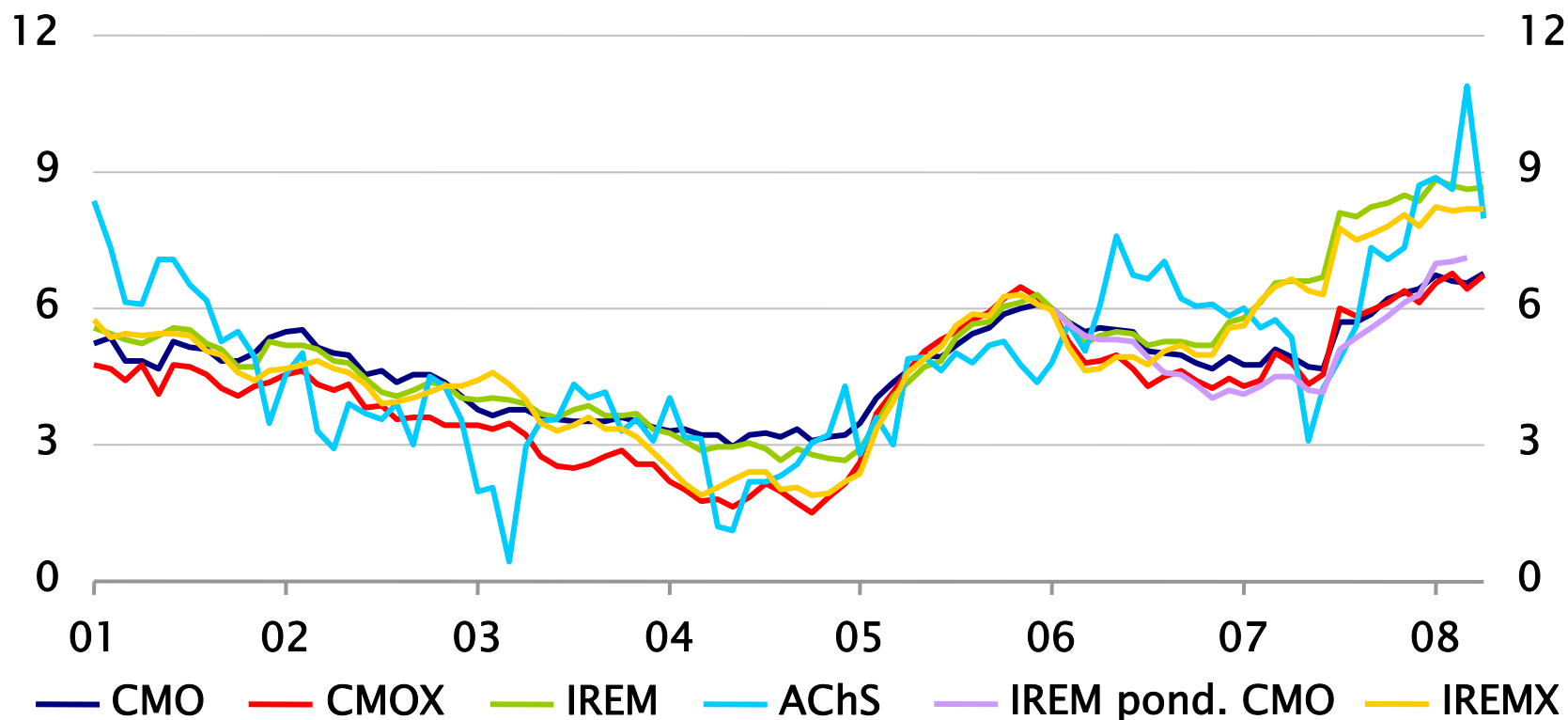


Fuentes: Asociación Chilena de Seguridad e Instituto Nacional de Estadísticas.



Los salarios nominales mantienen la tasa de crecimiento observada en los últimos meses.

Indicadores de Salarios Nominales (variación anual, porcentaje)

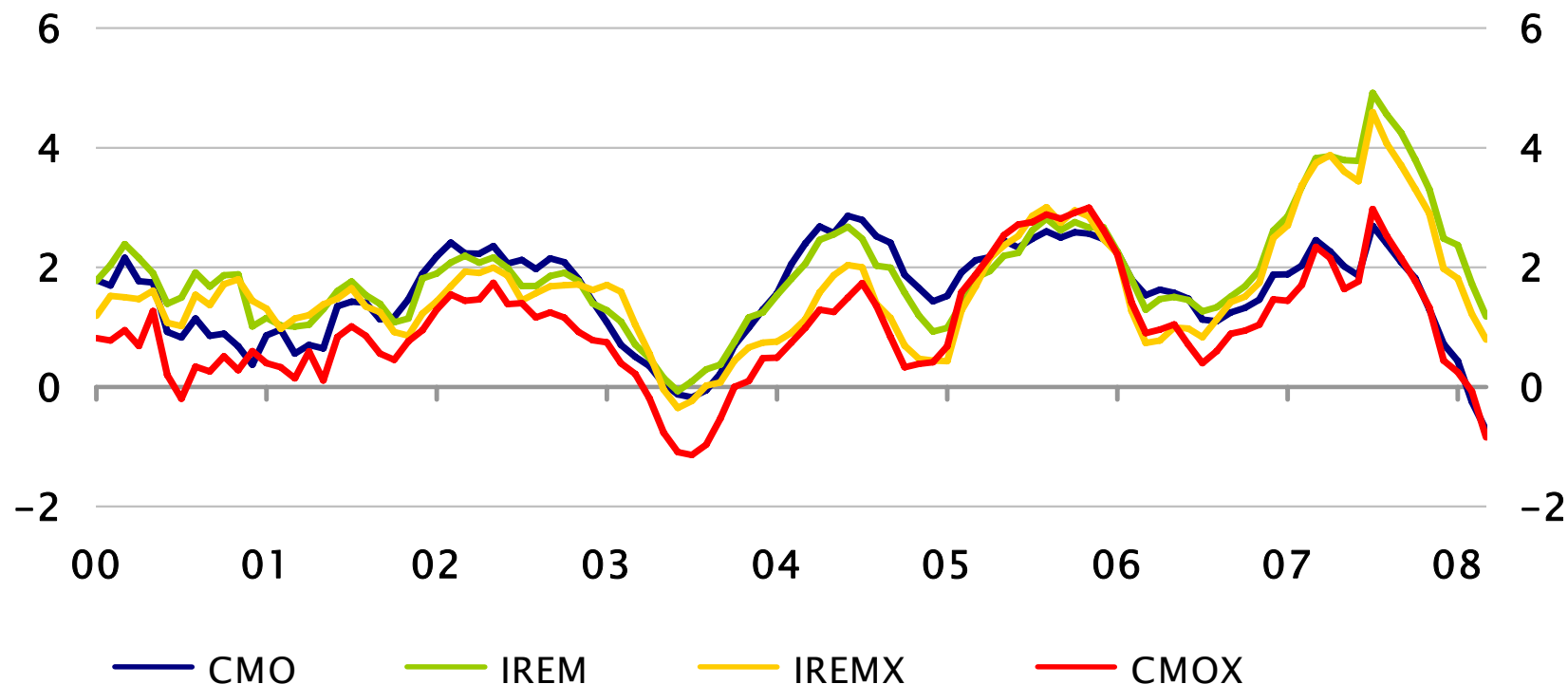


Fuentes: Asociación Chilena de Seguridad, Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



Este crecimiento de los salarios resulta coherente con patrones de indexación históricos.

Diferencial de crecimiento de salarios e indexación habitual por inflación (variación anual, porcentaje)



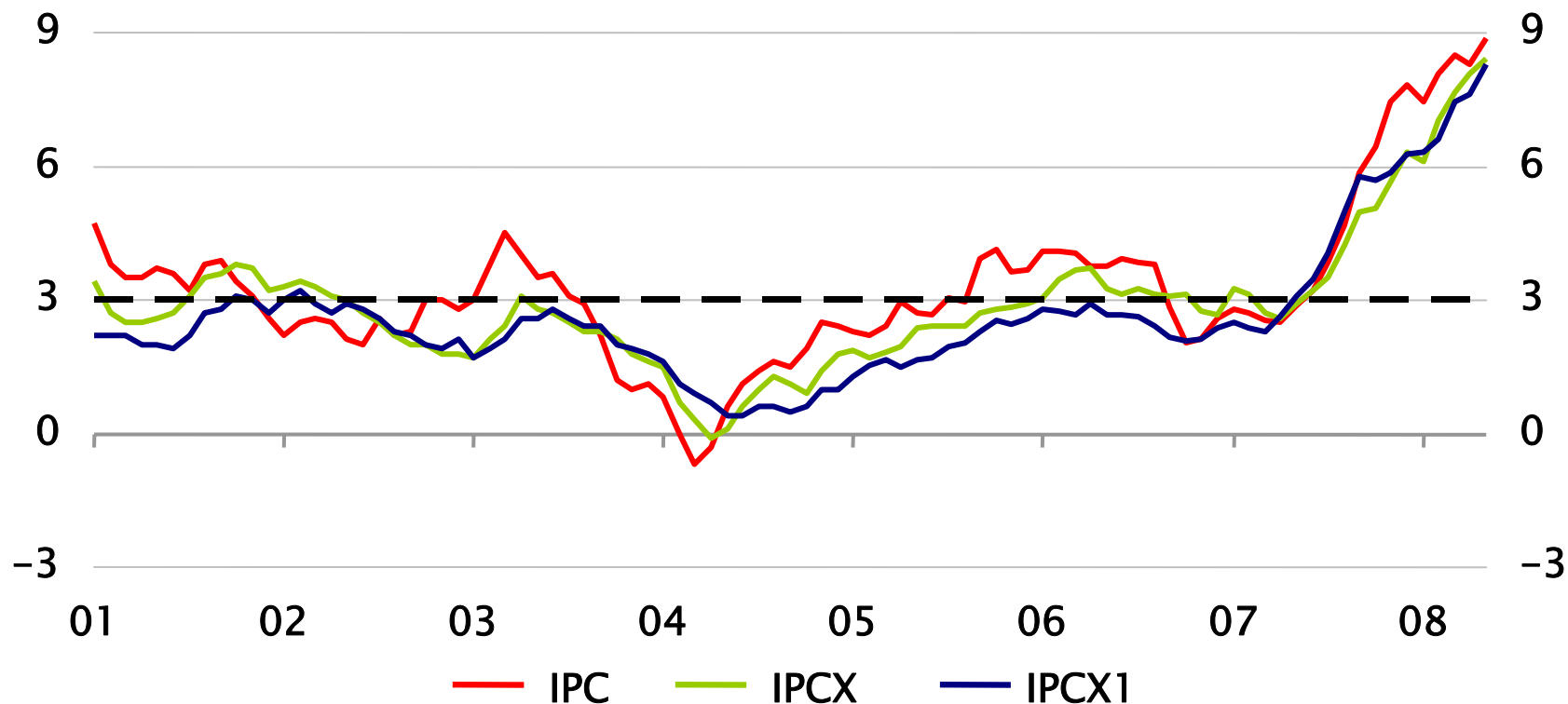
$$(w_t - w_{t-12}) - \left[\frac{0,7}{6} \sum_{i=0}^{11} (p_{t-i} - p_{t-i-6}) + \frac{0,3}{9} \sum_{i=0}^{11} (p_{t-i} - p_{t-i-9}) \right]$$

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



El IPC de mayo llevó la inflación anual hasta 8,9%.

Inflación IPC, IPCX e IPCX1
(variación anual, porcentaje)

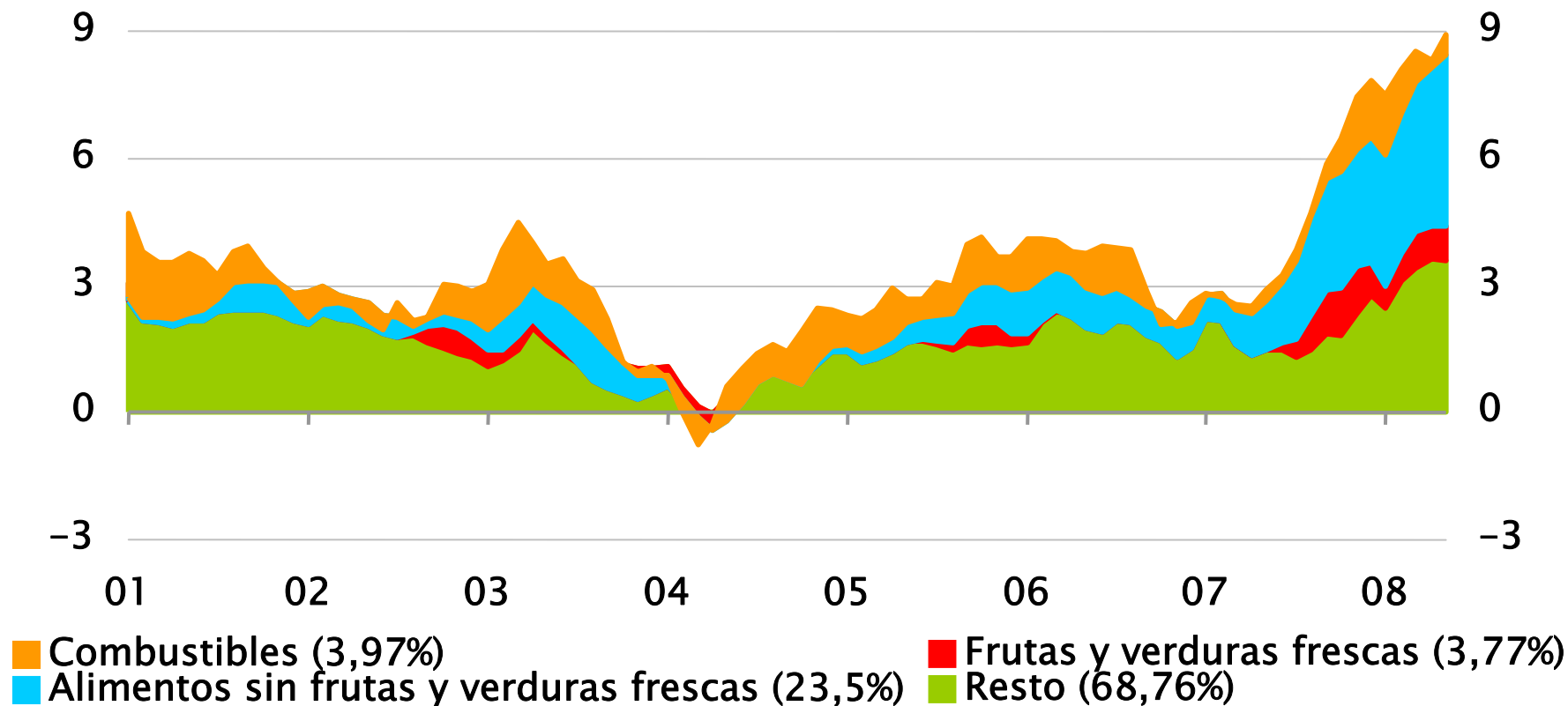


Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



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)



(*) Entre paréntesis participaciones en la canasta del IPC.

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



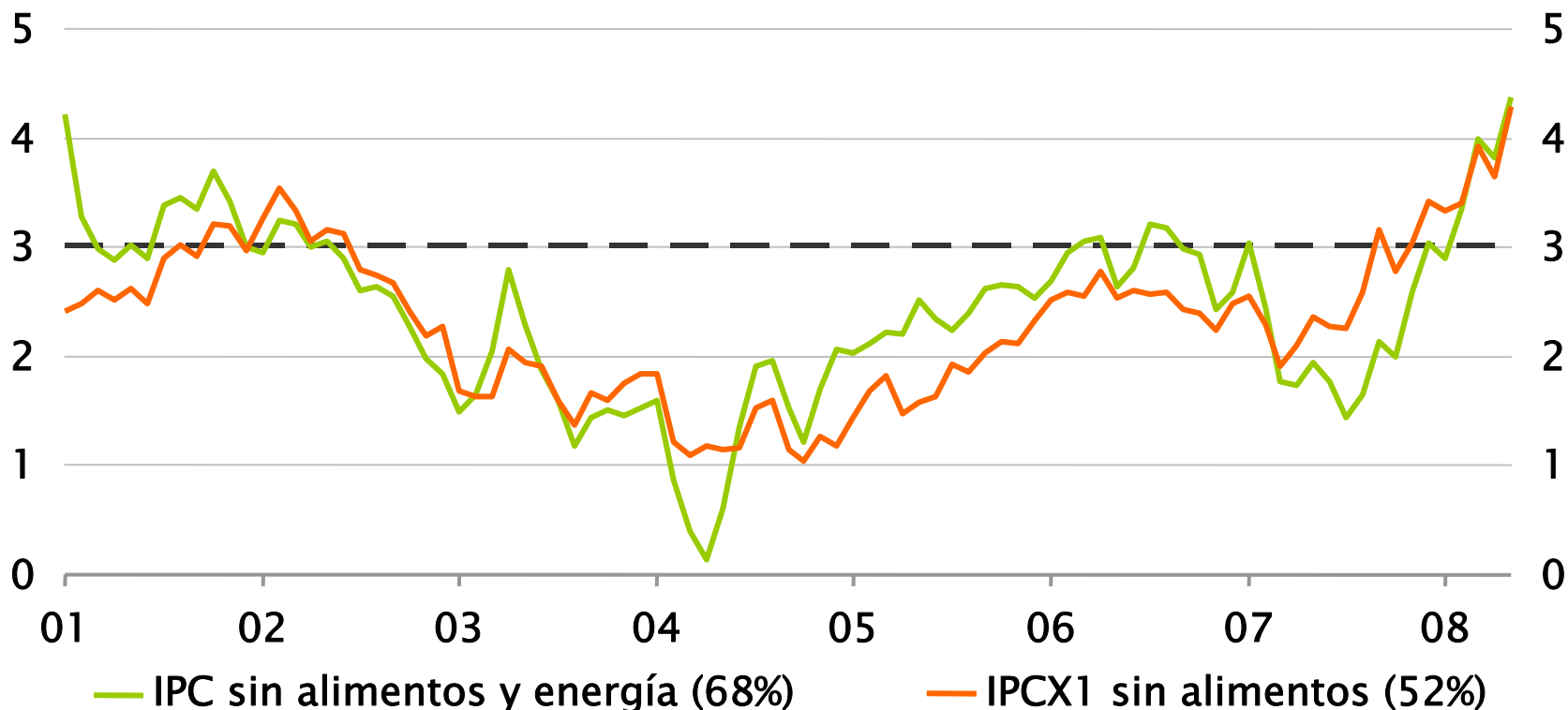
En todo caso, las alzas en los precios internos de los combustibles han sido aminoradas a través de varias acciones.

- En el último año se contó con la operación del Fondo de Estabilización del Precio de los Combustibles (FEPCo) y luego con una reducción del impuesto específico a los combustibles.
- Recientemente se ha autorizado una inyección de mil millones de dólares al FEPCo, que tendría una incidencia agregada del orden de 2 o 3 décimas porcentuales de menor IPC.



Pero las medidas de inflación que excluyen alimentos y energía también siguen aumentando.

IPC excluidos diversos componentes (*) (variación anual, porcentaje)

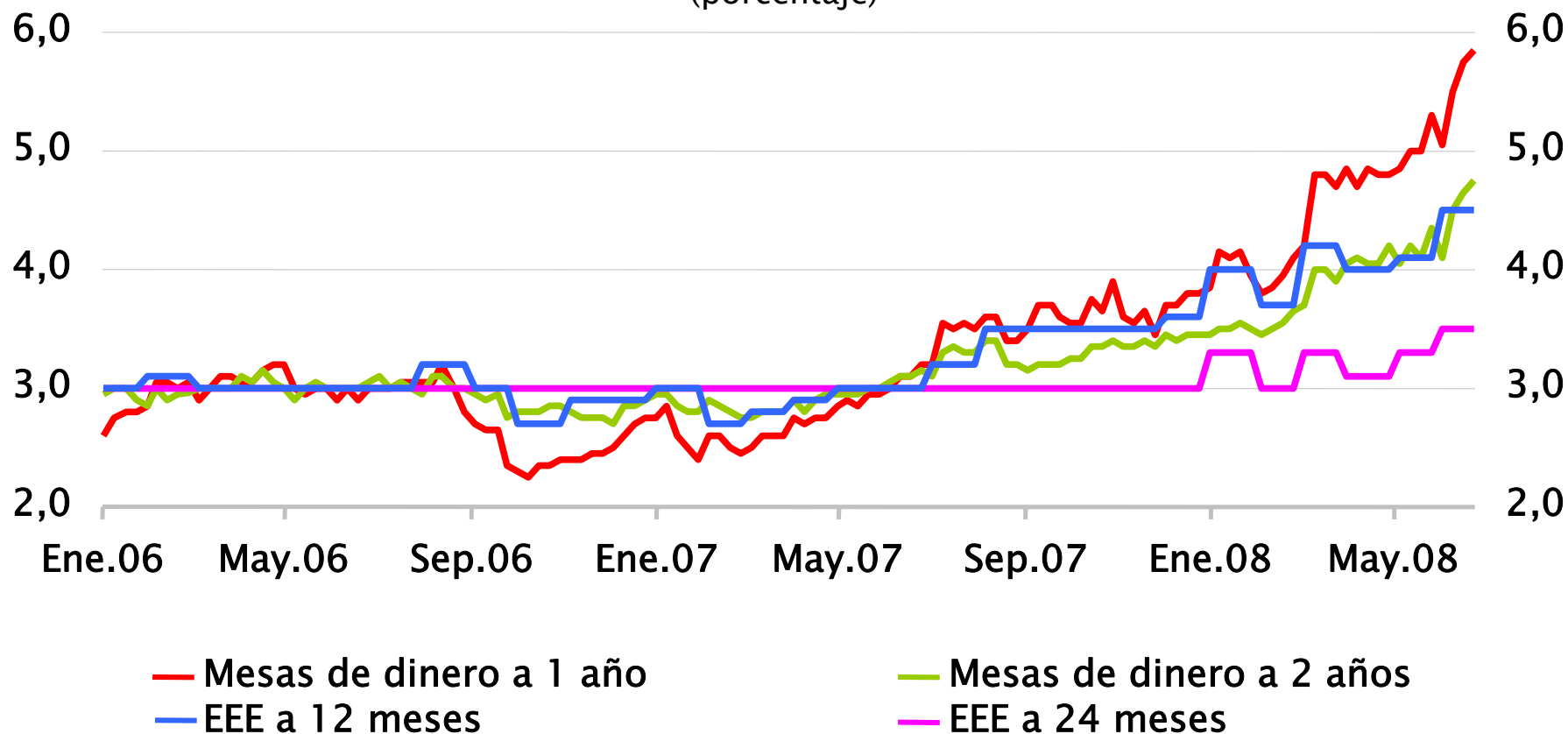


(*) Entre paréntesis las participaciones sobre la canasta del IPC.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



Las expectativas de inflación han aumentado en línea con este panorama de mayor inflación.

Expectativas de inflación: encuestas
(porcentaje)

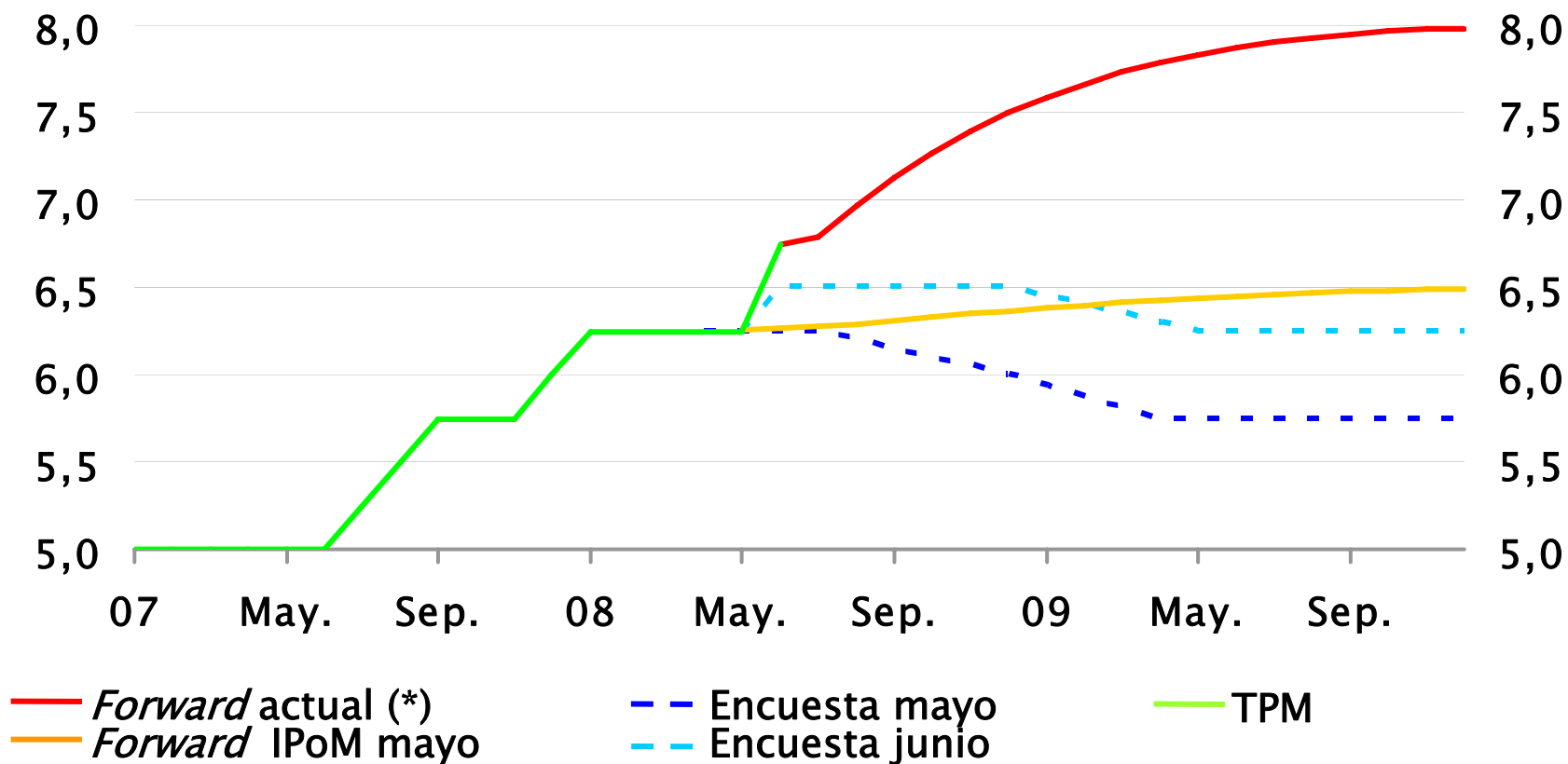




Las expectativas de mercado para la tasa de política monetaria dan cuenta de nuevos ajustes hacia adelante.

Expectativas para la TPM

(porcentajes)



Fuente: Banco Central de Chile.



III. Reflexiones Finales



Reflexiones finales

- El panorama inflacionario se ha tornado más adverso que lo anticipado en meses anteriores.
- Este nuevo escenario, aunque sorpresivo, estaba contemplado en nuestros análisis de riesgo.
- Frente a ello, el Banco Central ha reaccionado haciendo uso de sus instrumentos de política.



Reflexiones finales

- En efecto, en su reunión de junio pasado, decidió subir la tasa de interés en 50 puntos base, ubicándola en 6,75%.
- Junto con ello, ha reafirmado su compromiso de conducir la política monetaria de manera de reducir la elevada inflación actual y hacerla converger al 3% en el horizonte de política.
- Estas acciones contribuyen a mantener las expectativas de inflación alineadas con la meta y reducen los riesgos de propagación y persistencia de la inflación observada.



Reflexiones finales

- En esa perspectiva, nuevas alzas en la tasa de interés, como lo sugieren las expectativas de mercado, no pueden ser descartadas.
- En todo caso, de particular importancia para los cambios futuros en la tasa de política serán las implicancias para la inflación del desarrollo del complejo escenario internacional, el grado de propagación de los *shocks* inflacionarios de meses pasados a otros precios y salarios y el surgimiento de presiones inflacionarias adicionales.



Reflexiones finales

- En las últimas dos décadas, el país experimentó avances notables en materia de estabilidad de precios y, de cierta manera, nos “olvidamos” de la inflación y sus consecuencias.
- Pero nuestra experiencia pasada nos enseña que la inflación, cuando alcanza niveles altos, trae consigo efectos económicos adversos y costos significativos.
- Los costos recaen principalmente en quienes tienen menor capacidad para protegerse contra la inflación. Son normalmente los que viven de un salario o una pensión y los que tienen que servir obligaciones financieras sujetas a cláusulas de reajuste.



Reflexiones finales

- Esto refuerza nuestro compromiso de desplegar todas las acciones necesarias para que la inflación converja a la meta en el horizonte de política.
- Estas acciones pueden tener algunos costos (acotados) en el corto plazo, pero éstos son muchísimo menores que los que habría que asumir en el mediano y largo plazo si la inflación no se controla a tiempo.
- Sabemos que una inflación baja y estable es condición necesaria para crecer y desarrollarse sostenidamente en el tiempo.
- Por ello, una política orientada a conseguir y mantener la estabilidad de precios es la mejor contribución que el Banco Central puede hacer para el progreso del país y el bienestar de la población.



PANORAMA ECONOMICO

Enrique Marshall
Consejero