



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Mayo 2008

Enrique Marshall Rivera
Consejero

Talca



Escenario base

- El contexto de este IPoM es particularmente complejo. Varios de los riesgos presentes en el IPoM de enero se han vuelto realidad.
- Estamos en presencia de una severa crisis financiera en el mundo desarrollado. Las economías avanzadas han visto resentido su crecimiento, en particular Estados Unidos, mientras los precios de las materias primas han alcanzado niveles muy elevados. De hecho, la economía mundial enfrenta un *shock* inflacionario de una magnitud solo comparable al ocurrido en los setenta.
- En lo interno, el tipo de cambio está en niveles inferiores a los que se observaban en enero, aunque ha subido en el último mes. Por su parte, la actividad económica acentuó la debilidad que mostró en la segunda parte del 2007.



Escenario internacional

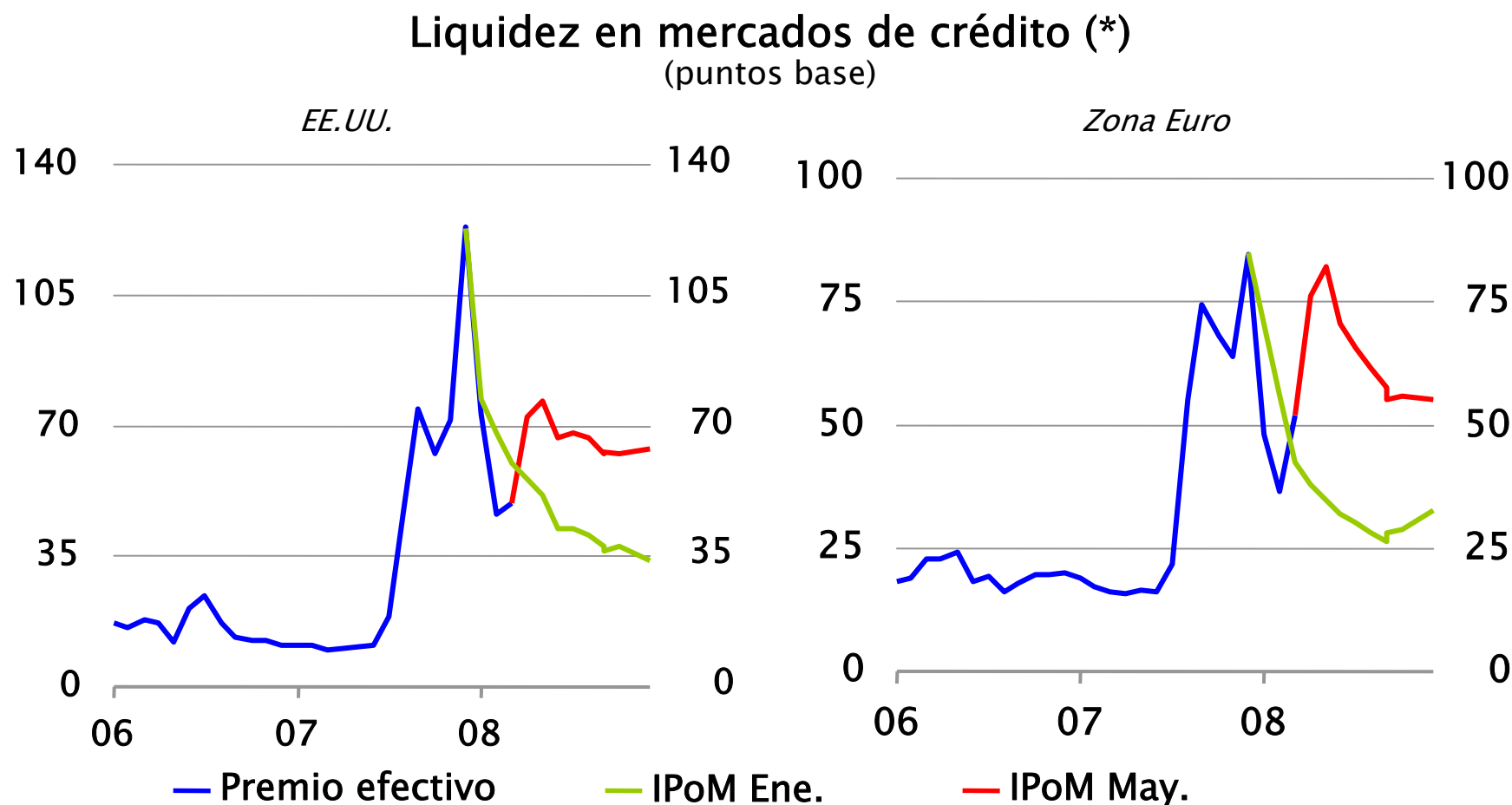


Escenario internacional

- El panorama de actividad mundial ha mostrado un deterioro significativo desde enero, tanto por la reducción de las proyecciones de crecimiento mundial como por los mayores riesgos prevalecientes.
- Se considera que EE.UU. se recuperará lentamente de la desaceleración que sufrirá este año, lo que afectará el crecimiento del resto del mundo en una magnitud incierta.
- Las economías emergentes han mantenido un crecimiento dinámico, aunque se verán afectadas por una menor demanda externa.
- El escenario base tiene asociada una enorme incertidumbre con un sesgo hacia cifras de crecimiento mundial aún más débiles, y no se descarta una posible recesión mundial.



Los problemas de liquidez han persistido, pese a las acciones de los bancos centrales.



(*) Corresponde a la diferencia entre la tasa Libo a 3 meses plazo y la Fed Fund promedio de tres meses. Proyecciones en base a contratos futuros. Para diciembre 2007 se considera la tasa Libo de las últimas dos semanas, es decir, desde la intervención coordinada de los principales bancos centrales mundiales.

Fuente: Bloomberg.



Las perspectivas de crecimiento se han debilitado prácticamente en todas las zonas económicas.

Crecimiento mundial (porcentaje)

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

(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.



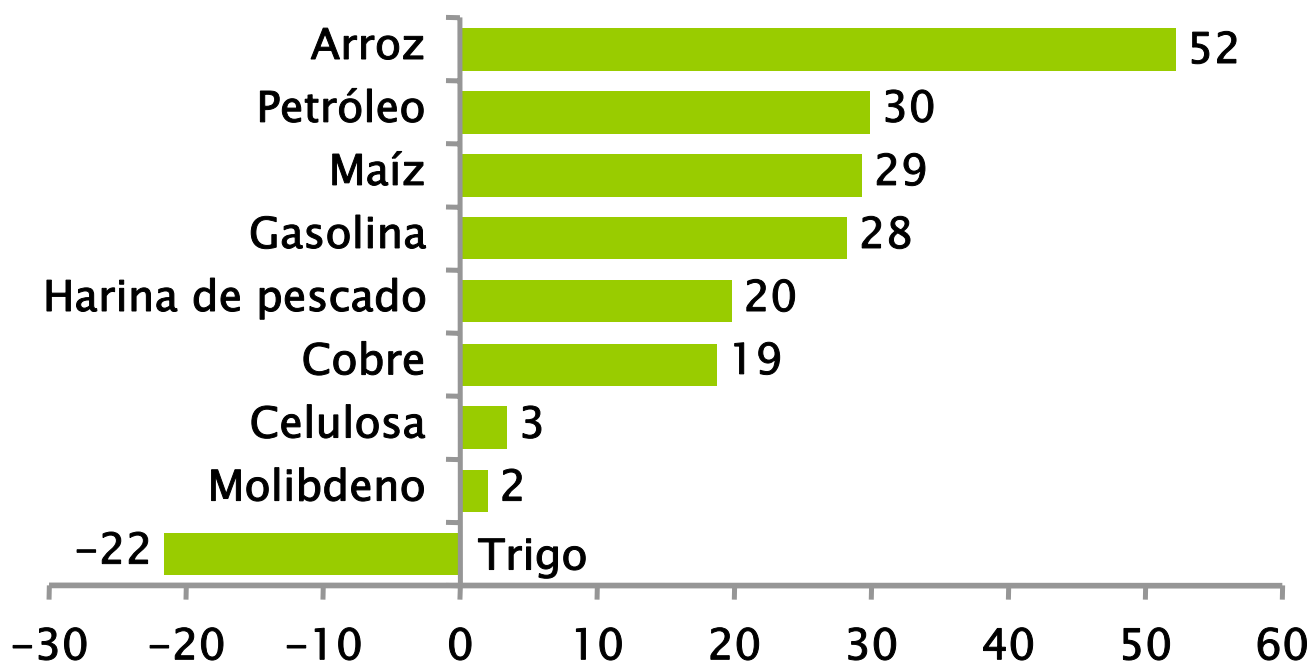
Puntos Destacados

- En este contexto de mayor debilidad para el crecimiento mundial, los precios de las materias primas y los alimentos han vuelto a aumentar, incrementado la preocupación a nivel global por sus consecuencias en la inflación.



Destacan alzas en varias categorías de precios de materias primas y alimentos.

Variaciones en precios de productos básicos desde el último IPoM (*)
(porcentaje)

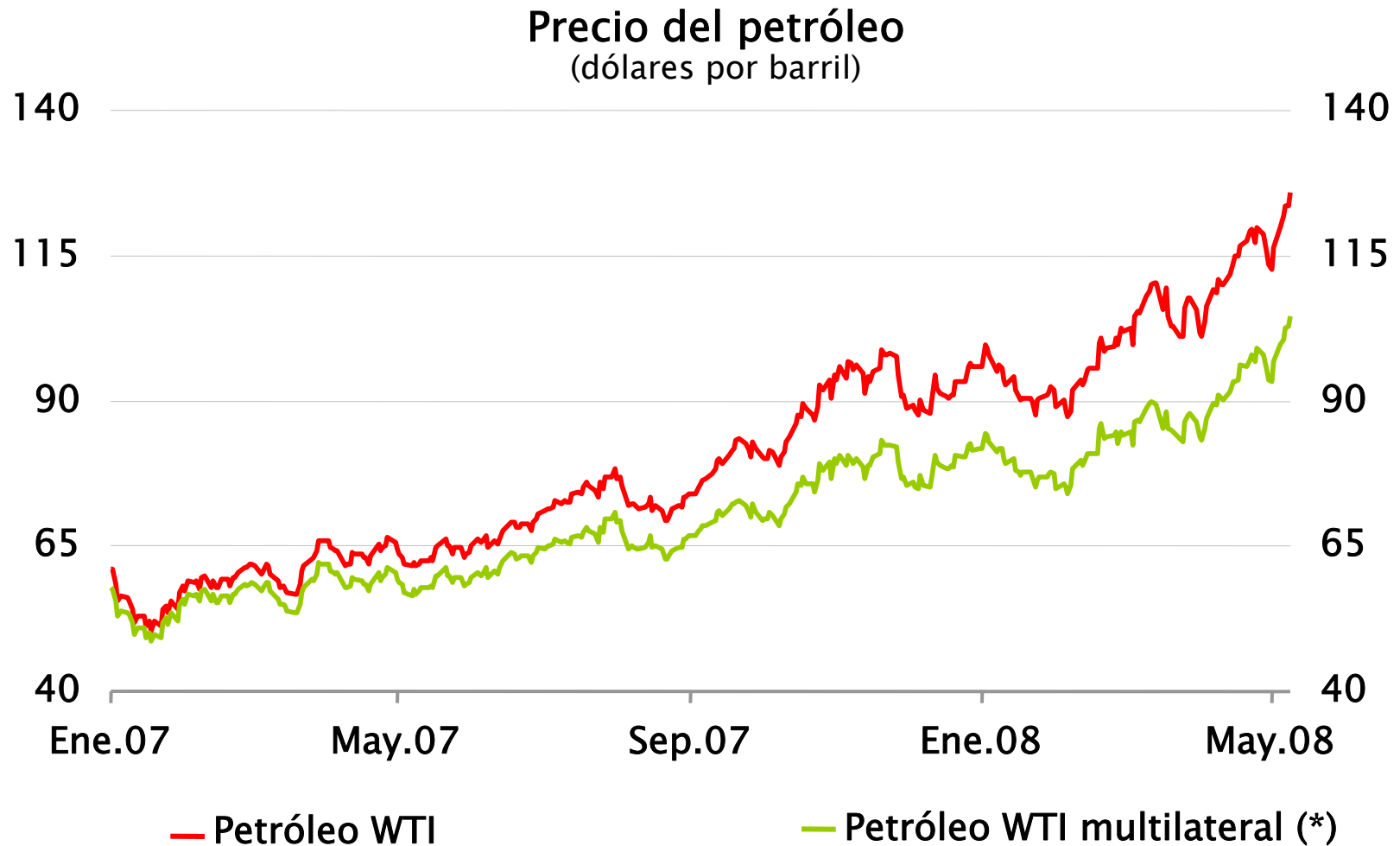


(*) Promedio de los tres últimos días hábiles al 15 de mayo de 2008 respecto de los tres últimos días hábiles al 8 de enero de 2008.

Fuentes: Bloomberg y Commodity Research Bureau.



El precio del petróleo se ha duplicado en el lapso de un año.



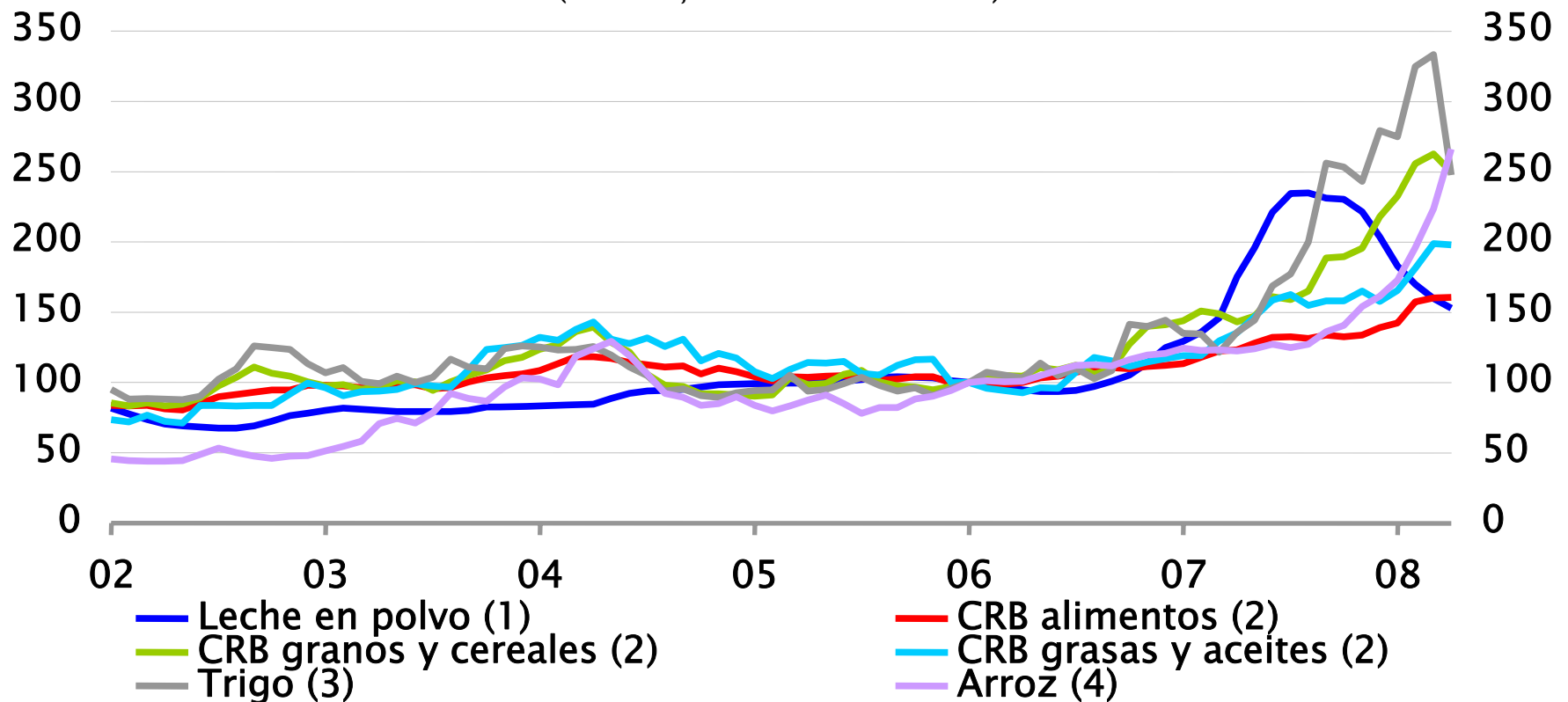
(*) Precio deflactado por índice de dólar multilateral, base 2 de enero de 2006=1.

Fuentes: Bloomberg y Reserva Federal de EE.UU.



Los precios de los alimentos han vuelto a aumentar, apreciándose su efecto en los precios internos de varios países.

Precio en dólares de los alimentos
(índices, enero 2006 = 100)

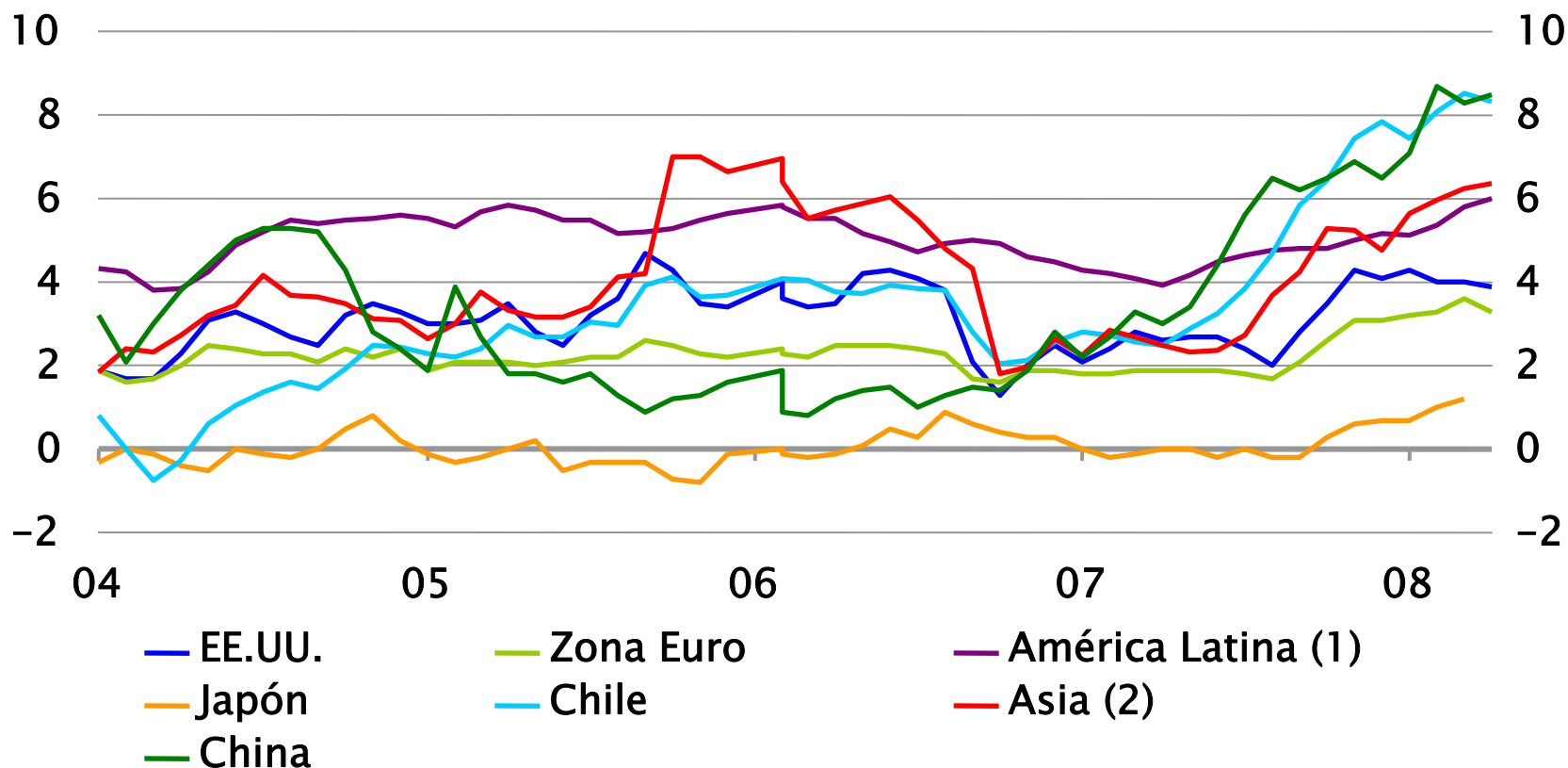


- (1) Calculado utilizando los precios de Oceanía, Europa y EE.UU. Ponderado por sus exportaciones.
(2) Índices calculados por el Commodity Research Bureau (CRB).
(3) Corresponde al Soft Red Winter N°2, Chicago.
(4) Corresponde al precio futuro a un mes en Chicago.



A nivel mundial, las alzas de los precios de los alimentos han aumentado la inflación efectiva y la preocupación por ella.

Inflación total por regiones
(variación anual, porcentaje)



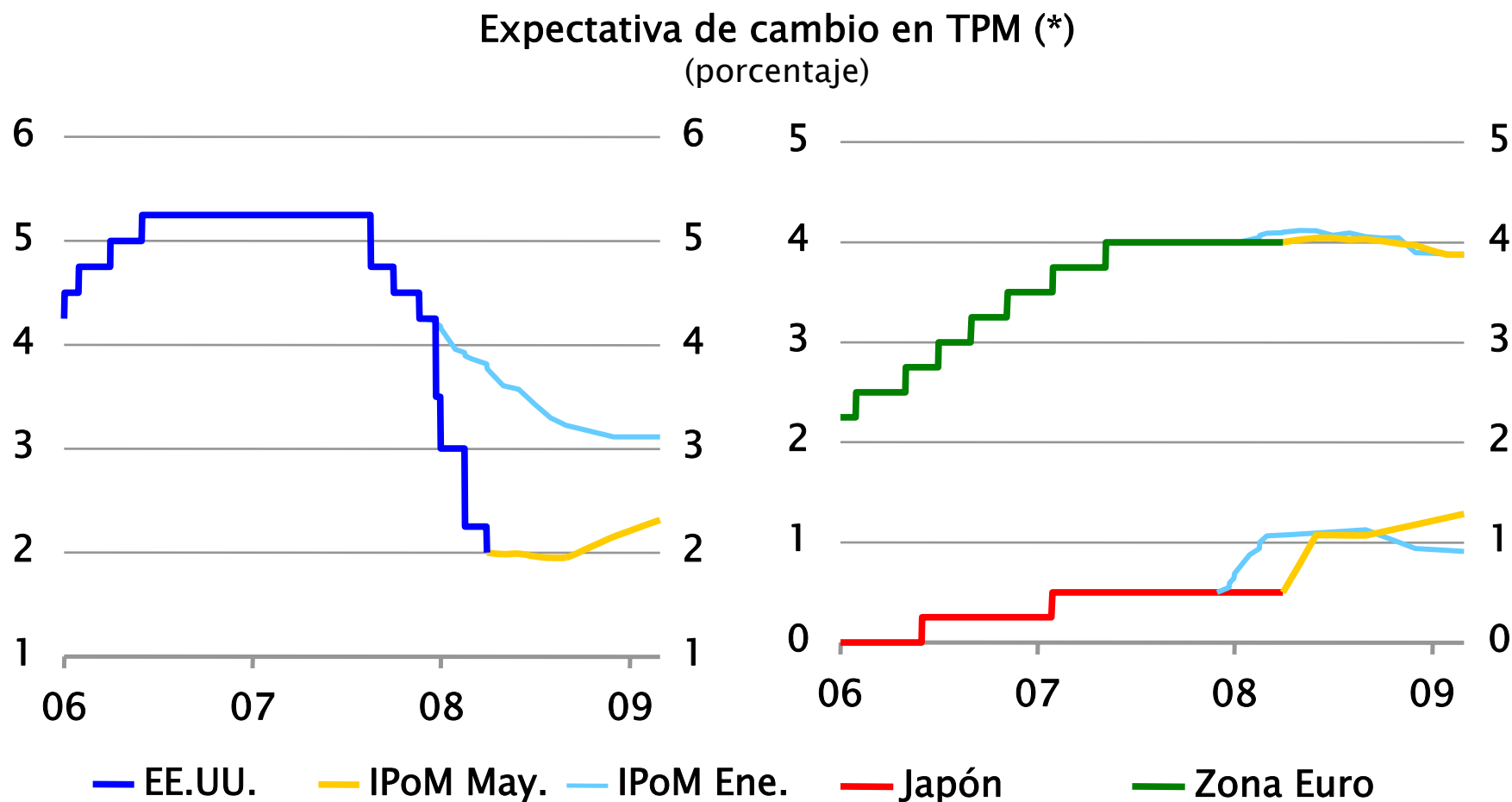
(1) Promedio geométrico entre Argentina, Brasil, México y Perú.

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

Fuentes: Bancos centrales de cada país y Bloomberg.



Lo anterior ha llevado a corregir en parte las expectativas de TPM para EE.UU. y Europa, descartándose la opción de recortes.



(*) Elaborado por el Banco Central de Chile en base a contratos futuros de tasas de interés.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.



En el escenario más probable el alto nivel de los precios de las materias primas será relativamente persistente.

Supuestos del escenario base internacional
(promedio anual)

	2006	2007		2008 (f)		2009 (f)	
		IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM
		Ene.08	May.08	Ene.08	May.08	Ene.08	May.08
Petróleo WTI (US\$/barril)	66	72	72	93	110	88	109
Cobre BML (US\$cent/libra)	305	323	323	295	350	250	300
Precio Paridad gasolina (US\$/m ³)	526	597	597	700	775	670	779
Libor US\$ (nominal, 90 días)	5,2	5,3	5,3	4,2	2,9	3,9	2,4
Términos de intercambio (*)	23,7	2,9	0,8	-11,0	-7,2	-7,0	-8,9
Precios externos (en US\$) (*)	5,3	7,9	8,5	7,1	12,5	2,1	2,2

(e) Estimación. (f) Proyección. (*) Porcentaje de variación anual.
Fuente: Banco Central de Chile.



Intervención cambiaria

- De esta forma se ha configurado un escenario externo en que los riesgos asociados son altos, y la mayor parte de ellos exhibe un sesgo negativo en cuanto a sus repercusiones sobre el crecimiento interno.
- Frente al riesgo de que alguno de estos escenarios extremos se concrete, el Consejo anunció en abril un programa de intervención en el mercado cambiario para fortalecer la posición de liquidez internacional de la economía chilena. Este programa, que se encuentra en plena ejecución, contempla un incremento de las reservas internacionales de US\$8 mil millones, en un plazo de ocho meses.



Intervención cambiaria

- Si bien el marco de políticas macroeconómicas —basado en la flexibilidad cambiaria, la meta de inflación, la regla fiscal y una supervisión financiera prudencial— pone a la economía chilena en una situación favorable para sobrellevar adecuadamente las turbulencias, este programa de acumulación de reservas permitirá enfrentar de mejor forma la eventualidad de un deterioro adicional, severo y abrupto del entorno externo.
- La intervención ha sido preanunciada, con el objetivo de seguir cumpliendo con las normas de transparencia que guían el actuar de las políticas del Banco Central.



Intervención cambiaria

- La intervención es, además, una medida excepcional, acorde tanto con la flotación cambiaria como con el esquema de metas de inflación.
 - No tiene por objetivo un valor o rango para el tipo de cambio.
 - Se esterilizará totalmente la intervención, con un programa que está en línea con la política general de deuda del Banco.
 - Se da en un momento en que no existe un conflicto de objetivos entre la política monetaria y la acumulación de reservas, pues se han reducido las presiones inflacionarias y existe espacio para absorber una depreciación del peso sin que ello amenace la meta de llevar la inflación a 3% en un horizonte de dos años.



Panorama de actividad



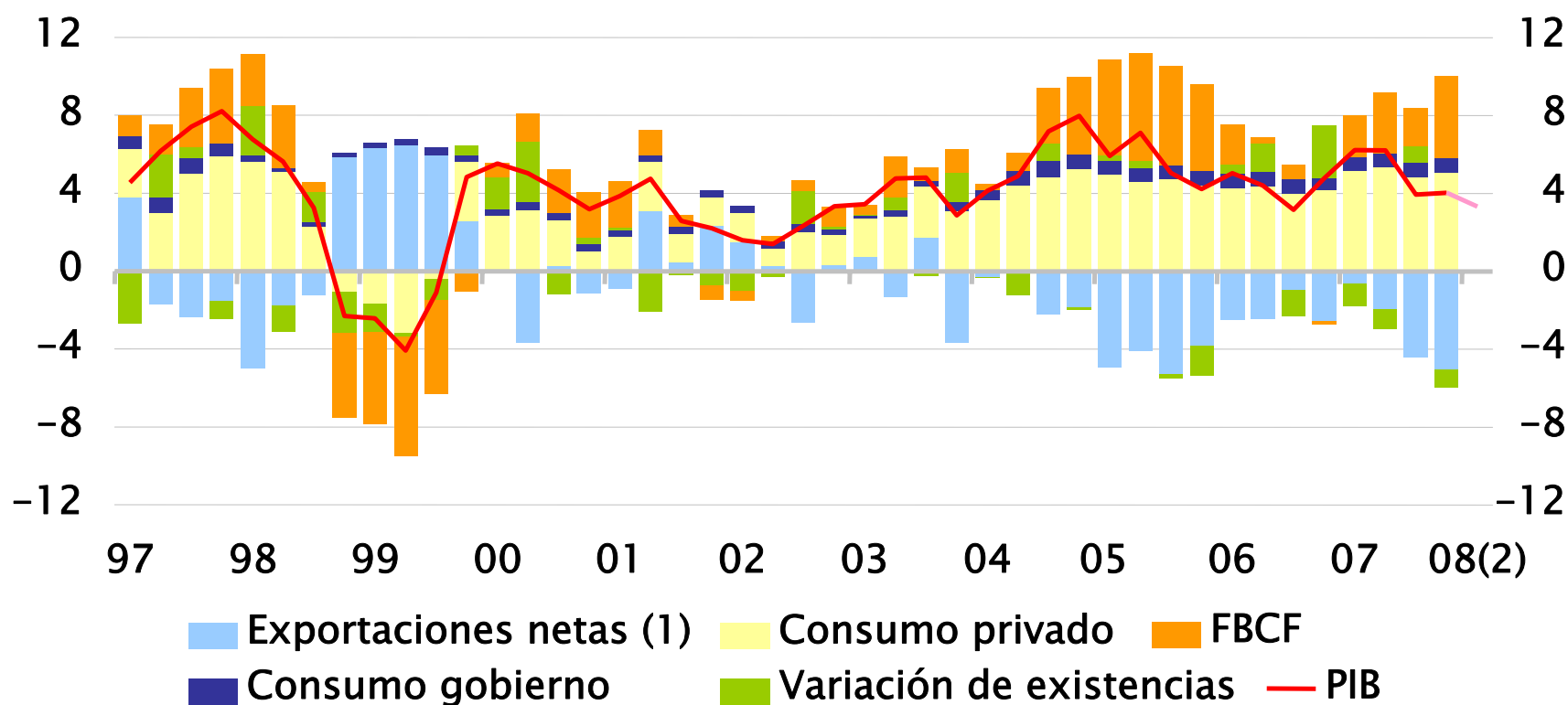
Escenario interno

- En el primer trimestre la actividad acentuó la debilidad que mostró en la segunda parte del 2007.
- La demanda interna continuó aumentando a tasas elevadas, con una composición en que la inversión se observó dinámica y el consumo se desaceleró.
- En línea con esto último, se comenzó a observar un menor dinamismo de los sectores económicos más ligados al consumo.
- Como ha sido la tónica de los últimos trimestres, continuó apreciándose un impacto negativo de los mayores costos de la energía en el valor agregado de la producción.



La demanda interna siguió aumentando a tasas elevadas, pero el consumo privado se desaceleró en el primer trimestre del año.

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

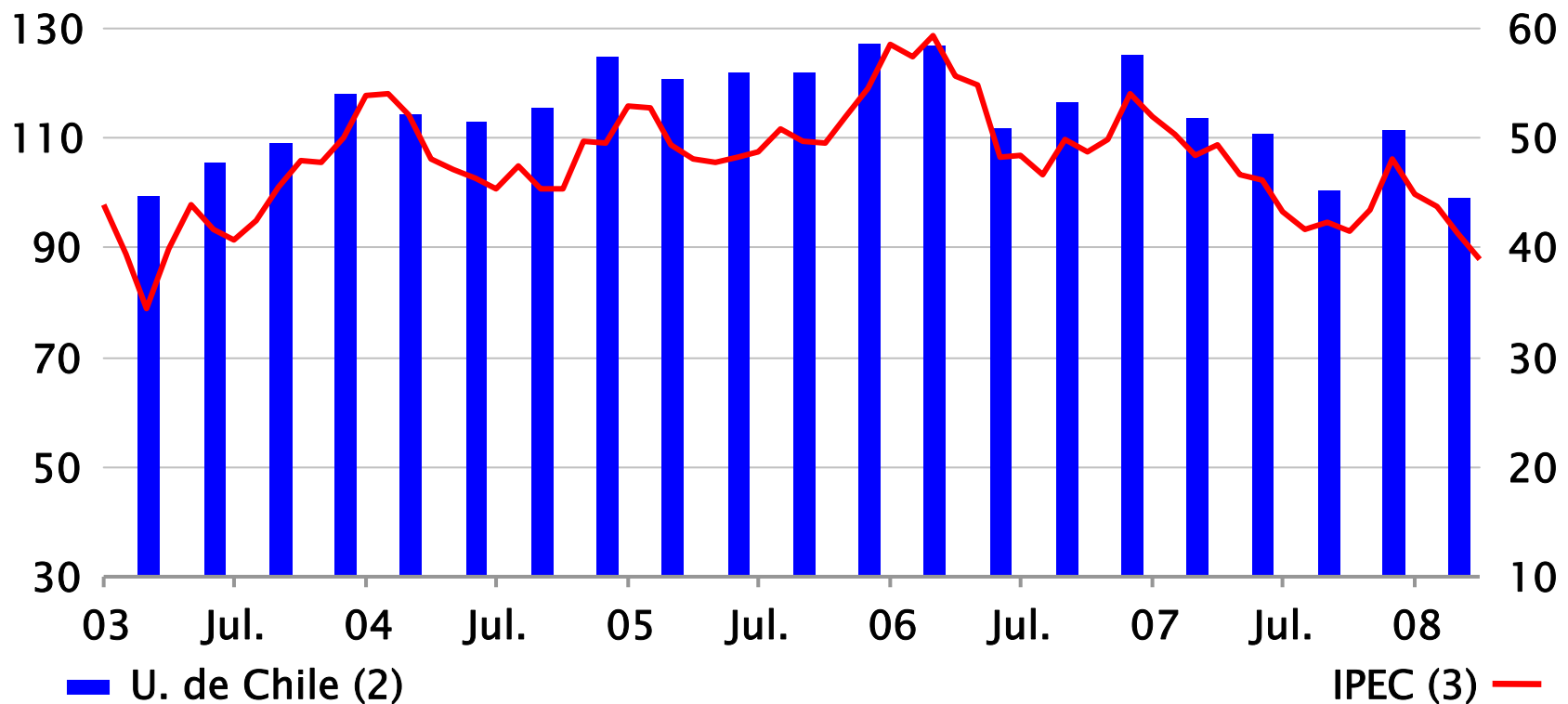


(1) Exportaciones de bienes y servicios menos importaciones de bienes y servicios.
(2) El PIB del primer trimestre del 2008 corresponde al promedio de los Imacec publicados.
Fuentes: Banco Central de Chile.



La desaceleración del consumo ha coincidido con un deterioro de las expectativas de las personas.

Percepción de los consumidores (1)



(1) Respuestas positivas por sobre negativas.

(2) Índice marzo 2001=100.

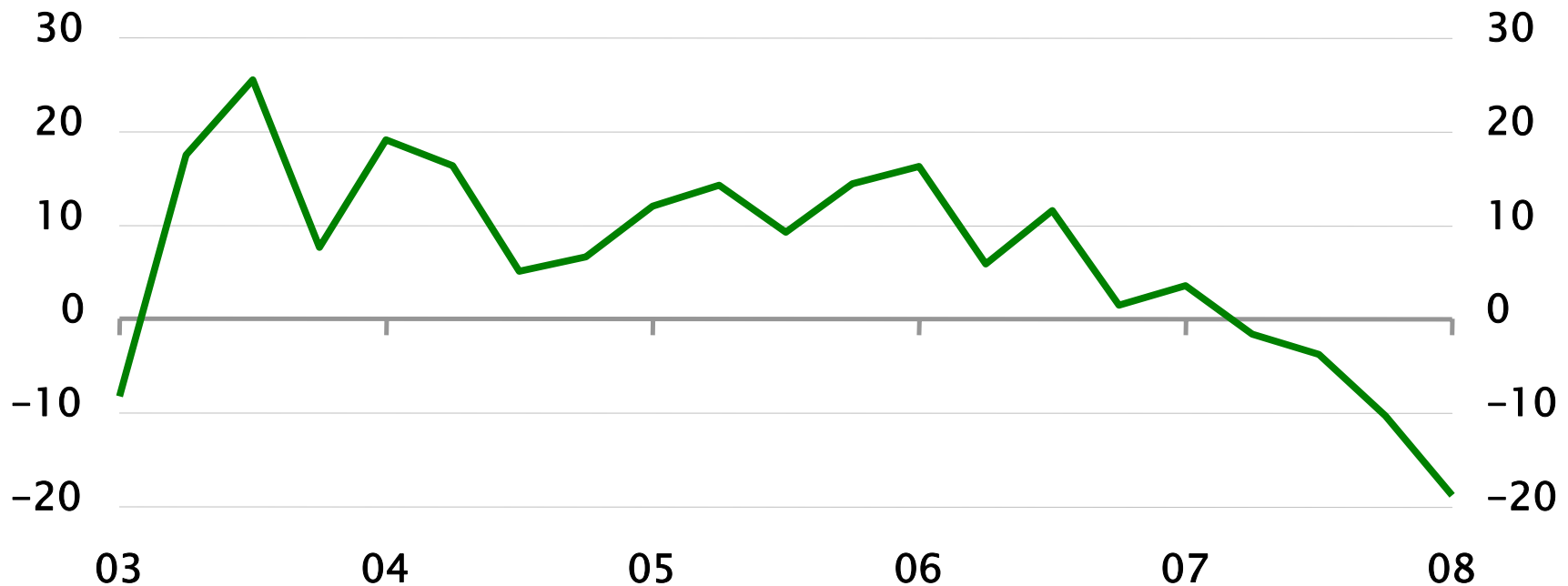
(3) Índice. Valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo).

Fuentes: Adimark y U. de Chile.



Al mismo tiempo, se ha verificado una mayor restricción en las condiciones de otorgamiento de créditos de consumo.

Condiciones crediticias para créditos de consumo (1) (2)
(balance de respuestas, porcentaje)



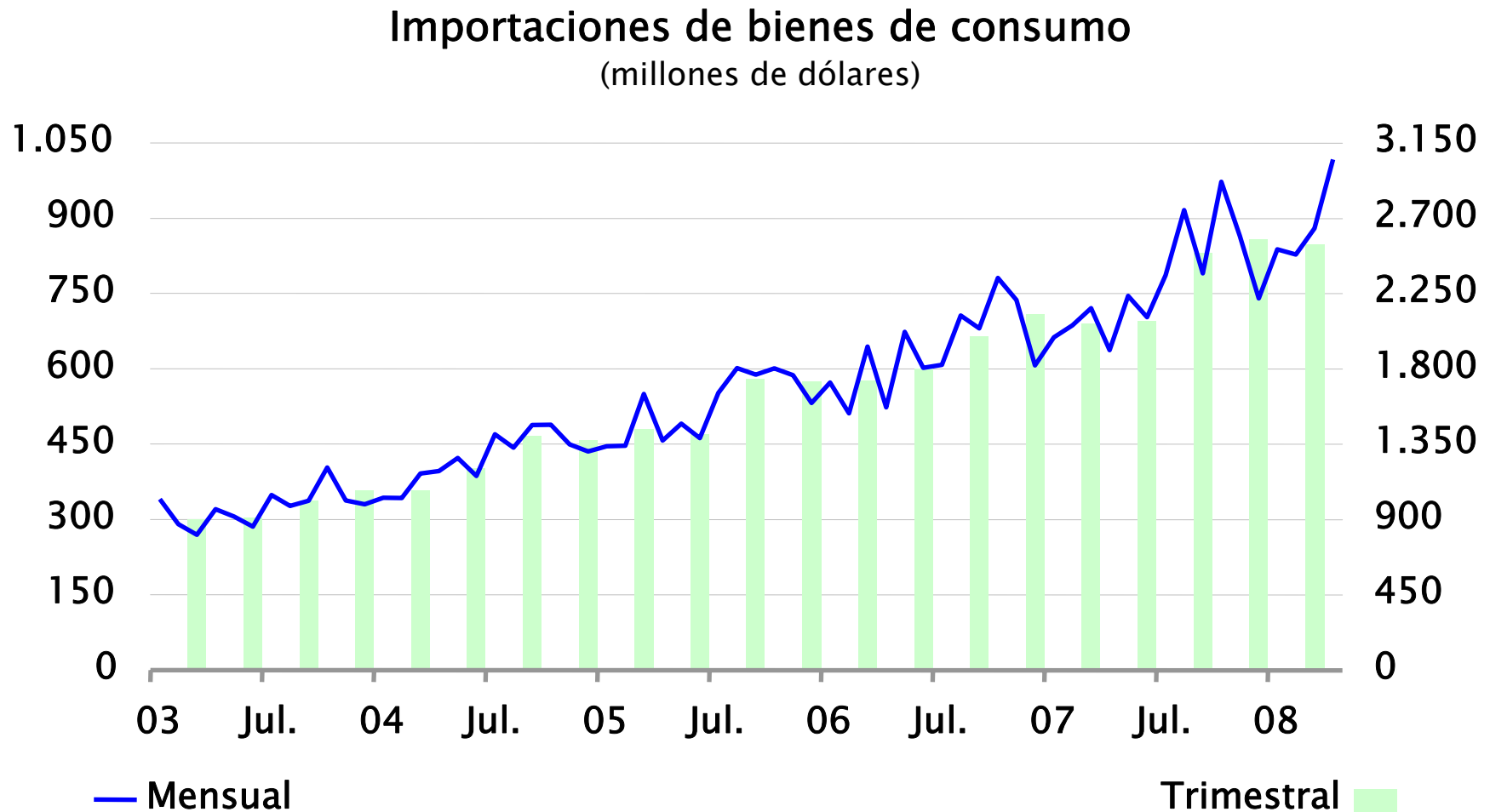
(1) Promedio de respuestas por trimestre. Valores negativos indican condiciones más restrictivas.

(2) Se consideran preguntas sobre estándar mínimo requerido para la aprobación de un crédito, monto máximo de crédito, cupo máximo de tarjeta de crédito y pago mínimo requerido.

Fuentes: Banco Central de Chile, Encuesta sobre créditos bancarios.



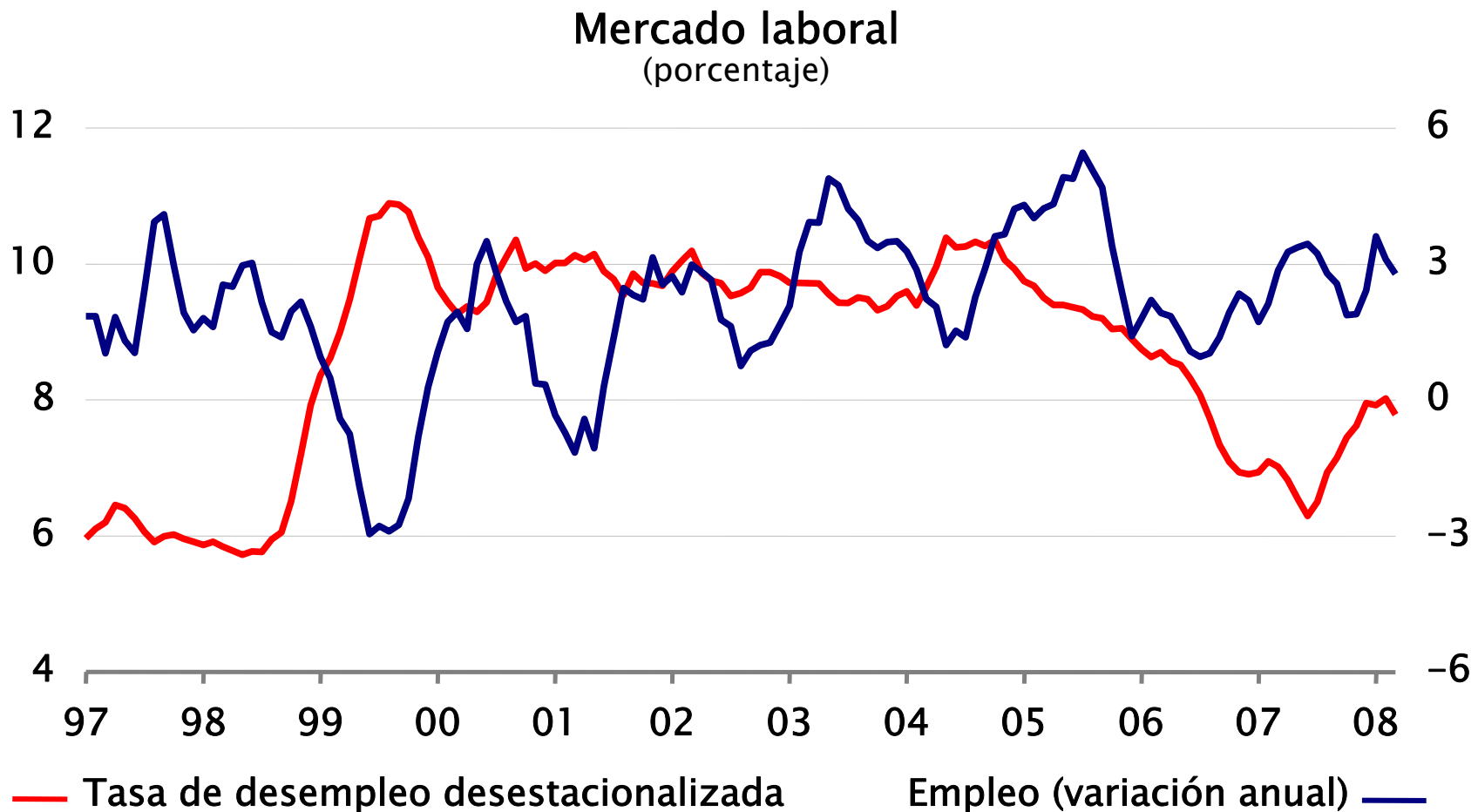
No obstante, las importaciones de bienes de consumo siguen en niveles altos.



Fuentes: Banco Central de Chile.



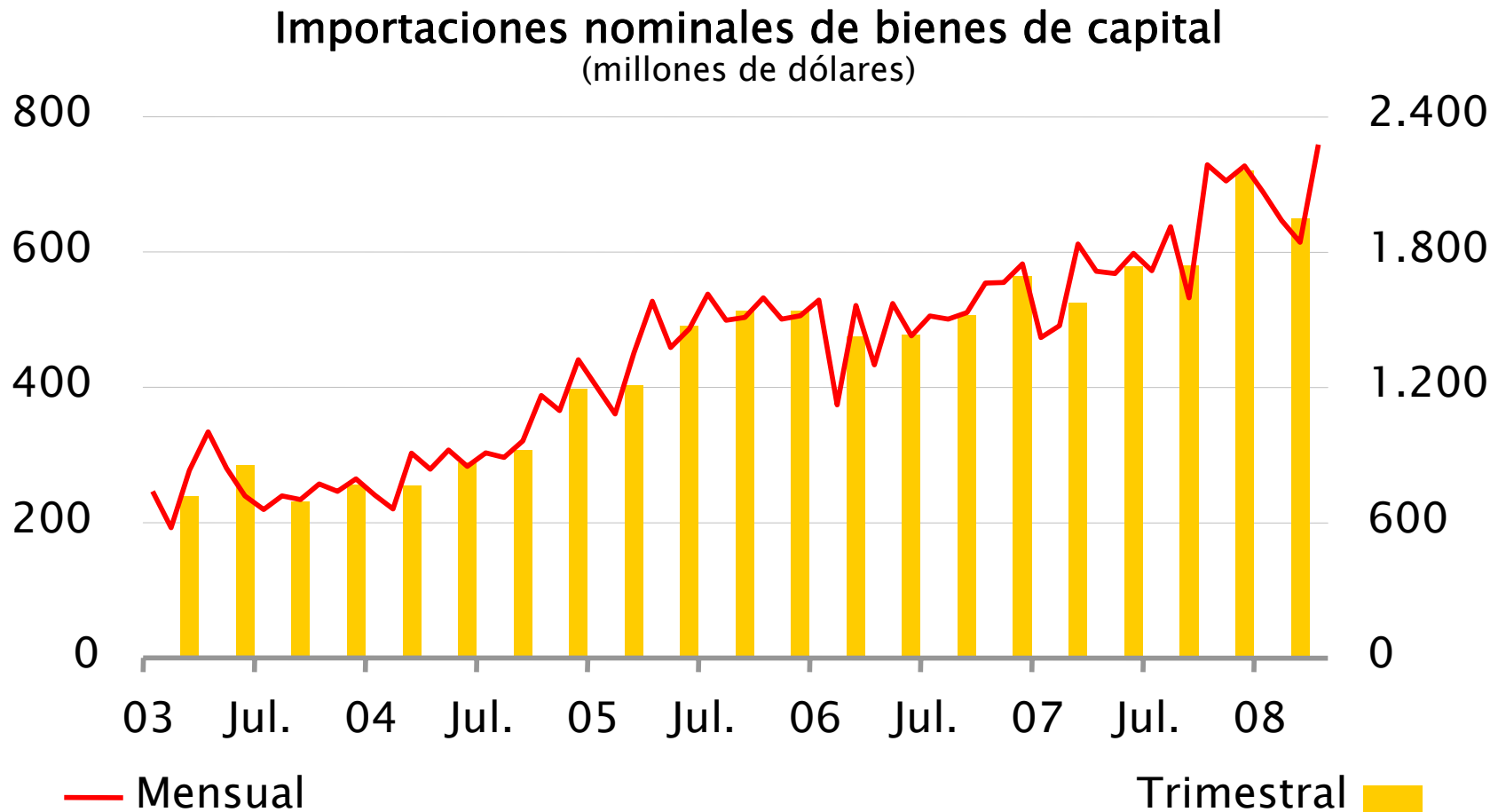
Por el lado del mercado laboral, el crecimiento de la ocupación retomó fuerza y la tasa de desempleo no mostró cambios importantes.



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



Los indicadores de inversión muestran un fuerte dinamismo, con importaciones de bienes de capital creciendo a tasas anuales altas.

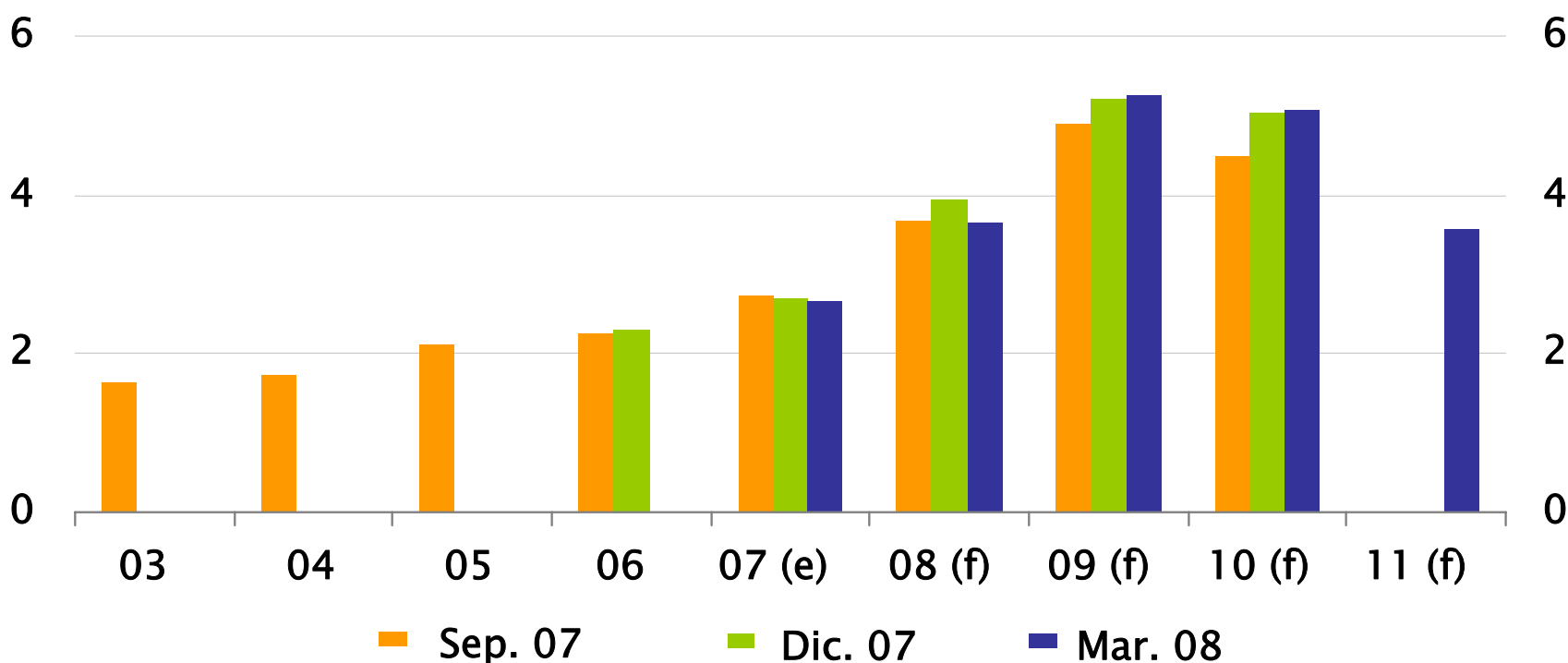


Fuente: Banco Central de Chile.



El catastro también muestra un crecimiento importante de la inversión, en especial en los sectores de minería y energía.

Catastro de inversión en construcción e ingeniería (*)
(miles de millones de dólares)



(e) Estimado.

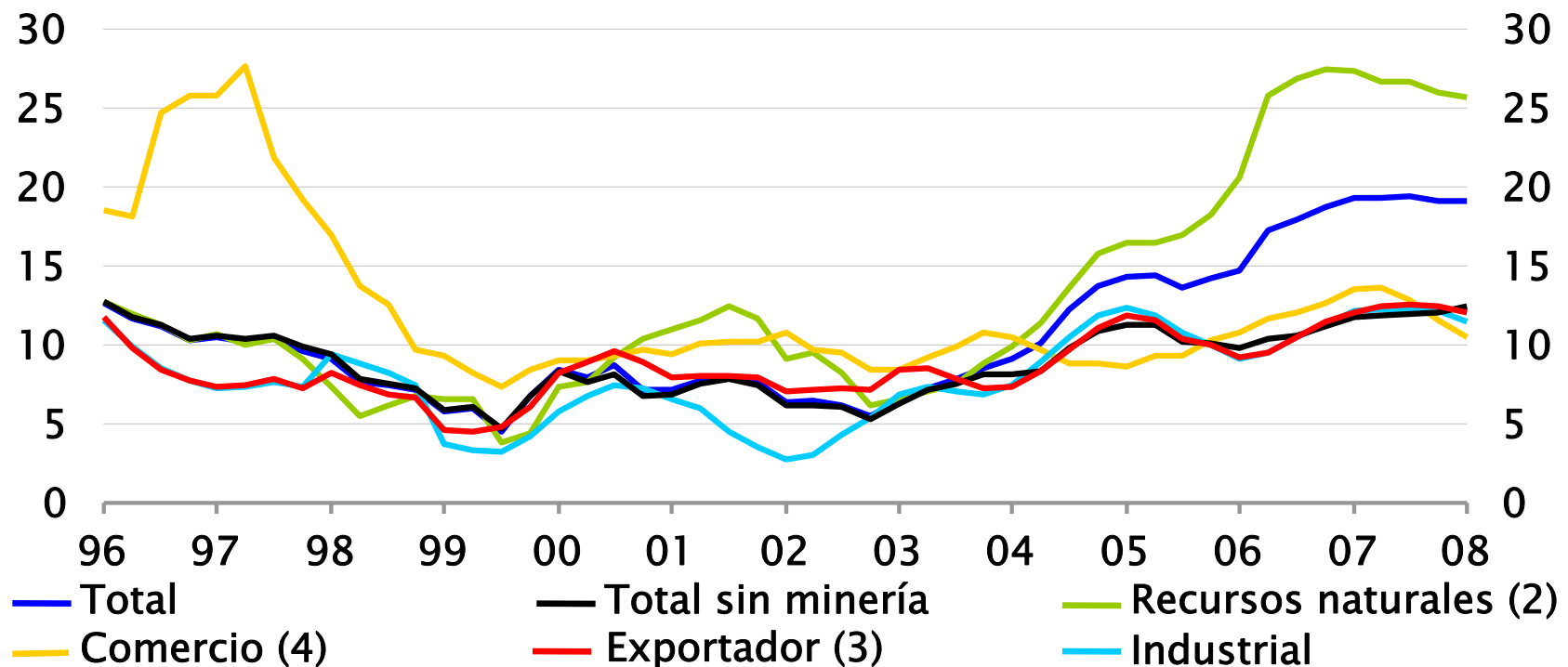
(f) Proyectado.

(*) Excluye los sectores inmobiliario, telecomunicaciones e industrial.



La rentabilidad de las empresas se mantienen en niveles altos.

Rentabilidad sectorial de las sociedades anónimas (1)
(promedio móvil anual, porcentaje)



(1) Utilidad del ejercicio sobre patrimonio.

(2) Incluye los sectores eléctrico, forestal, minero, servicios sanitarios y gas.

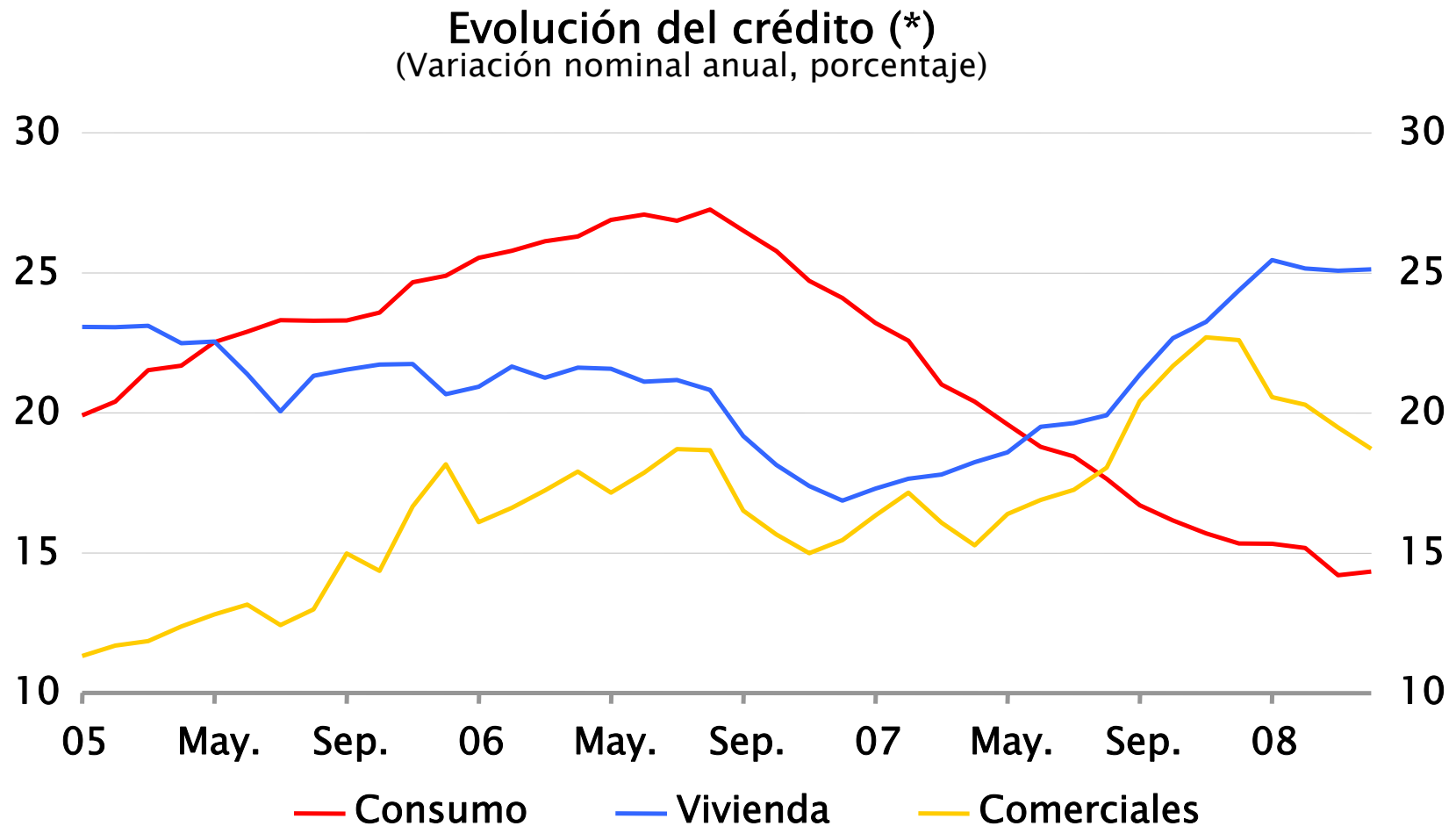
(3) Incluye los sectores alimenticio, forestal e industrial.

(4) Incluye los sectores comercio minorista y supermercados.

Fuentes: Banco Central de Chile y Superintendencia de Valores y Seguros (FECU).



En línea con las condiciones más restrictivas, el crédito ha disminuido su dinamismo.



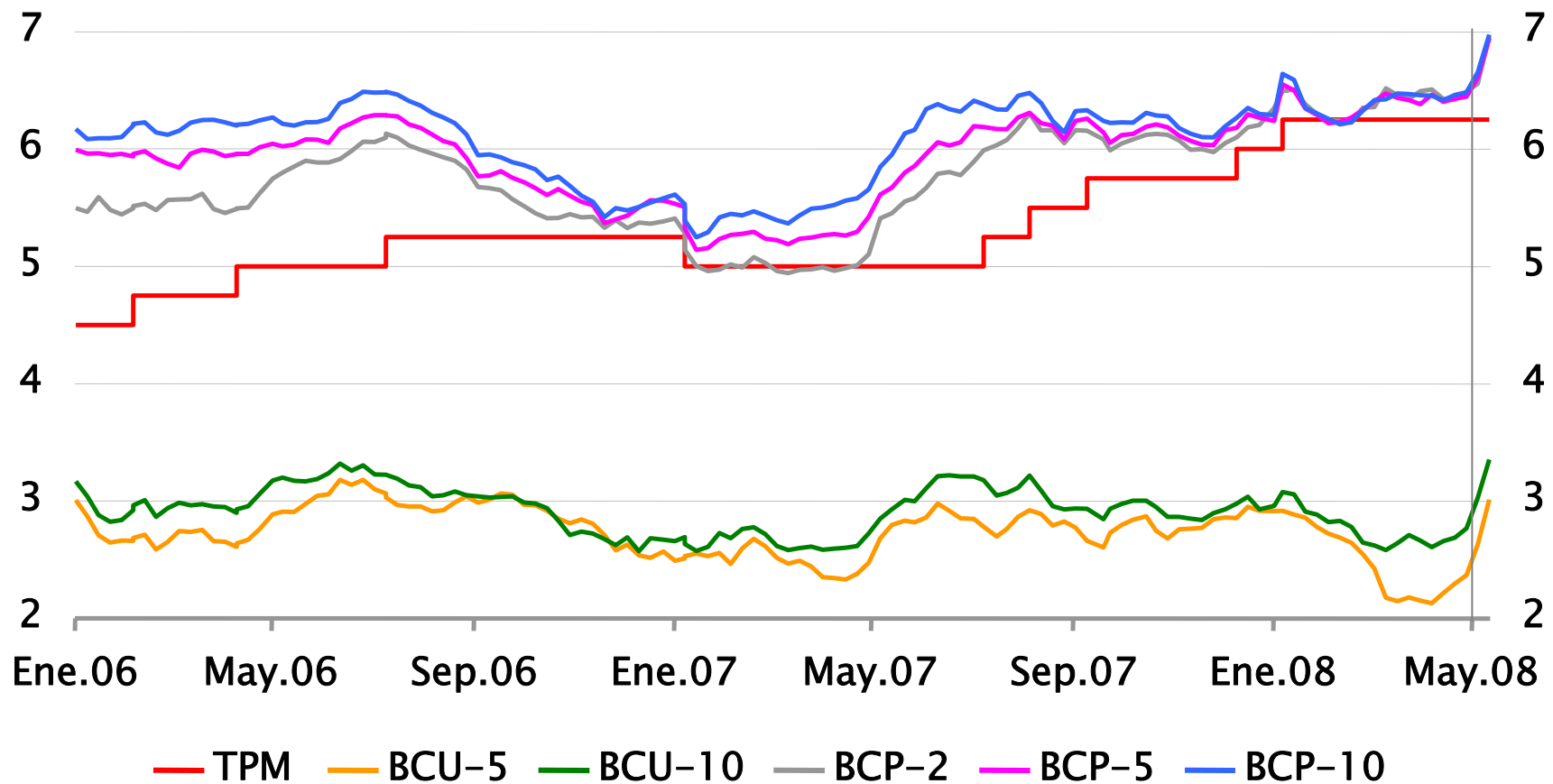
(*) Series empalmadas por el Banco Central de Chile en base a información de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

Fuentes: Banco Central de Chile y Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.



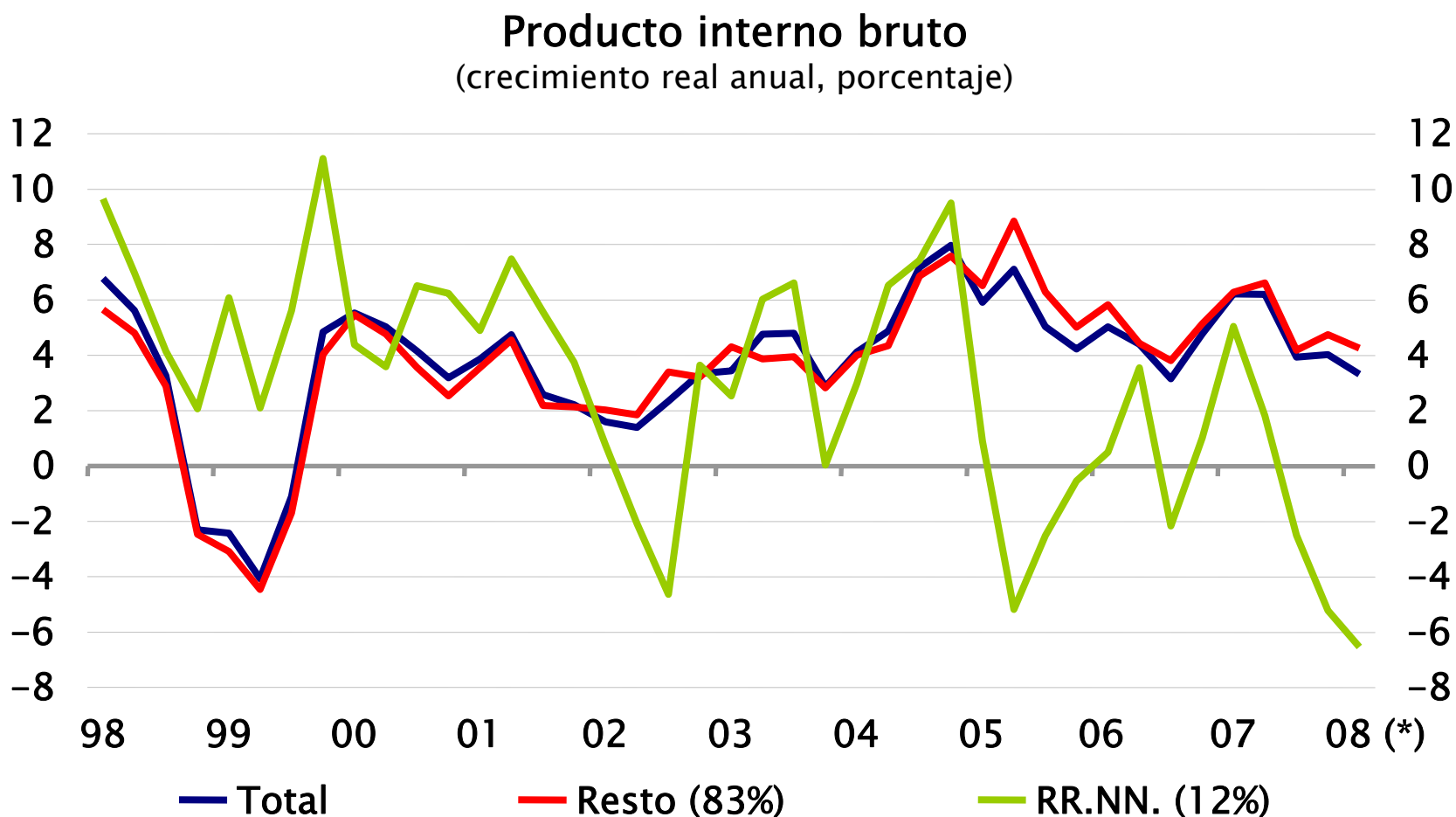
Tras el anuncio del programa de esterilización para los próximos tres meses se observó un aumento importante de las tasas de mercado.

TPM y tasas de documentos del BCCh
(promedios semanales, porcentajes)





El menor crecimiento del PIB se observó también en los sectores distintos de recursos naturales, acorde con la desaceleración del consumo.



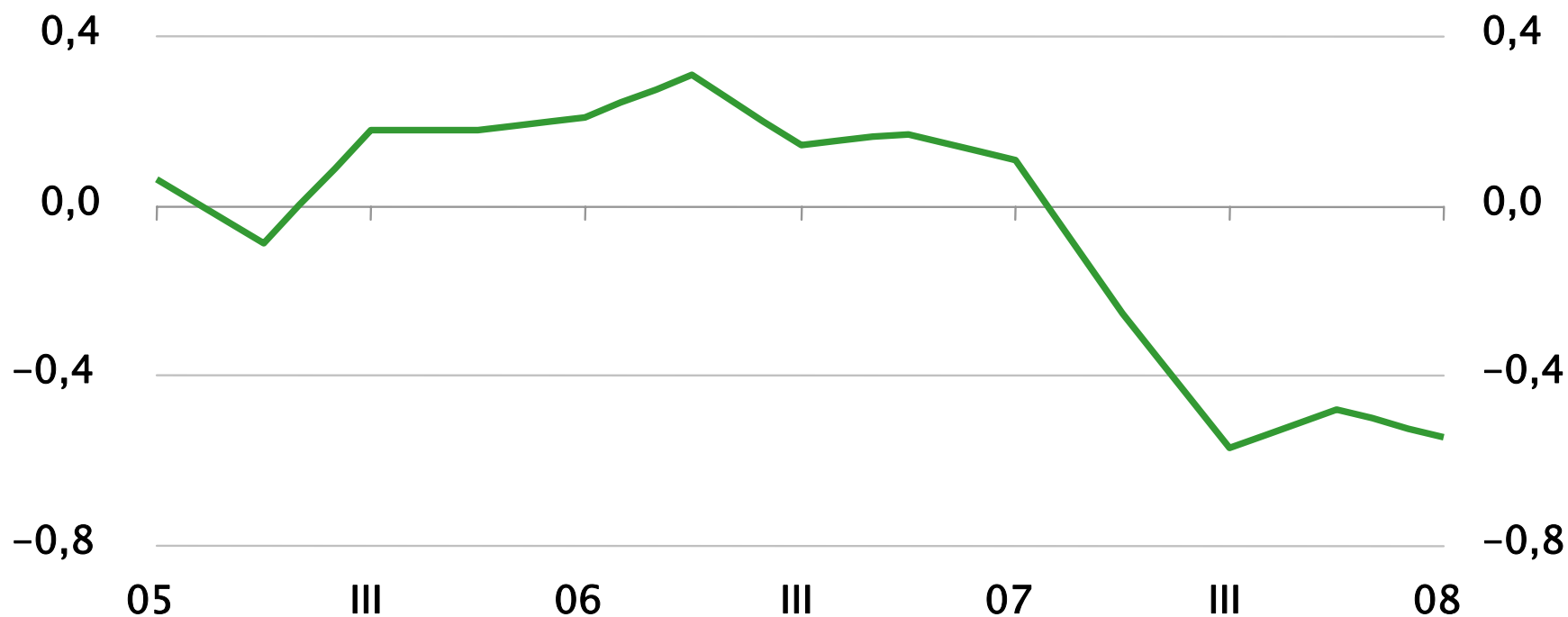
(*) Dato del primer trimestre del 2008 corresponde al promedio de los Imacec publicados. El 23 de mayo se publicará la primera estimación del PIB del trimestre de acuerdo con el calendario habitual de Cuentas Nacionales.

Fuente: Banco Central de Chile.



La generación hidráulica continúa cayendo e incidiendo negativamente en el crecimiento del sector “electricidad, gas y agua” (EGA).

Incidencia del EGA en el crecimiento anual del PIB total (*)
(puntos porcentuales)

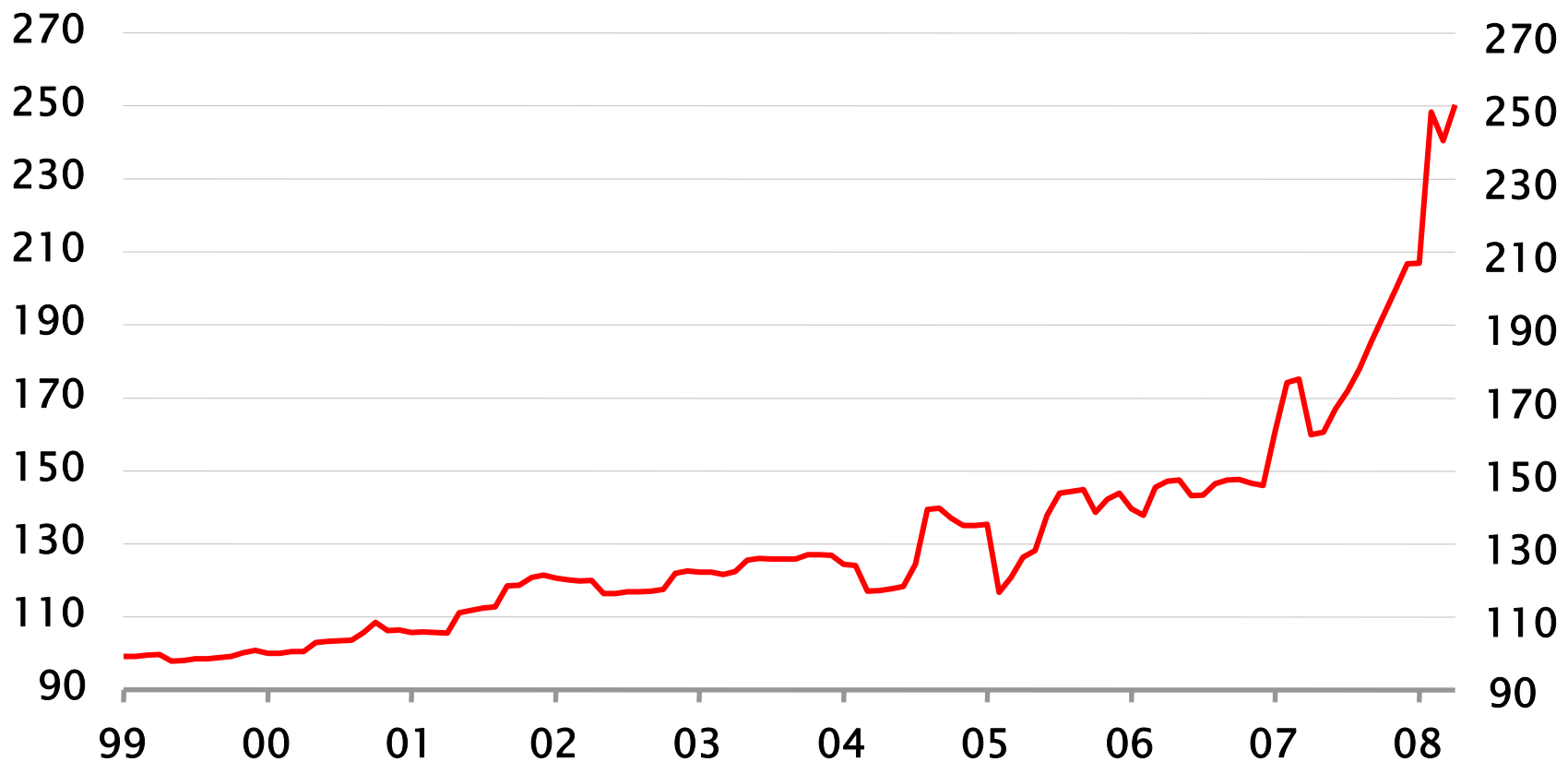


(*) Dato del primer trimestre del 2008 corresponde a una proyección. El 23 de mayo se publicará la primera estimación del PIB del trimestre de acuerdo con el calendario habitual de Cuentas Nacionales.
Fuente: Banco Central de Chile.



Esto ha provocado un encarecimiento significativo del costo de la energía tanto para hogares como para empresas.

Precio de la electricidad en el IPC
(índice, diciembre 1998 = 100)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.



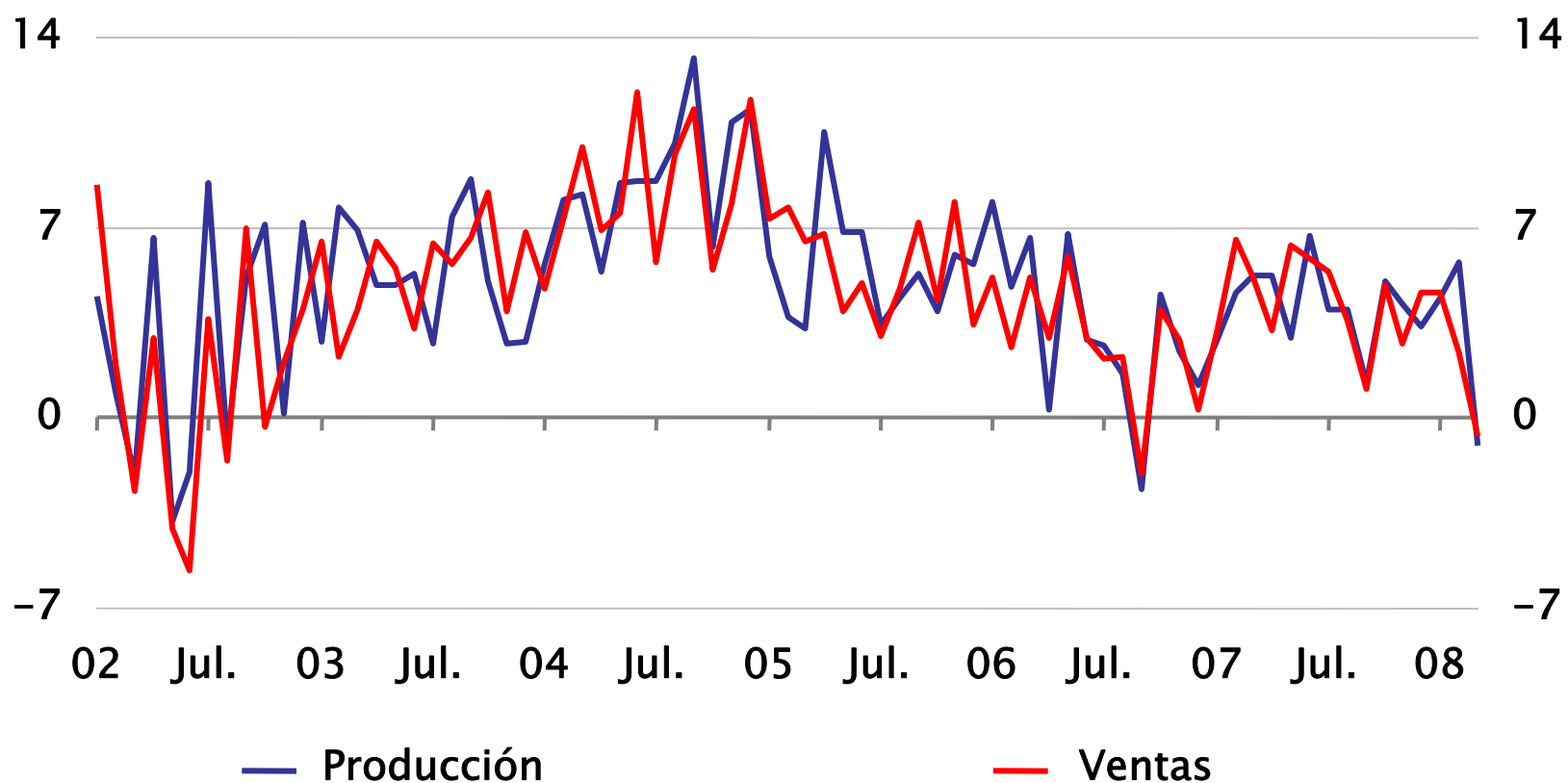
Efectos del costo de la energía

- La información acumulada en el último tiempo respecto del efecto del costo de la energía, ha llevado a revisar las estimaciones sobre el crecimiento tendencial de la economía. Así, se estima que en el bienio 2008–2009, el crecimiento tendencial de la economía se ubicará en un rango de 4,5 a 5% anual, que se compara con la cifra en torno a 5% que se contemplaba en enero.
- En todo caso, los mayores precios de la energía son coherentes con las condiciones que enfrenta el país en materia de abastecimiento energético. Por lo mismo, proveen los incentivos para las inversiones sectoriales que se prevén en el sector y que ya se aprecian en los datos del catastro de obras de ingeniería.



Por su parte, la industria continúa con el débil desempeño de meses anteriores, en parte también por el efecto de los mayores costos de la energía.

Producción y ventas industriales
(variación real anual, porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.



En el escenario más probable, la tasa de crecimiento anual de la economía será este año menor que en el 2007 y que lo previsto en enero.

Proyección de PIB
(variación anual, porcentaje)

	2005	2006	2007	2008 (f)
PIB	5,6	4,3	5,1	4,0 – 5,0
Ingreso nacional	8,7	6,7	7,8	4,8
Demanda interna	10,4	6,4	7,8	7,6
Formación bruta de capital fijo	23,9	2,9	11,9	12,8
Consumo total	7,1	6,4	7,4	5,4
Exportaciones de bienes y servicios	4,3	5,5	7,8	3,4
Importaciones de bienes y servicios	17,2	10,5	14,3	11,1
Cuenta corriente (% del PIB)	1,2	4,7	4,4	-0,5

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



Escenario interno

- Existen riesgos en torno a esta evaluación, en particular respecto del efecto del mayor costo de la energía en la economía y de la posibilidad de que las condiciones hidrológicas sean muy distintas de las supuestas, ya sea mejorando o agudizando el escenario de costos y abastecimiento energético considerado en el horizonte de proyección.
- Evidentemente, una parte significativa de los riesgos se relacionan con posibles cambios en el escenario de crecimiento global.
- El Consejo estima que el balance de riesgos se encuentra sesgado a la baja.
- En el 2009, la actividad tendrá una trayectoria creciente a lo largo del año, basada en parte en el repunte de la producción de los sectores ligados a recursos naturales, gracias a la maduración de los actuales proyectos de inversión.



Panorama de inflación



Presiones de costos

- Tal vez una de las novedades más relevantes del último tiempo ha sido la apreciación, nominal y real, del peso a partir de septiembre del año pasado.
- Esta trayectoria tuvo una reversión relevante en el último mes. Al cierre de ayer, el tipo de cambio había aumentado cerca de 8% comparado con su valor el día en que se anunció el programa de compra de reservas.
- No obstante, éste se mantiene en niveles inferiores a los que se observaban a comienzos de año



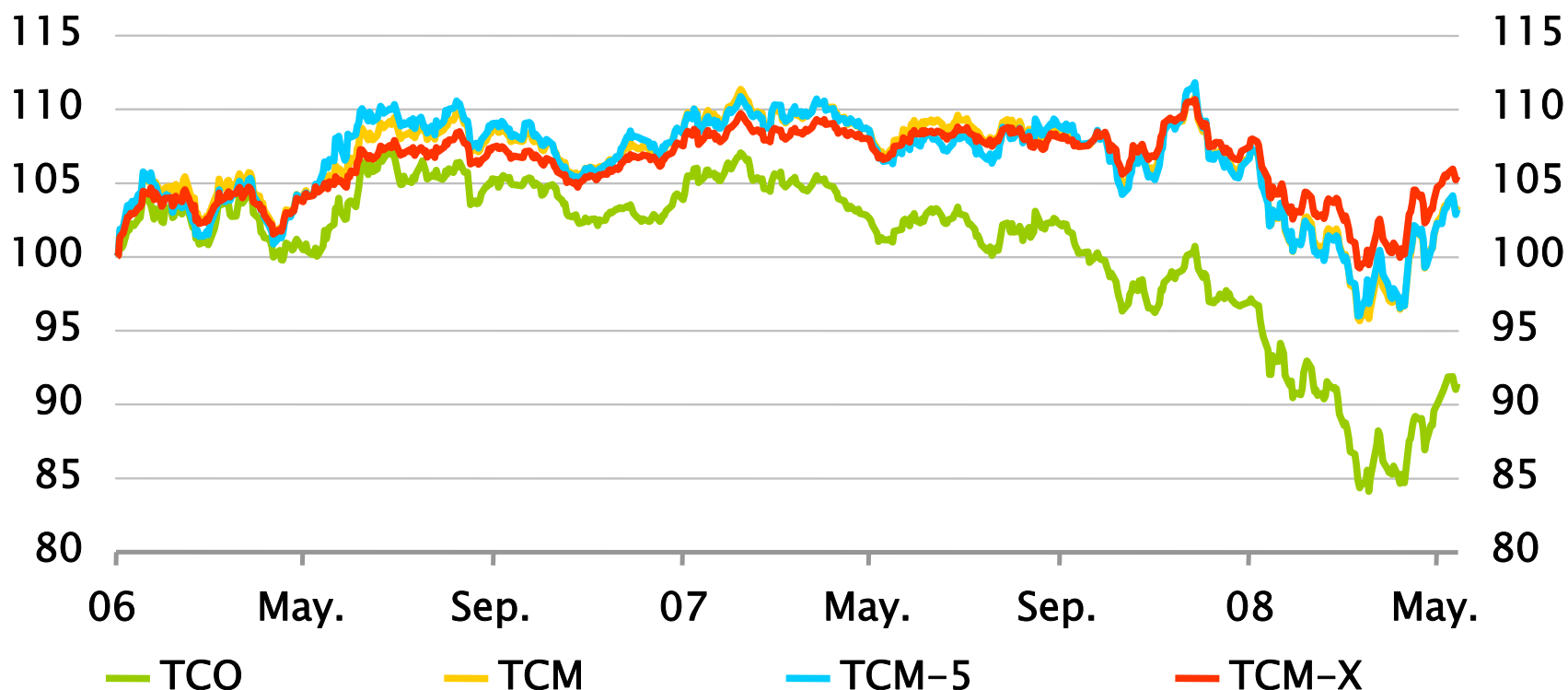
Presiones de costos

- La información recogida en lo que va del año indica que la propagación de la alta inflación pasada sobre el resto de los precios de la economía ha sido menor que la prevista en enero.
- Esto significa que los efectos de segunda vuelta observados hasta hoy están dentro de márgenes que, según nuestras estimaciones, son coherentes con la meta de inflación.



Aunque con una reversión relevante en el último mes, el peso está en niveles inferiores a los observados en enero.

Tipo de cambio nominal
(02/01/2006 = 100)



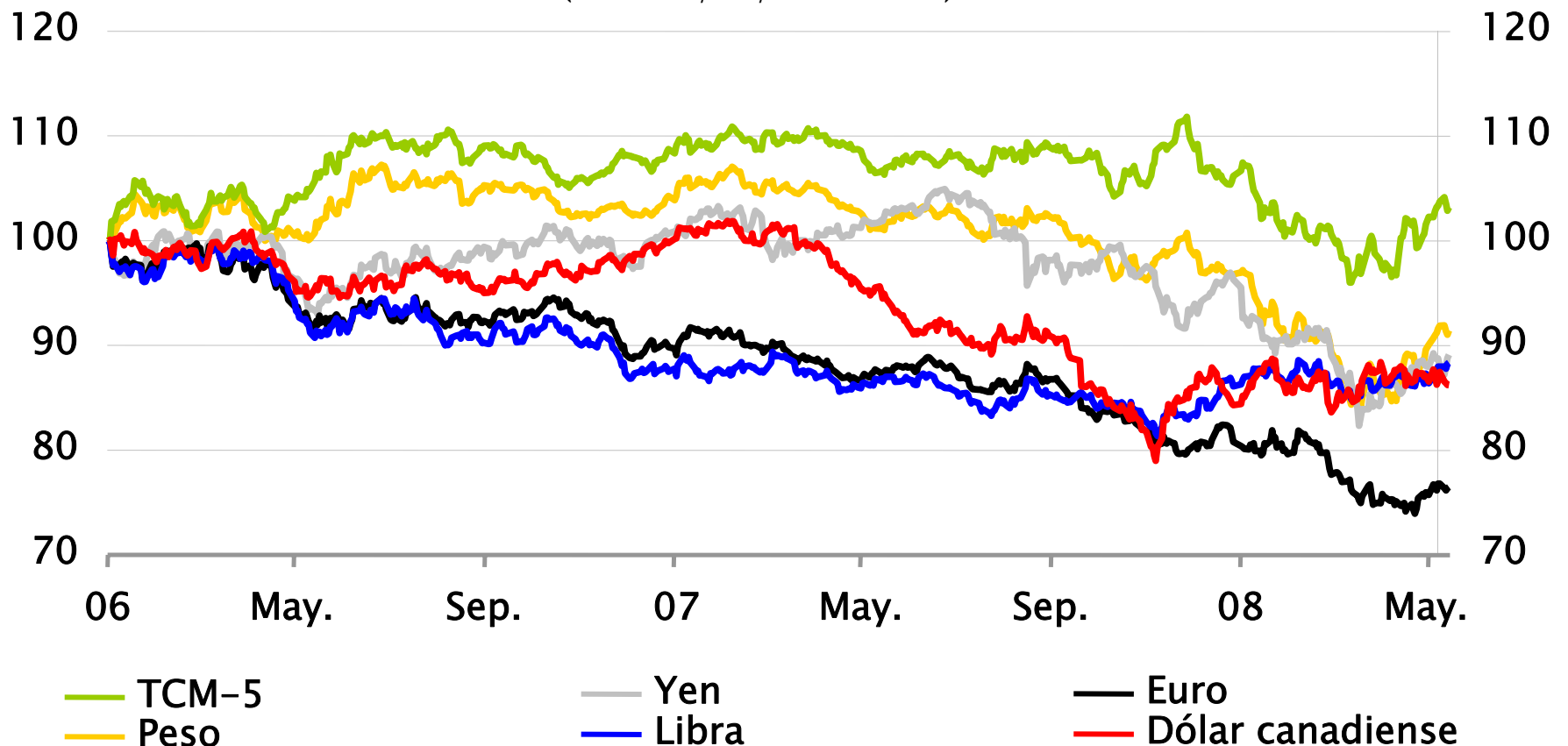
Fuente: Banco Central de Chile.



La evolución del peso ha sido similar a la de otras monedas, reflejo de la debilidad global del dólar

Paridades internacionales respecto del dólar (*)

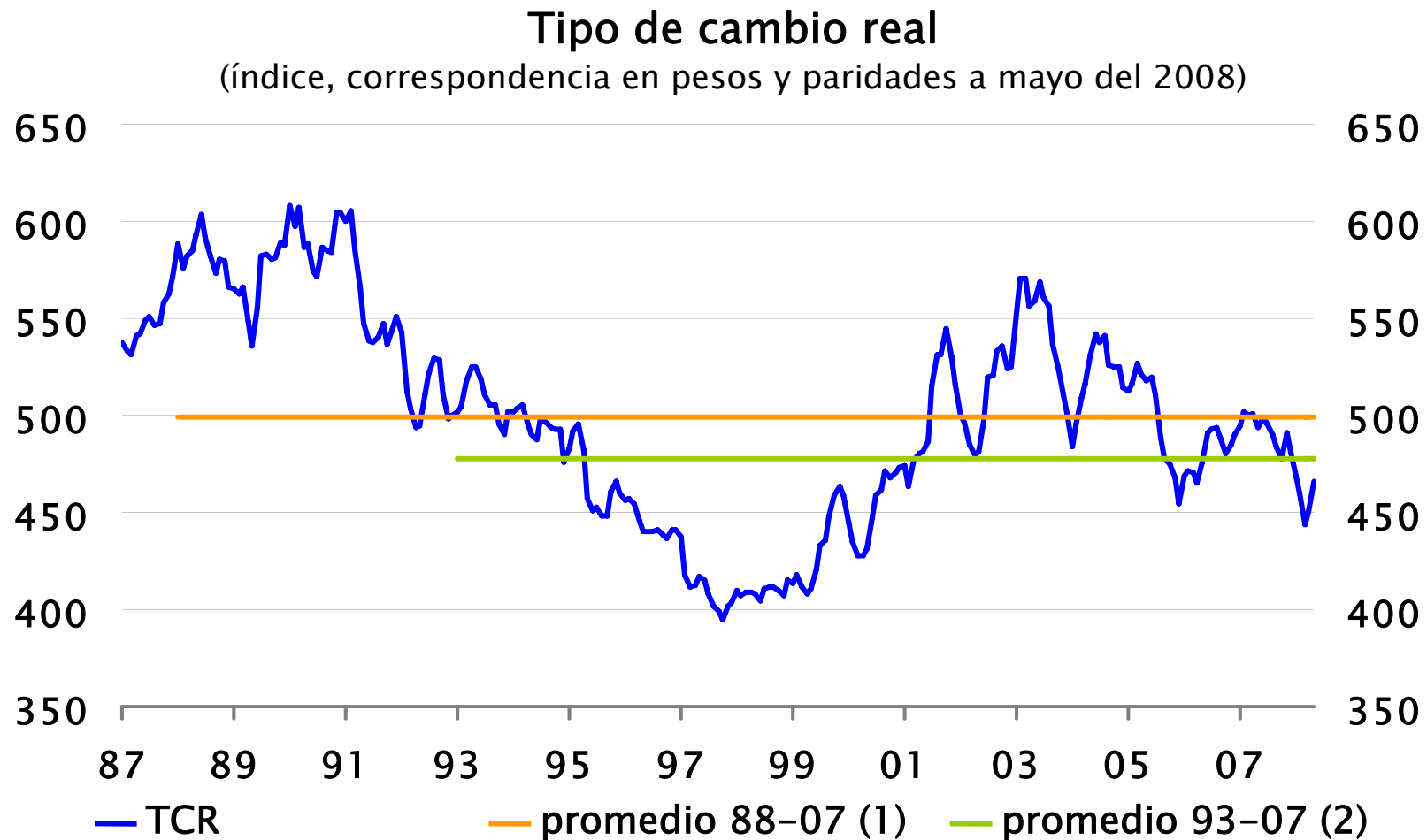
(base 02/01/2006=100)



Fuente: Banco Central de Chile.



El TCR está algo por debajo del rango de valores que se consideran coherentes con sus fundamentos de largo plazo.



(1) Promedio del período enero de 1988 a diciembre del 2007.

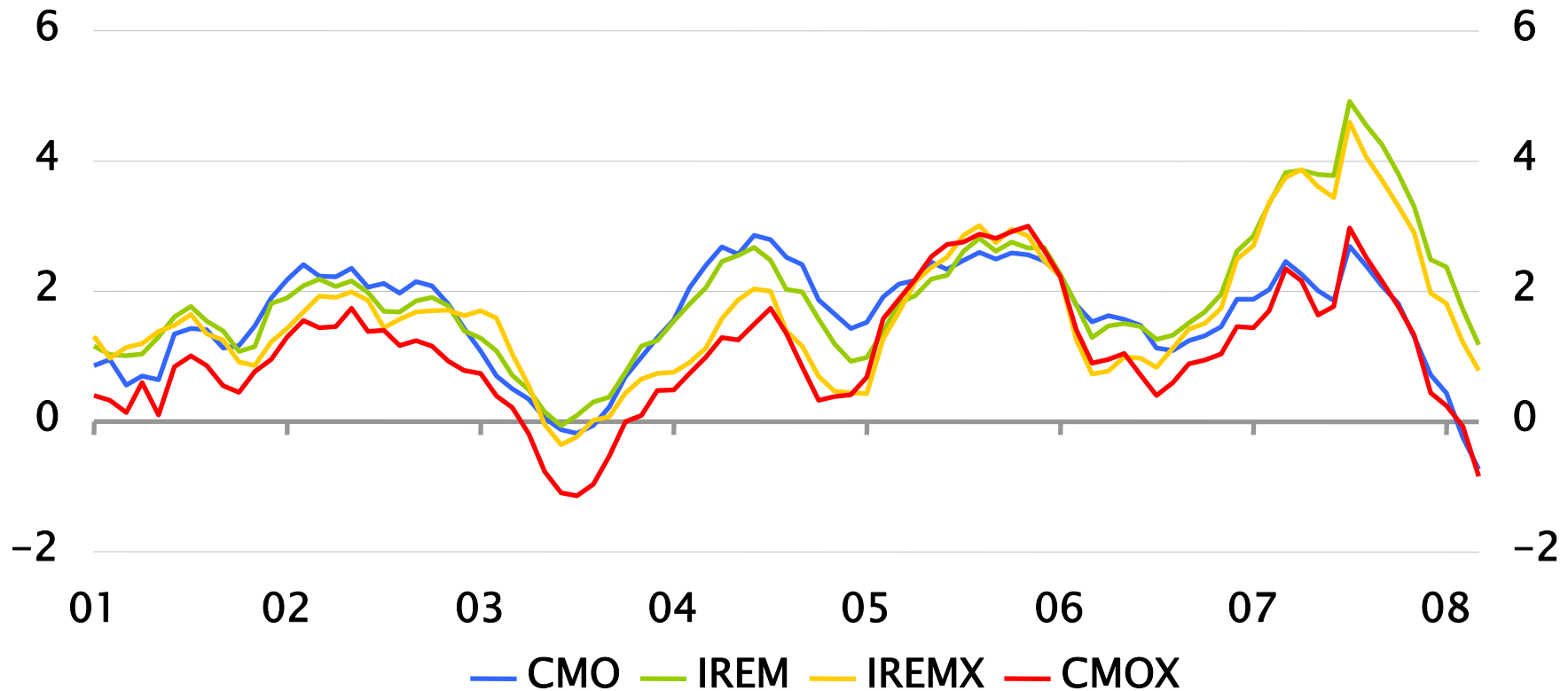
(2) Promedio del período enero de 1993 a diciembre del 2007.

Fuente: Banco Central de Chile.



Los salarios nominales, en tanto, crecen a tasas anuales coherentes con las cláusulas de indexación habituales.

Crecimientos de los salarios descontada la indexación (*)
(variación anual, porcentaje)



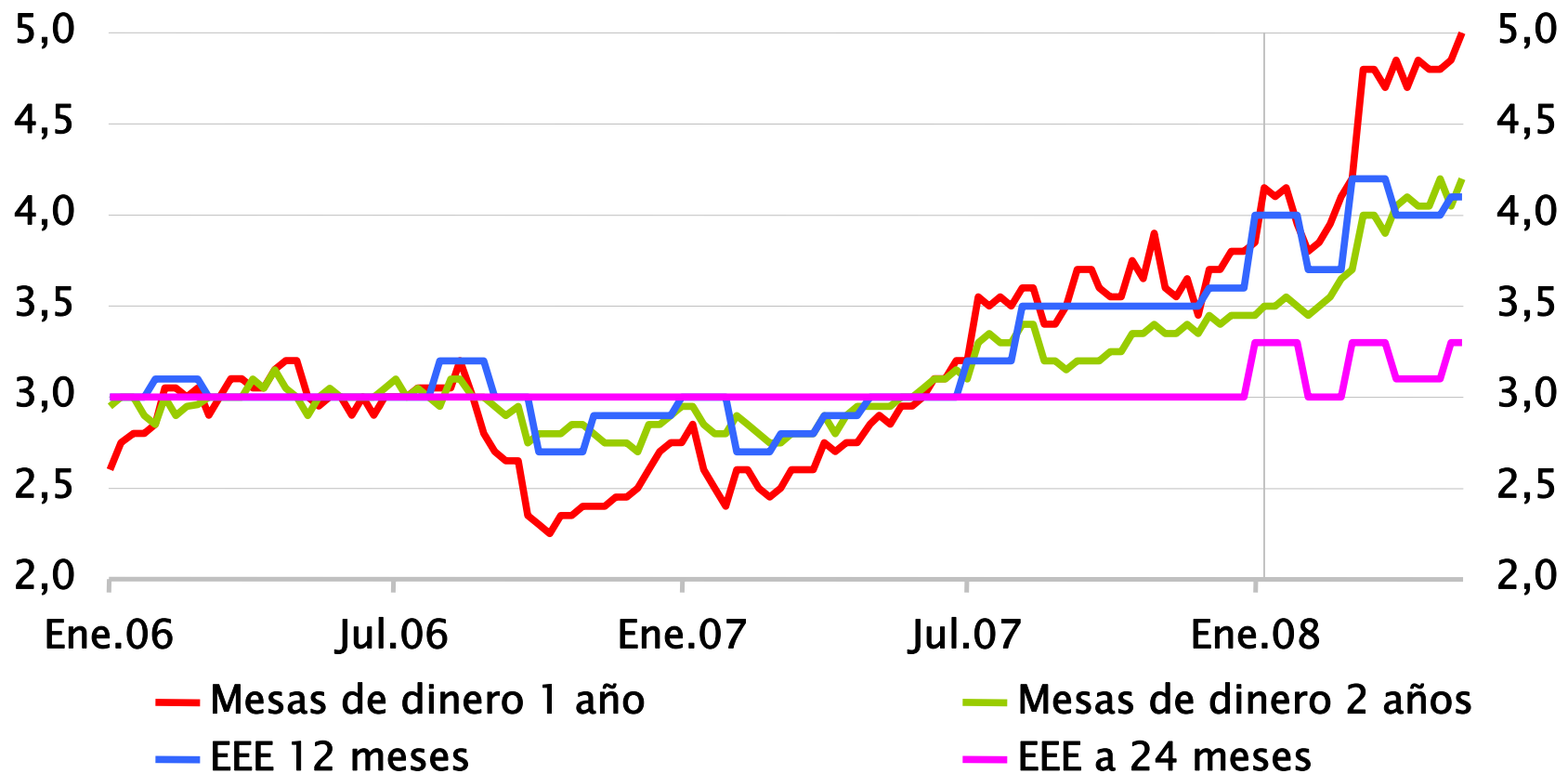
(*) Para detalles sobre su construcción, ver IPoM enero 2008, Recuadro V.1.

Fuente: Banco Central de Chile.



Algunas medidas de expectativas de inflación están bastante por sobre 3%.

Encuesta de expectativas de inflación
(observaciones semanales, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.



Expectativas de inflación

- Sin embargo, el incremento de las medidas de expectativas no puede ser leído, por sí solo, como un alejamiento de la meta.
- No puede descartarse que estos aumentos estén relacionados con las significativas sorpresas en las cifras de inflación mensual que han afectado al mercado en el último tiempo. También pueden reflejar cambios en las preferencias de los inversionistas, en favor de instrumentos indexados.
- Con todo, la propagación de la inflación observada hasta ahora, menor que la prevista en enero, apoya la evaluación del Consejo respecto de la credibilidad en la meta de inflación.



Expectativas de inflación

- Bajo ciertas circunstancias, es posible que las expectativas privadas en distintos horizontes difieran sistemáticamente de la meta de inflación, lo que sin duda dificulta muchísimo el cumplimiento de la meta, aumentando de manera importante los costos de la estabilidad.
- En la coyuntura actual, no se estima que esto esté ocurriendo, y por ello se ha señalado en los comunicados de las reuniones de política monetaria que las expectativas de inflación de largo plazo están ancladas en 3%.

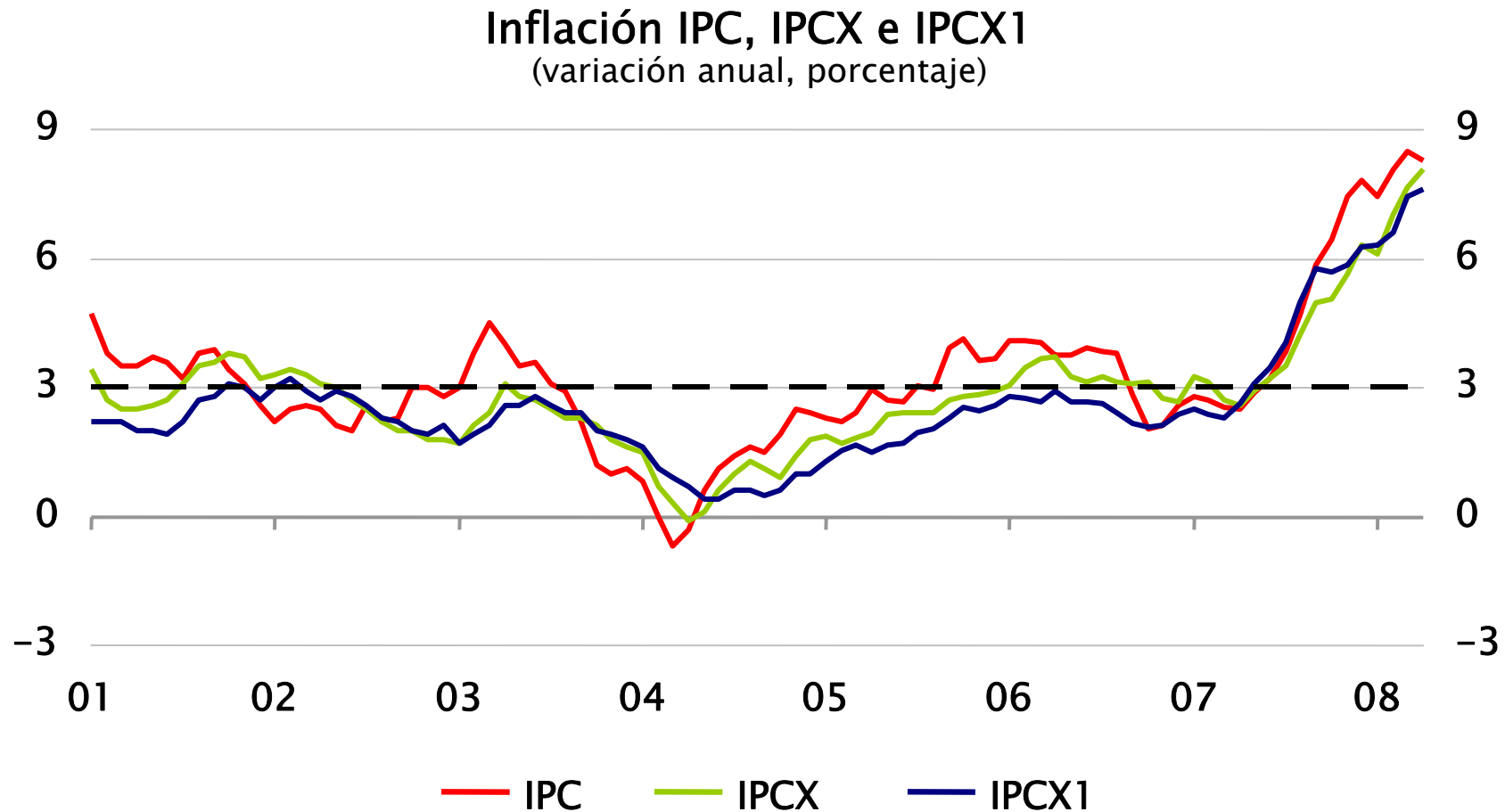


Expectativas de inflación

- Con todo, si se aprecia un genuino desalineamiento de las expectativas de inflación, el Consejo adoptará todas las decisiones necesarias para asegurar que la inflación converja a 3% en el horizonte de política.
- Es importante señalar que hasta ahora la propagación de la inflación hacia otros precios del IPC ha sido algo menor que la prevista en enero y que los salarios muestran una evolución coherente con las cláusulas habituales de indexación, lo que revela que las expectativas implícitas en las decisiones de precios y salarios son coherentes con la meta de inflación en el horizonte de política.



La inflación anual del IPC siguió aumentando en el primer trimestre, aunque algo más lento que lo esperado en enero.

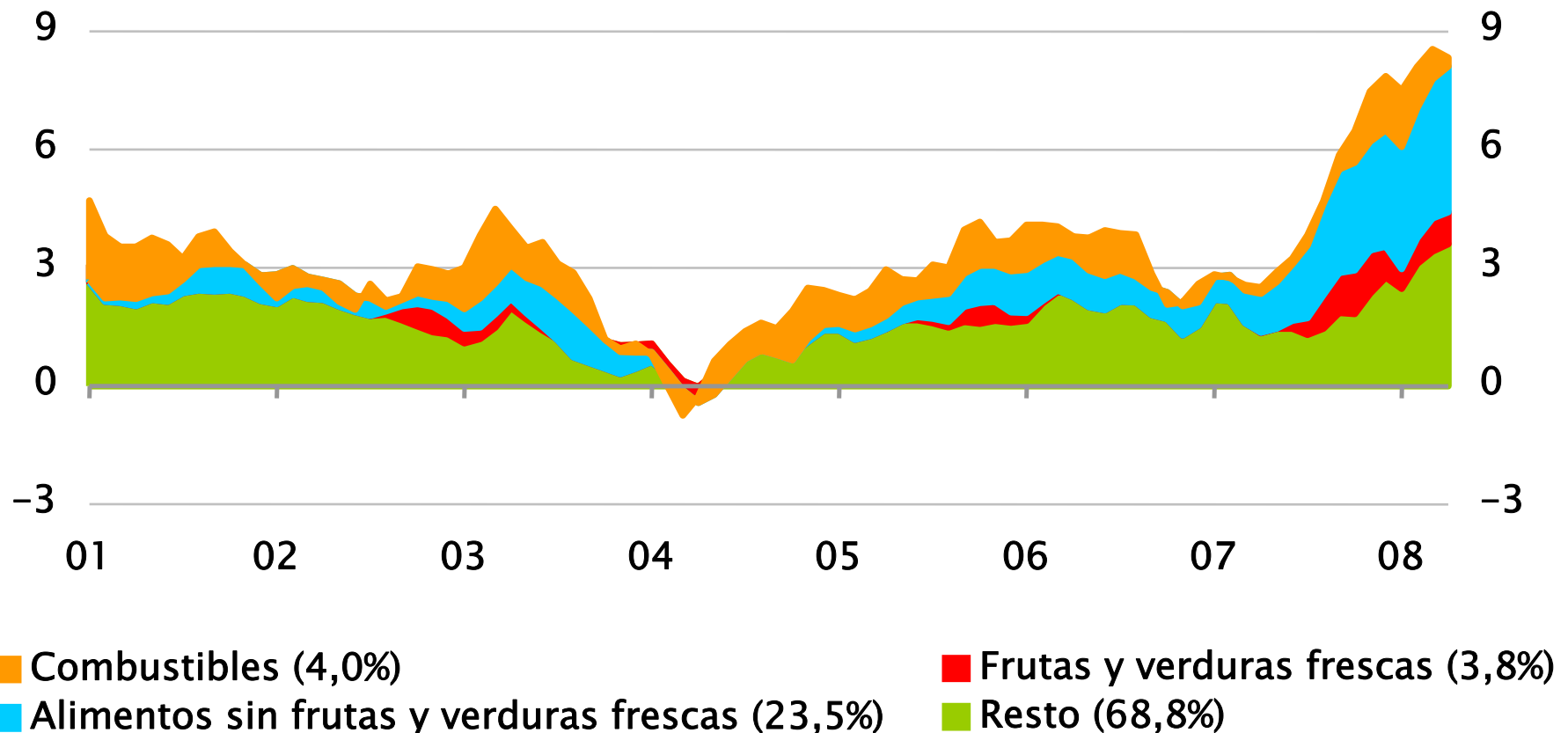


Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



También se observó un nuevo aumento de los precios de los alimentos y una menor inflación de los combustibles.

Incidenias en la inflación anual del IPC (*)
(puntos porcentuales)



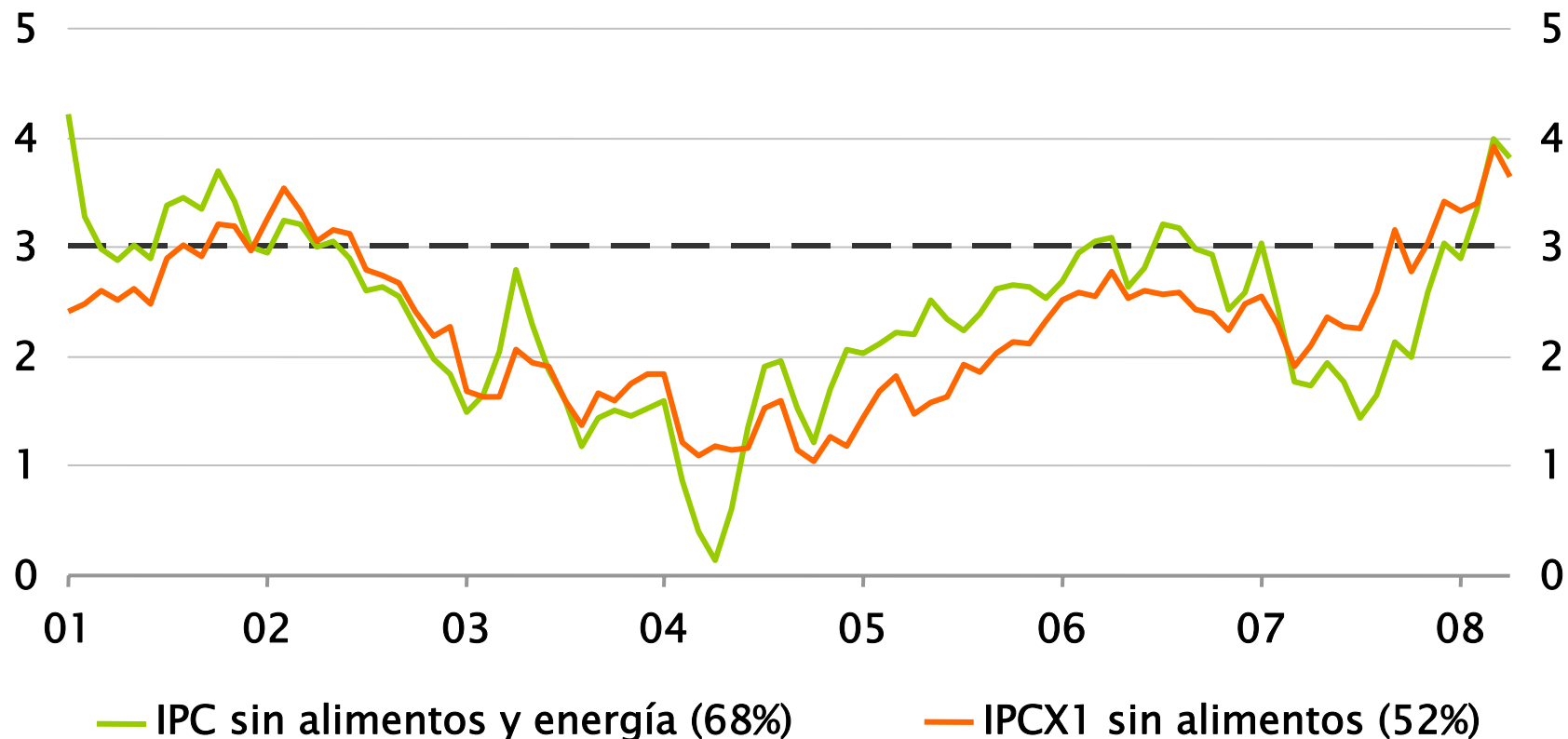
(*) Entre paréntesis ponderación en el IPC.

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



Otras medidas de inflación siguen en niveles bastante menores que el IPC total, dando cuenta de la magnitud de los *shocks* experimentados.

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.



Escenario base

- Tal como se había adelantado, la inflación anual comenzó a ceder terreno a partir del segundo trimestre del año, lo que ya se observó en las cifras de abril.
- Con los antecedentes disponibles se estima que, en el escenario más probable, este descenso continuará en los trimestres venideros, para converger a su nivel meta en el horizonte de política.
- Esta proyección se fundamenta, entre otros factores, en una propagación inflacionaria que sigue siendo coherente con sus patrones normales, en expectativas de inflación de mediano y largo plazo en línea con la meta y en la trayectoria esperada para la actividad interna.



La inflación anual del IPC, tras su descenso en abril, seguirá convergiendo paulatinamente hacia el rango de tolerancia de la meta de inflación.

Proyección de inflación (variación anual, porcentaje)

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

(f) Proyección.

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

Fuente: Banco Central de Chile.



Escenario base

- Estas proyecciones están asociadas al escenario base y por tanto a las condiciones y supuestos en que está fundado.
- Atendidos los posibles escenarios alternativos, el Consejo estima que el balance de riesgos para la inflación está equilibrado.
- A pesar de esta última evaluación, el elevado nivel de la inflación actual hace que sea necesario revisar cuidadosamente las implicancias de nuevas sorpresas que puedan elevar aún más la inflación y su eventual propagación en el horizonte de política.



Escenario base

- La Tasa de Política Monetaria (TPM) se ha mantenido en 6,25% desde enero, eliminándole el sesgo a su trayectoria futura en abril, en un contexto en que el tipo de cambio nominal aumentó tras el anuncio del programa de compra de reservas.
- Las distintas medidas de expectativas de mercado respecto de la TPM muestran una trayectoria más plana que en enero, indicando que la TPM podría ubicarse en un rango de más o menos 25 puntos base respecto de su nivel actual hacia fines de año.



Conclusiones



Conclusiones

- El escenario más probable, la inflación anual del IPC seguirá convergiendo paulatinamente hacia el rango de tolerancia para la meta de inflación, ubicándose dentro de dicho rango en el curso del segundo trimestre del 2009.
- Se aproximará a 3% en el transcurso de ese año y fluctuará en torno a ese nivel hasta fines del horizonte de proyección, que coincide en este caso con el segundo trimestre del 2010.
- La economía, en tanto, crecerá a una tasa entre 4 y 5% en el 2008, con un balance de riesgos sesgado a la baja.



Conclusiones

- El Consejo del Banco Central reitera, una vez más, su compromiso de conducir la política monetaria de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.
- Cambios futuros en la TPM dependerán de la nueva información que se acumule. De particular importancia para esto 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 el surgimiento de nuevas presiones inflacionarias.



Conclusiones

- El Consejo del Banco Central, en una coyuntura particularmente compleja, reitera el compromiso con una inflación baja y estable, principal contribución del Banco al bienestar de la población y al progreso del país.



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Mayo 2008

Enrique Marshall Rivera
Consejero

Talca