



PANORAMA ECONOMICO

Enrique Marshall Rivera
Consejero

V Encuentro Regional de los GTT de la Región del Maule
Linares

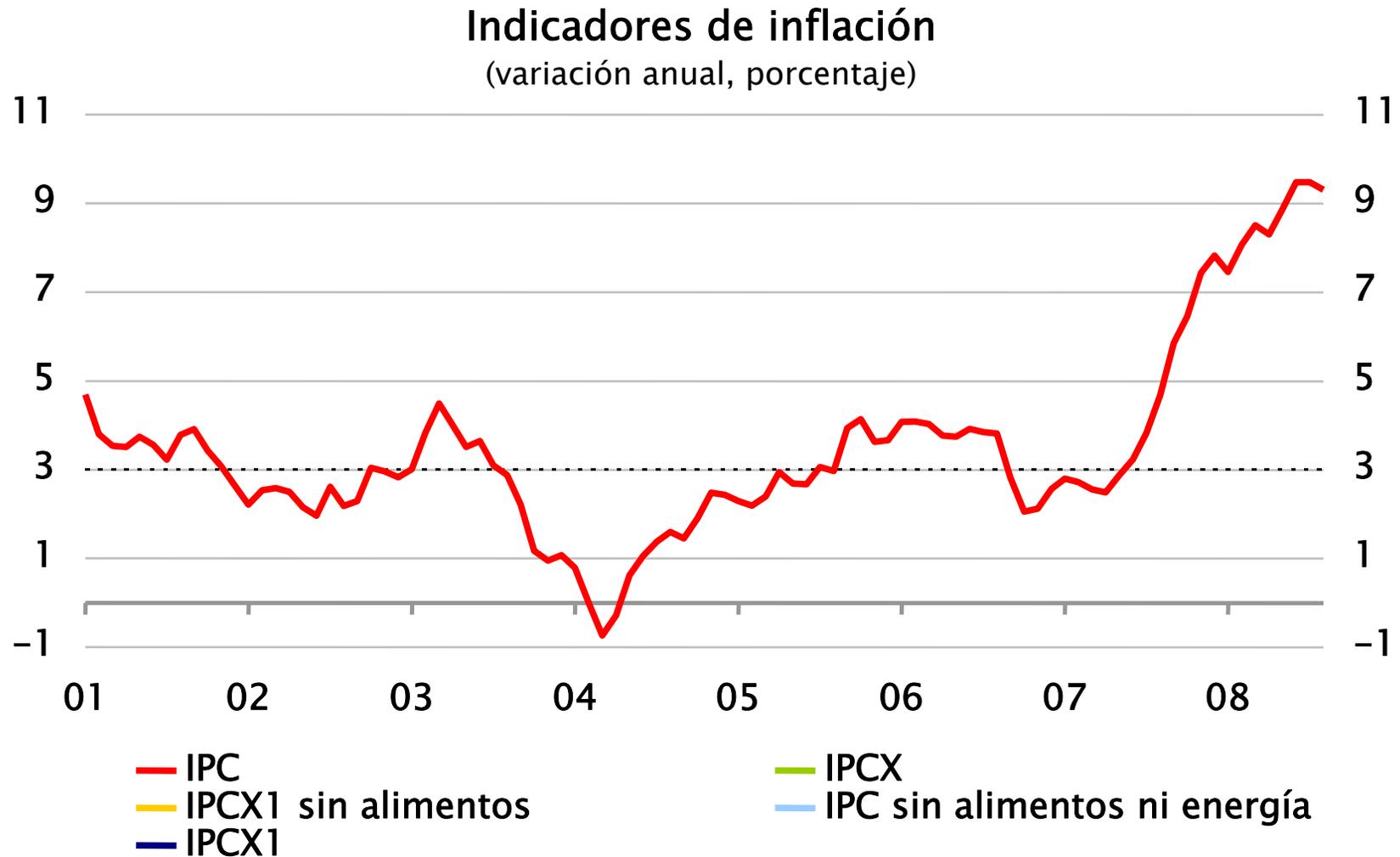


Introducción

- El escenario de inflación que enfrenta la economía chilena se ha deteriorado drásticamente en el curso de los últimos meses.
- 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 Banco Central, cuya misión es velar por la estabilidad de precios, ha reaccionado con fuerza, incrementando la tasa de política monetaria en 200 puntos base desde junio.



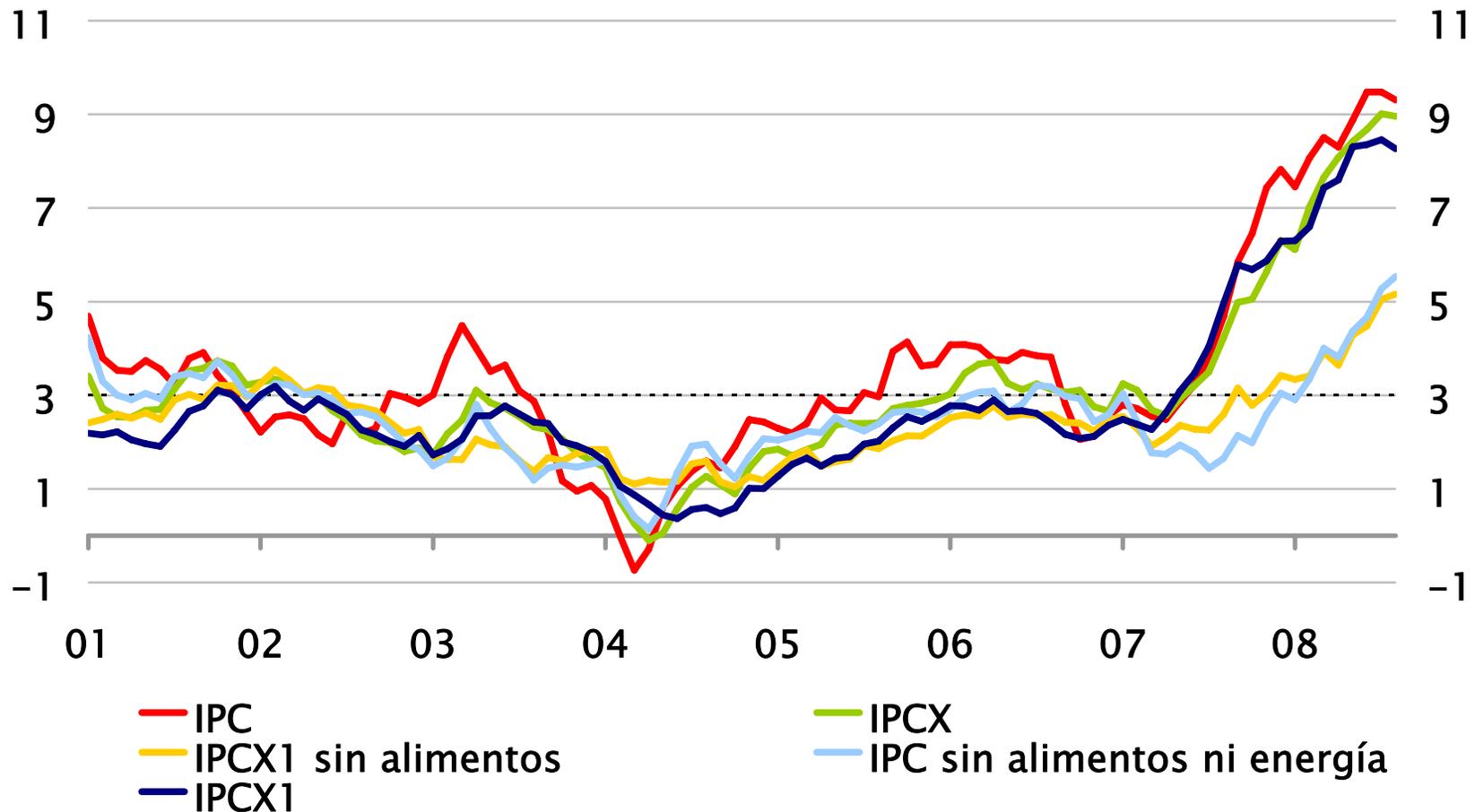
La inflación anual del IPC ha llegado al 9,5%, mientras otros indicadores de inflación también han aumentado en forma apreciable.





La inflación anual del IPC ha llegado al 9,5%, mientras otros indicadores de inflación también han aumentado en forma apreciable.

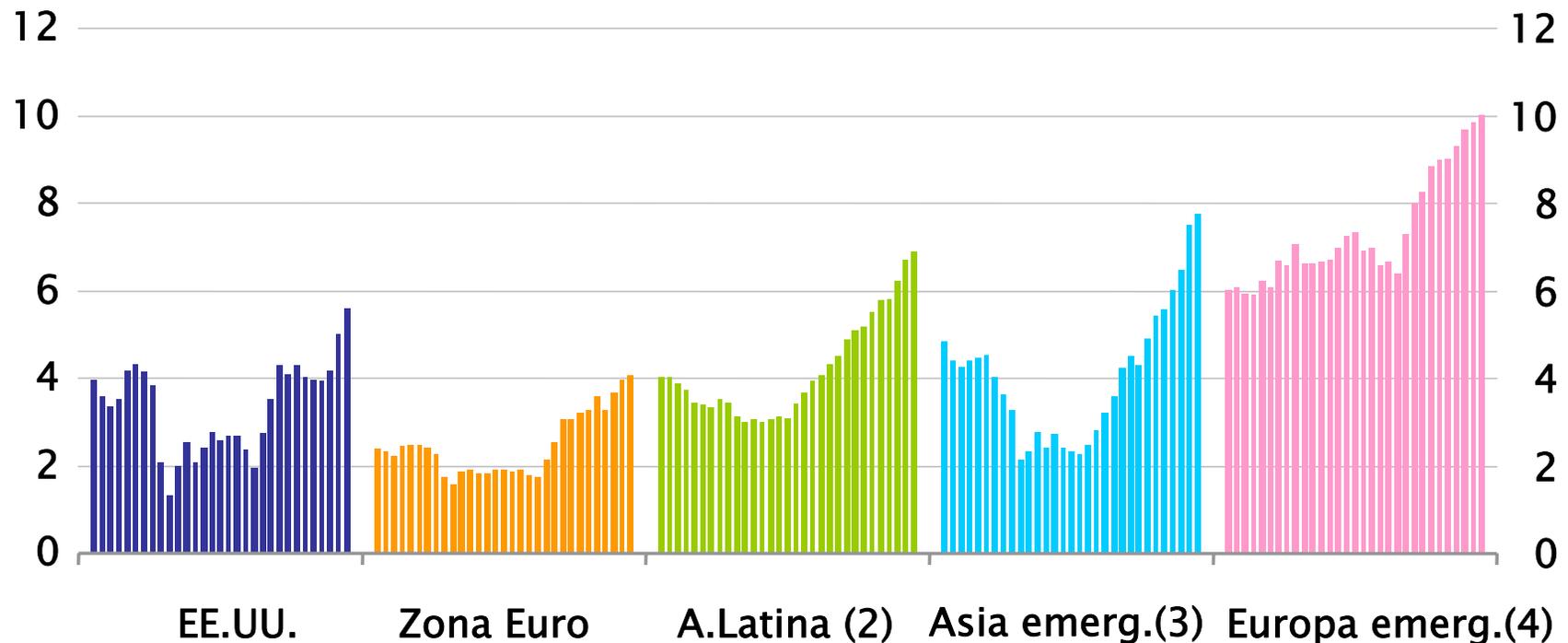
Indicadores de inflación
(variación anual, porcentaje)





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)

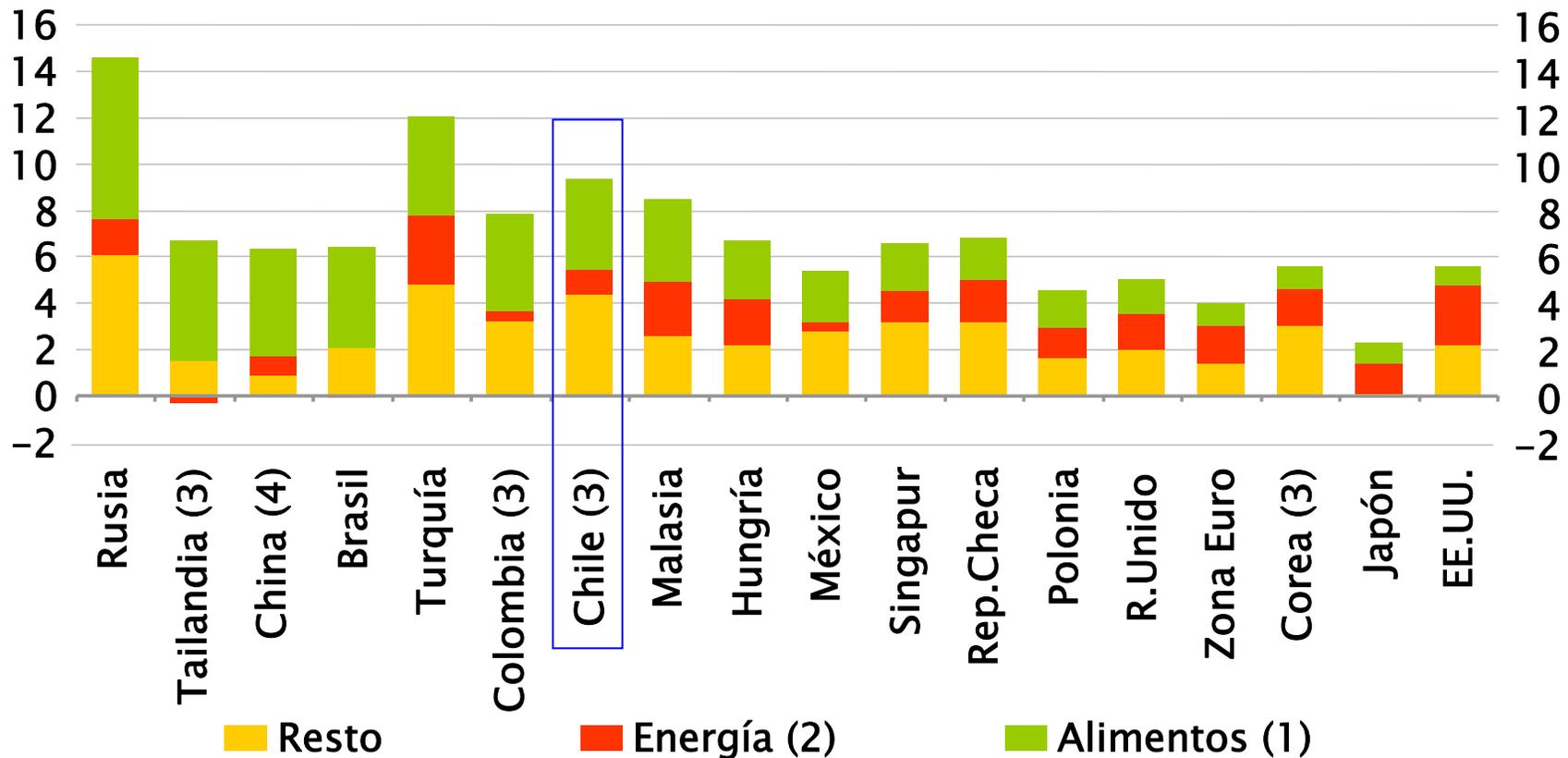


(1) Cifras corresponden al promedio geométrico de los países de cada región. (2) Considera Brasil, Colombia, Chile, México, y Perú. (3) Considera Corea del Sur, China, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taiwán. (4) Considera Hungría, República Checa, Rusia y Turquía.
Fuente: Banco Central de Chile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



A nivel global, esto obedece principalmente al aumento de los precios 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 particularmente complejo e incierto, en especial por los recientes eventos en los mercados financieros.
- Entre ellos destacan:
 - El rescate de las agencias hipotecarias Fannie Mae y Freddie Mac.
 - La quiebra del banco de inversiones Lehman Brothers.
 - El rescate de la compañía de seguros AIG.
 - La desaparición de los bancos de inversión como entidades independientes.



Escenario internacional

- En este contexto, las autoridades de EE.UU. han anunciado un plan de respaldo al sector financiero por US\$700 mil millones, para evitar un colapso del sistema.
- En otras economías desarrolladas persiste una marcada preocupación por estos desarrollos y sus efectos sobre el sector real de sus economías.
- En todo este período, los principales bancos centrales han continuado proveyendo liquidez en forma coordinada para aliviar las tensiones presentes en los mercados.
- En lo más reciente se han sumado nuevos bancos centrales a esta iniciativa.



Escenario internacional

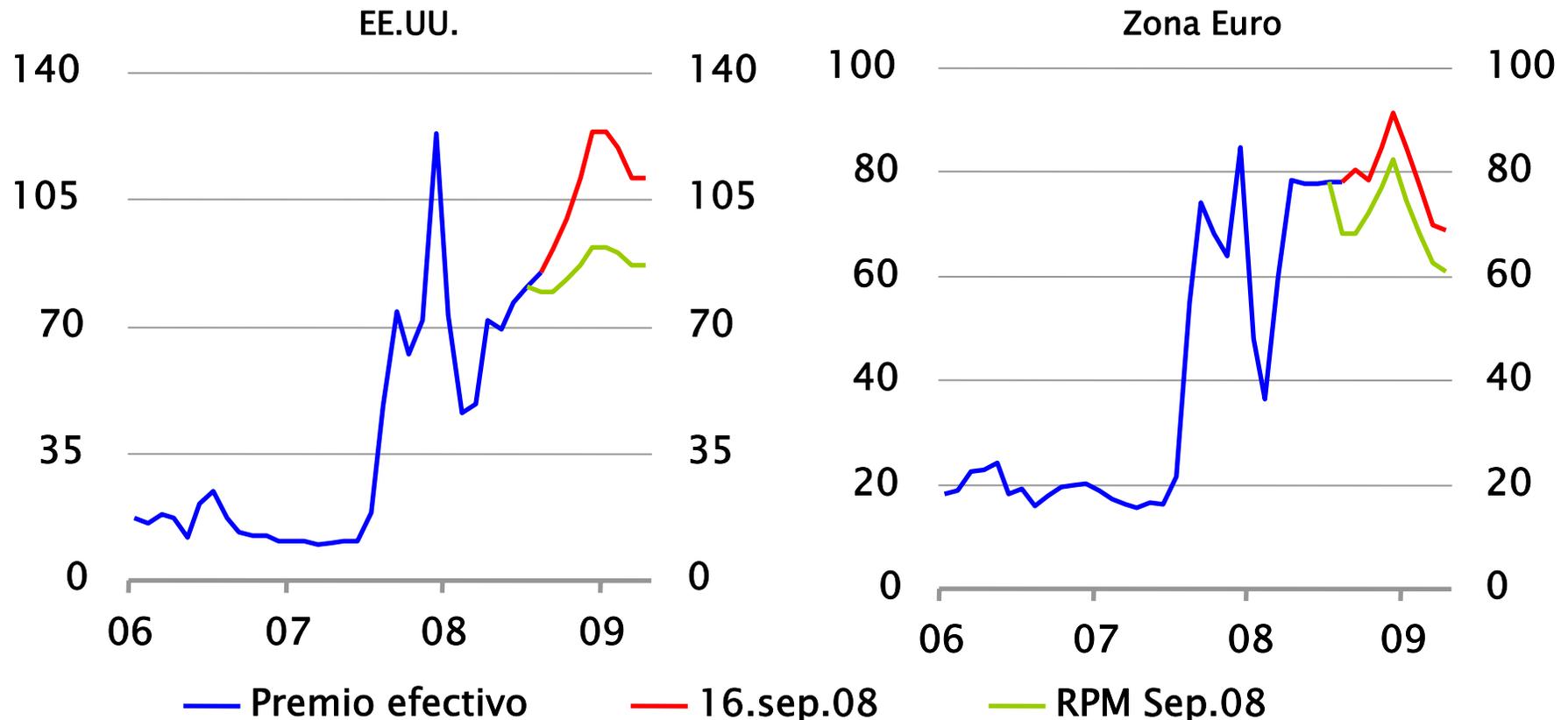
- Sin embargo, todavía no se conocen las implicancias de largo plazo de los recientes eventos, así como la persistencia de ellos.
- En el pasado, problemas de esta magnitud habrían tenido de inmediato repercusiones muy severas a nivel global.
- Hoy, la mayor parte de las economías tienen un sólido compromiso con la estabilidad macroeconómica, lo que les permite enfrentar de mejor forma este complejo escenario.
- Con todo, mientras las economías desarrolladas atraviesan por esta grave crisis financiera y experimentan una desaceleración de la actividad, las economías emergentes continúan con un crecimiento sostenido y enfrentan en general una coyuntura inflacionaria desfavorable.



A pesar del accionar conjunto de los principales bancos centrales, la tensión en los mercados financieros alcanza niveles máximos.

Liquidez mercados financieros: Premio de corto plazo (*)

(puntos base)



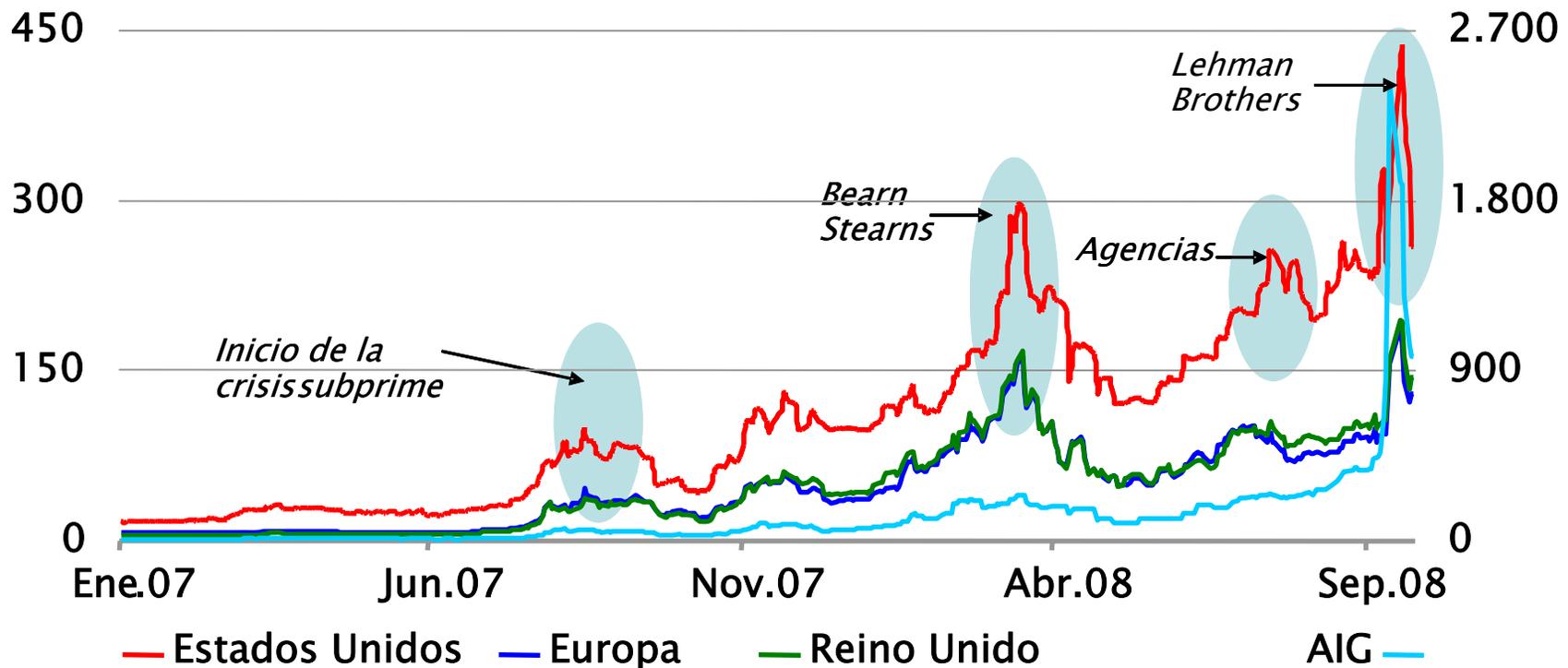
(*) Proyecciones en base a contratos futuros al 16 de septiembre de 2008. Para diciembre 2007 se considera la tasa Libor de las últimas dos semanas, es decir, desde la intervención coordinada de los principales bancos centrales mundiales.

Fuente: Bloomberg.



La percepción de riesgo respecto del sector financiero nuevamente se deterioró.

Credit default swap spread de instituciones financieras (*)
(puntos base, valores diarios)



(*) *Credit Default Swap*: seguro de cobertura de no pago de deuda.

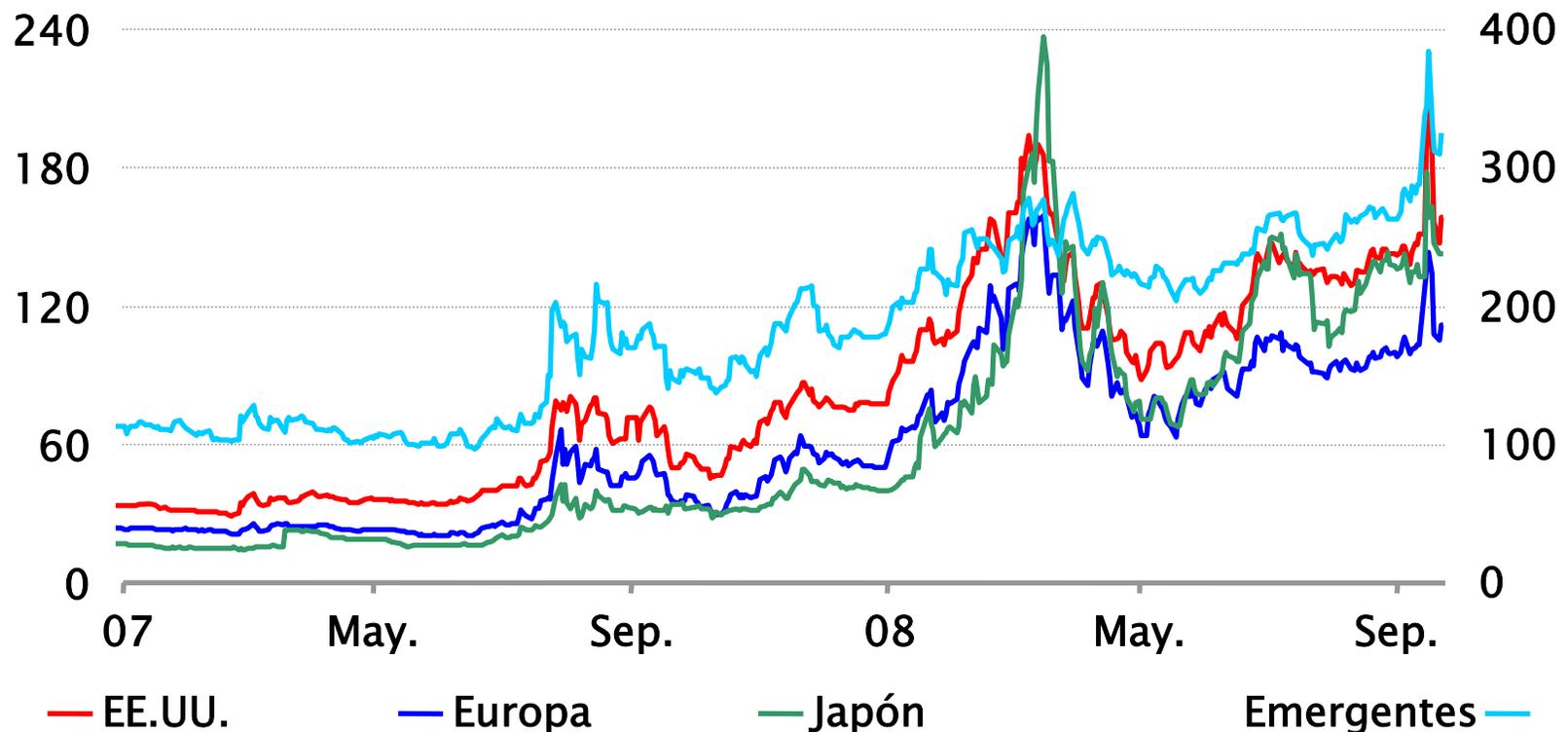
Nota: promedio simple de principales bancos. Estados Unidos incluye: Citigroup, Goldman Sachs, Lehman Brothers y Merrill Lynch. Europa: BNP Paribas, Société Générale, Deutsche Bank y UBS AG. Reino Unido: HSBC Bank, Barclays Bank, Lloyds TSB Bank y Royal Bank Scotland.

Fuentes: Bloomberg y Morgan Stanley Capital International.



Algo similar se ha observado para las empresas, pero en una menor magnitud.

Credit default swap spread de empresas (*)
(puntos base)



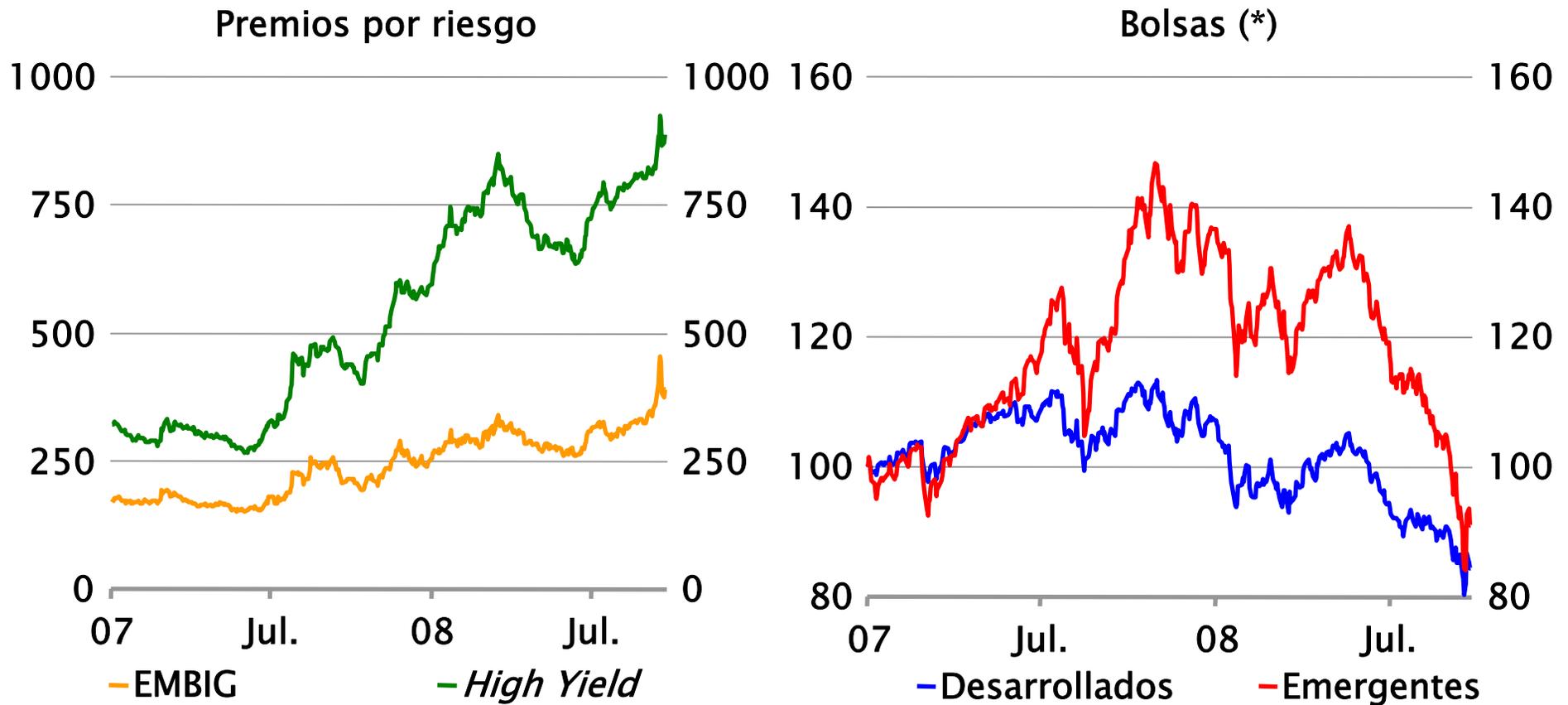
(*) *Credit Default Swap*: Seguro de cobertura de no pago de deuda. Corresponde de *credit default swap spread* de empresas de grado de inversión.

Fuente: Bloomberg.



Los premios por riesgo se han incrementado, mientras las bolsas muestran una tendencia decreciente y alta volatilidad.

Premios por riesgo y bolsas
(índice ene.07=100, puntos base, valores diarios)



(*) Corresponde a sus respectivos índices MSCI, denominados en dólares.
Fuentes: Bloomberg y Morgan Stanley Capital International.



Con todo, 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 May.08	IPoM Sep.08	IPoM May.08	IPoM Sep.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

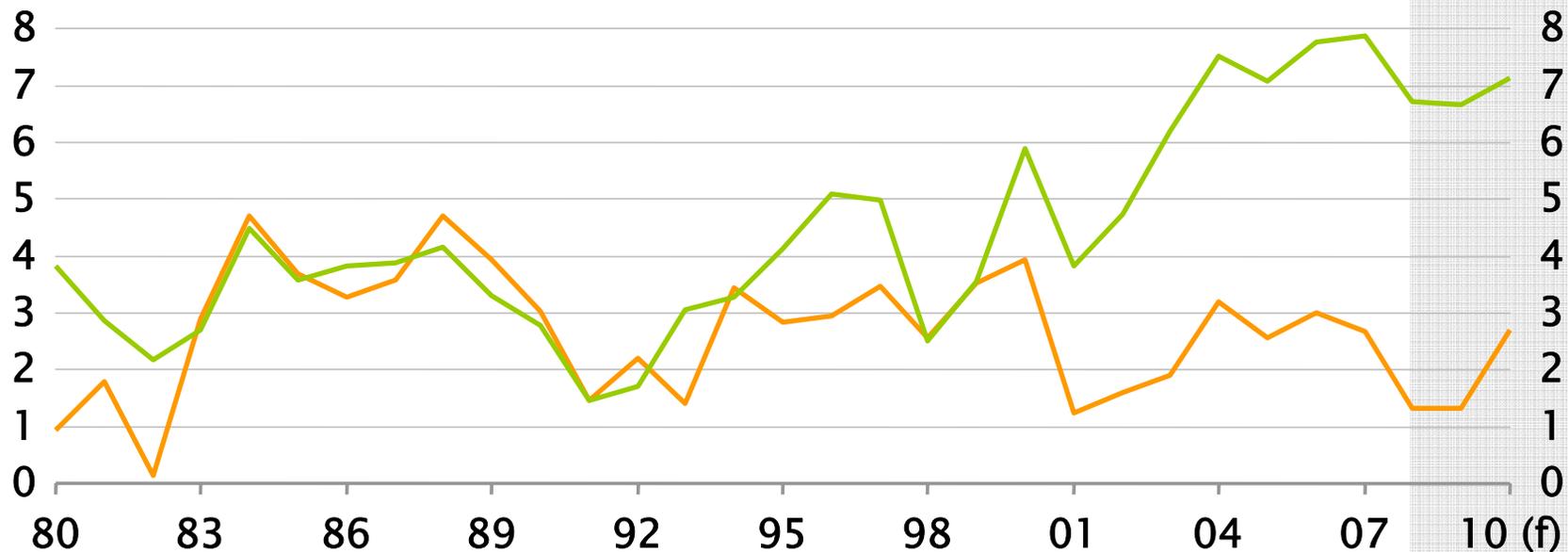
(e) Estimación. (f) Proyección.

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



Sin embargo, las diferencias de crecimiento entre regiones son apreciables, lo que plantea la pregunta de hasta cuándo persistirá el desacople.

Crecimiento mundial (*)
(variación anual, porcentaje)



— Mundo
— Economías desarrolladas
— Economías en desarrollo y emergentes
— Economías emergentes ex- China

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

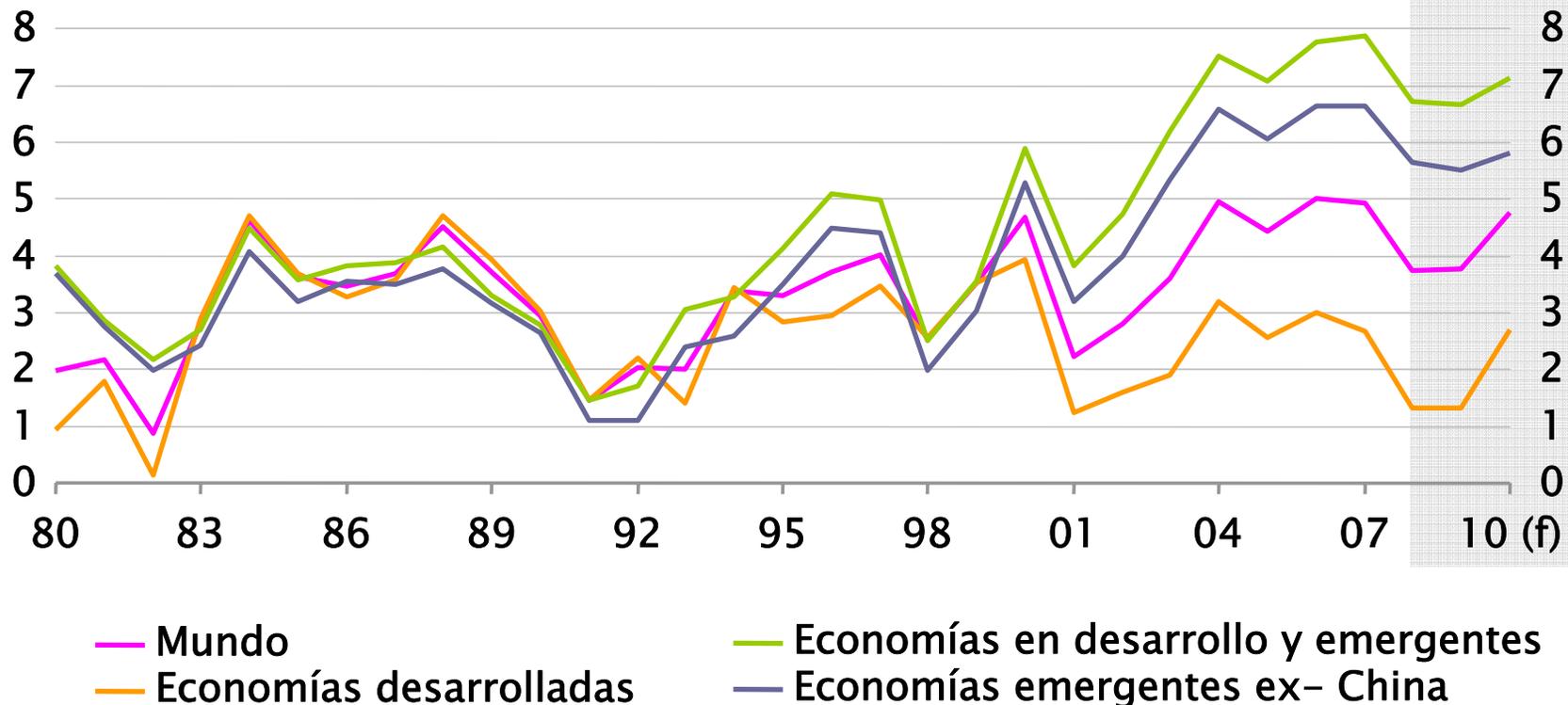
(f) Proyección.

Fuente: Fondo Monetario Internacional.



Sin embargo, las diferencias de crecimiento entre regiones son apreciables, lo que plantea la pregunta de hasta cuándo persistirá el desacople.

Crecimiento mundial (*)
(variación anual, porcentaje)



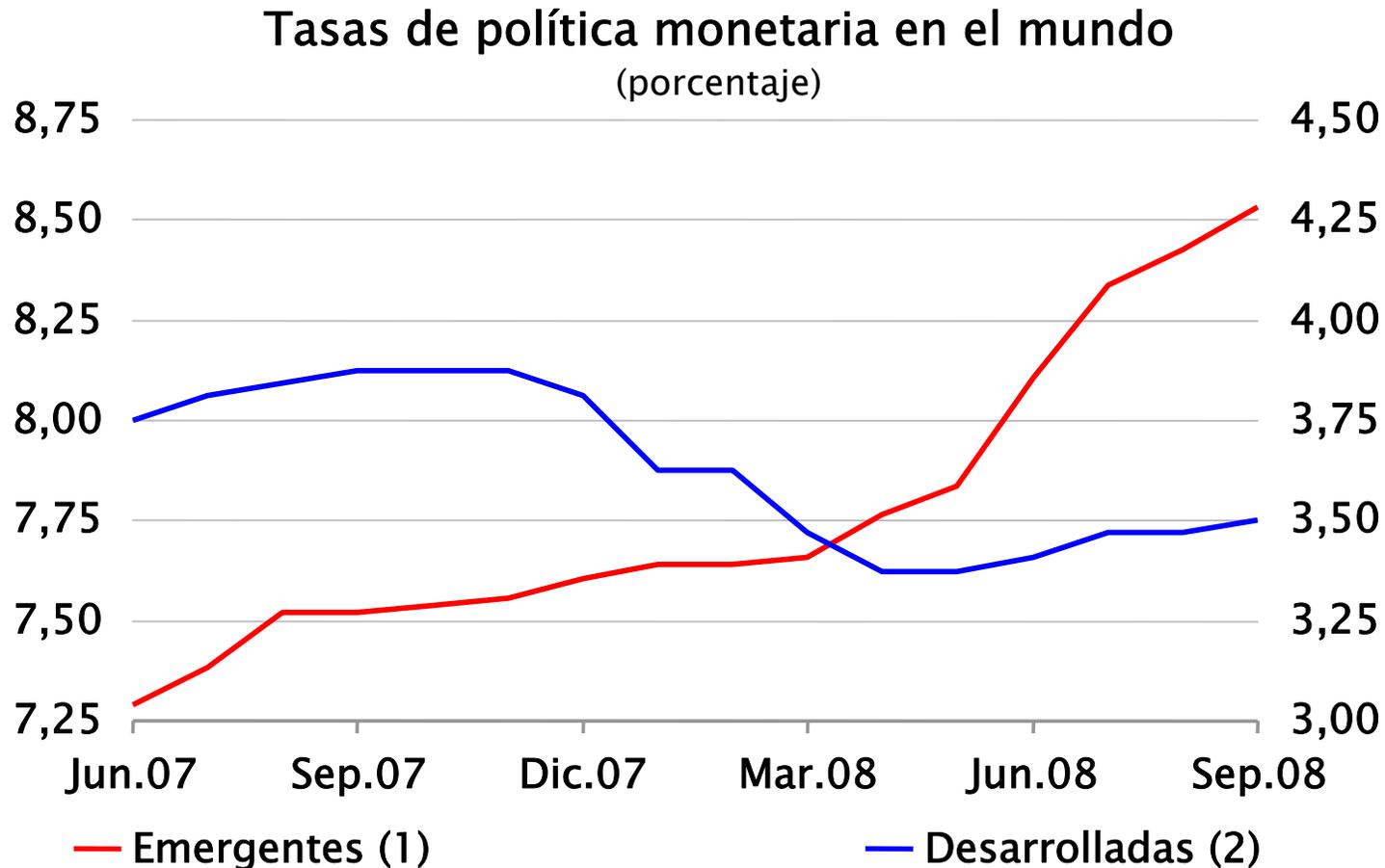
(*) Las clasificaciones por región corresponden a las definidas por el FMI.

(f) Proyección.

Fuente: Fondo Monetario Internacional.



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



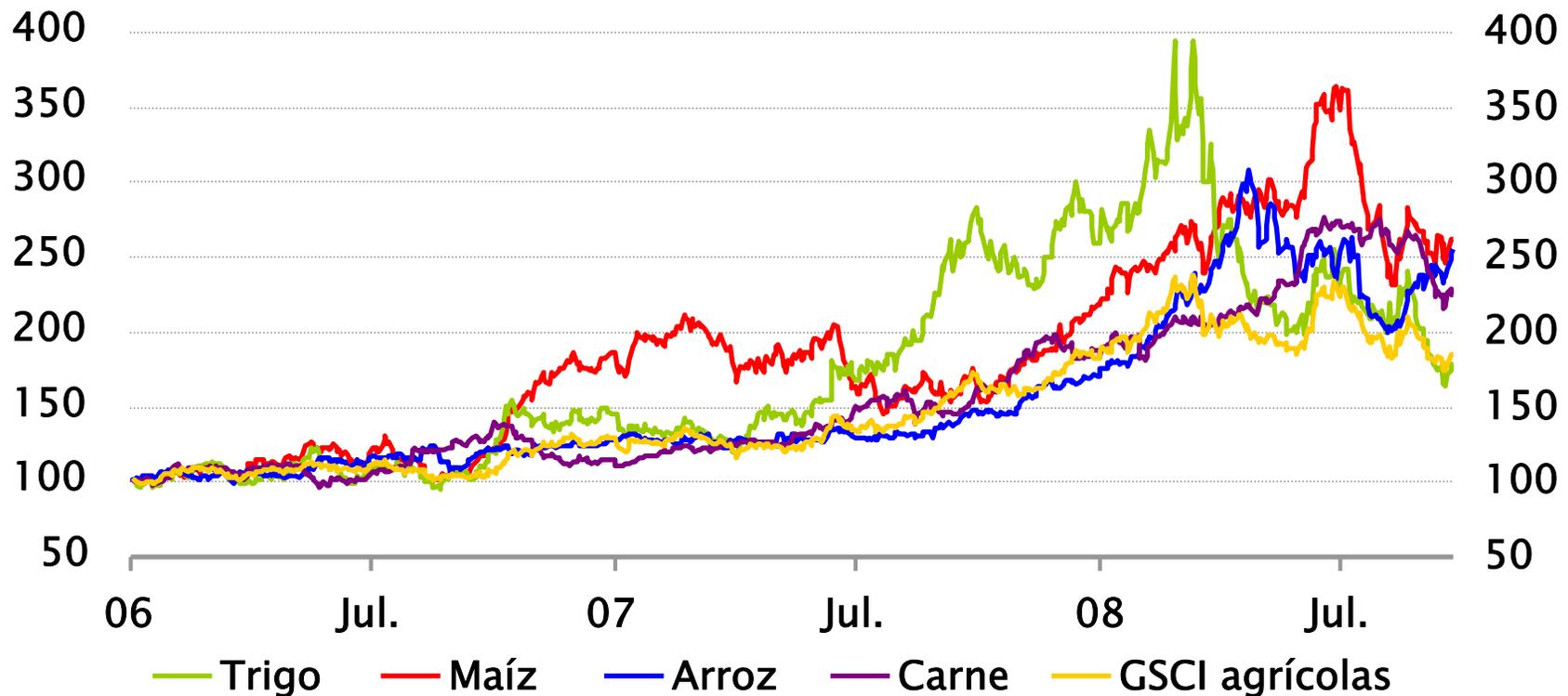
(1) Considera el promedio simple de las tasas de referencia de: Brasil, Colombia, Corea, Chile, China, Hungría, India, Israel, México, Perú, Polonia, República Checa, Sudáfrica y Turquía.

(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)



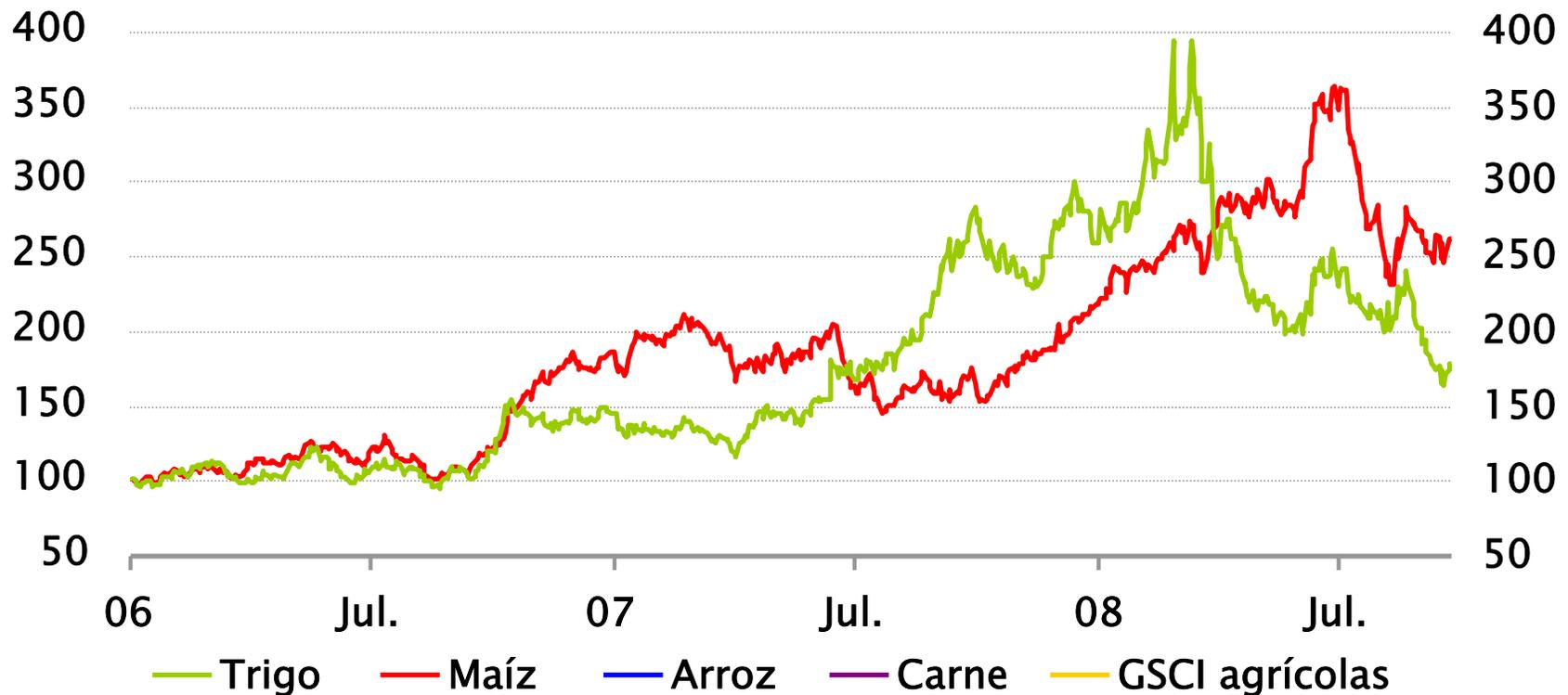
(*) Precio del maíz corresponde al contrato N°2 de maíz amarillo spot. Precio del trigo corresponde Red Soft Winter N°2 spot. Precio del arroz corresponde a grano largo bruto N°2. Precio de la carne corresponde a contratos futuros de novillos, Brasil. Índice GSCI agrícolas calculado por Goldman Sachs.

Fuente: Bloomberg.



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

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



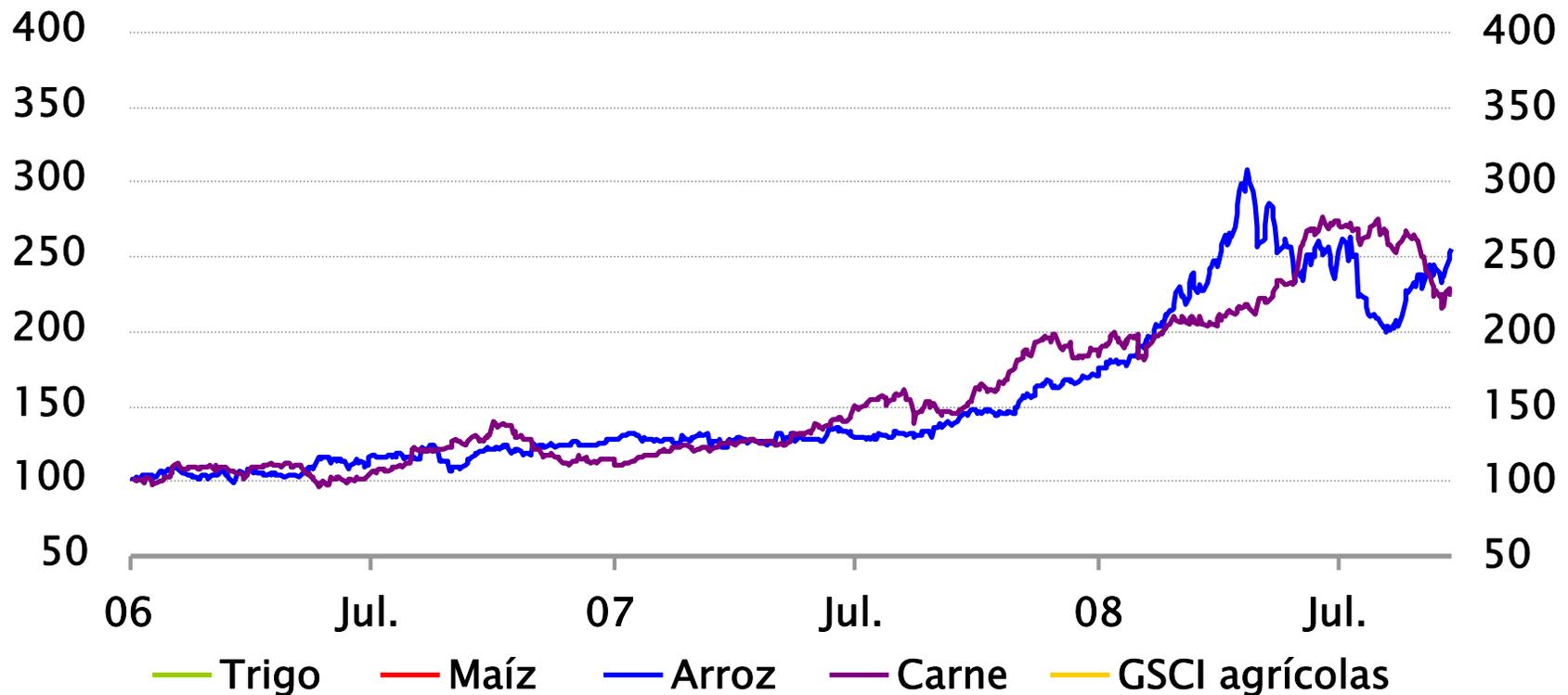
(*) Precio del maíz corresponde al contrato N°2 de maíz amarillo spot. Precio del trigo corresponde Red Soft Winter N°2 spot. Precio del arroz corresponde a grano largo bruto N°2. Precio de la carne corresponde a contratos futuros de novillos, Brasil. Índice GSCI agrícolas calculado por Goldman Sachs.

Fuente: Bloomberg.



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.



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



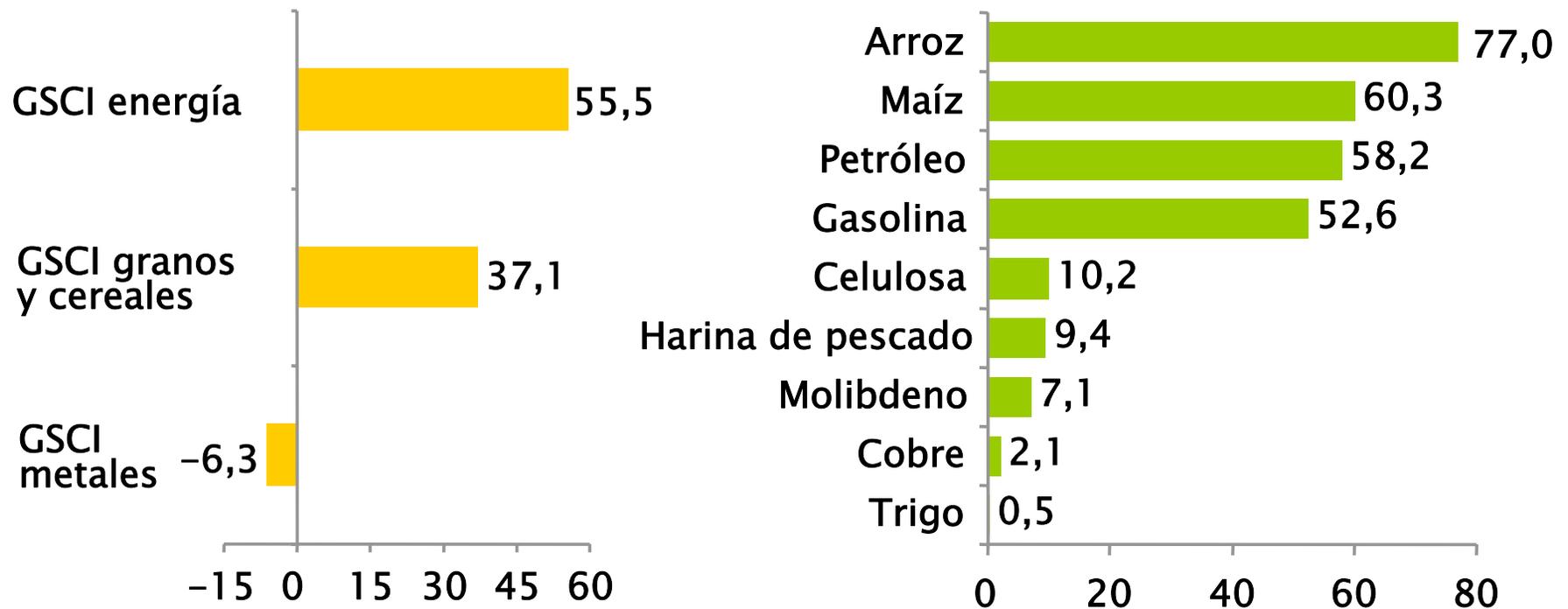
(*) Precio del maíz corresponde al contrato N°2 de maíz amarillo spot. Precio del trigo corresponde Red Soft Winter N°2 spot. Precio del arroz corresponde a grano largo bruto N°2. Precio de la carne corresponde a contratos futuros de novillos, Brasil. Índice GSCI agrícolas calculado por Goldman Sachs.

Fuente: Bloomberg.



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

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



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

Fuente: Bloomberg.



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

- El escenario base del IPoM contempla que en el período 2008–2010, el escenario externo no contribuirá a la generación de holguras de capacidad significativas en el plano interno.
- Sin embargo, como es habitual en nuestros análisis, no podemos descartar escenarios alternativos.



Escenario interno



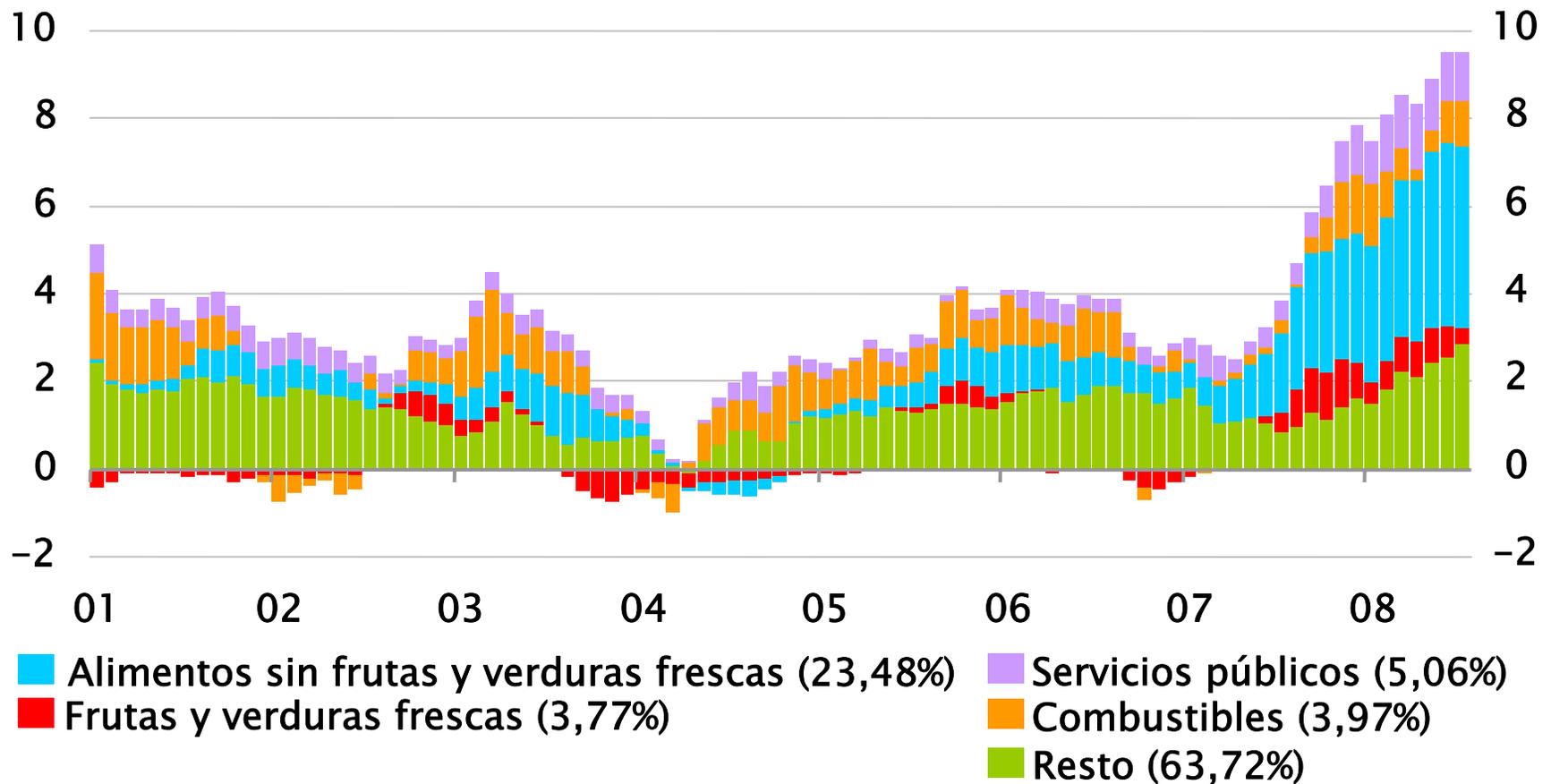
Evolución de la inflación

- 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).

Incidenias en la inflación anual del IPC (puntos porcentuales)

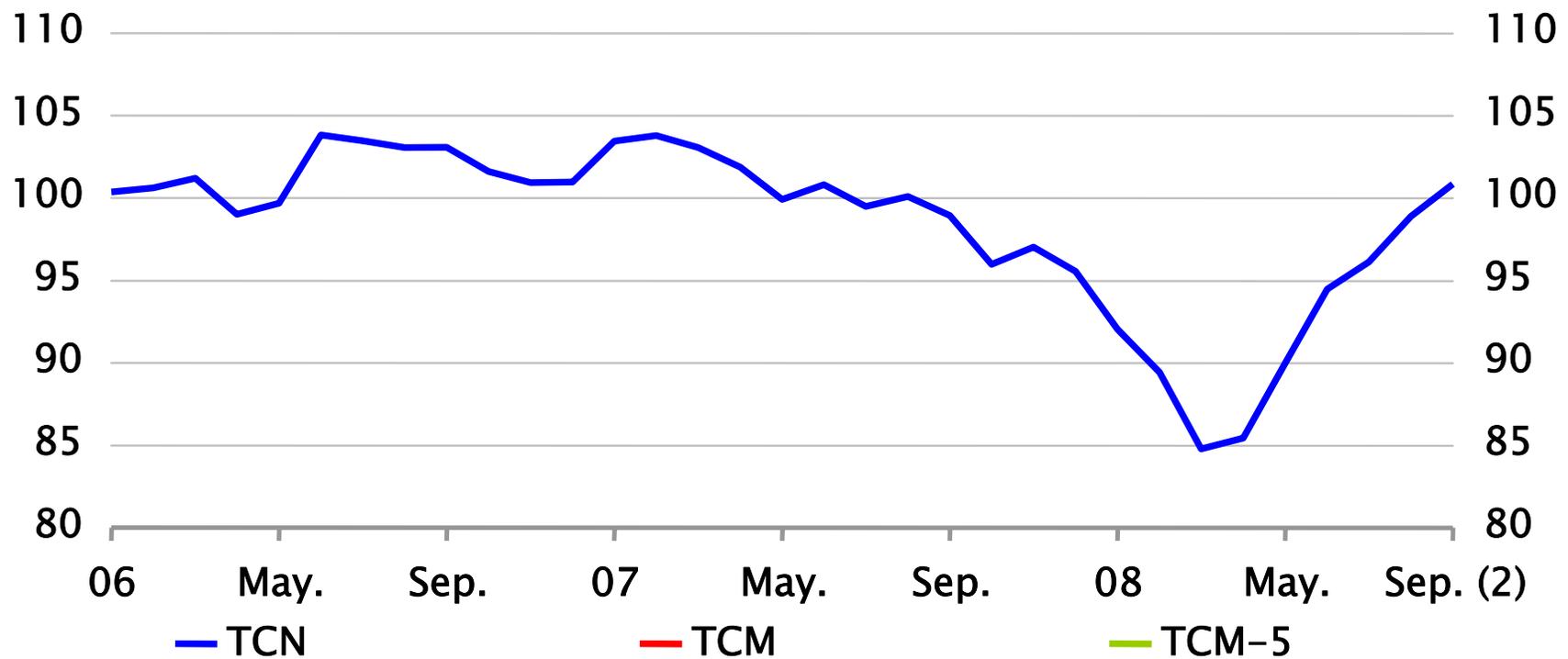


Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



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

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

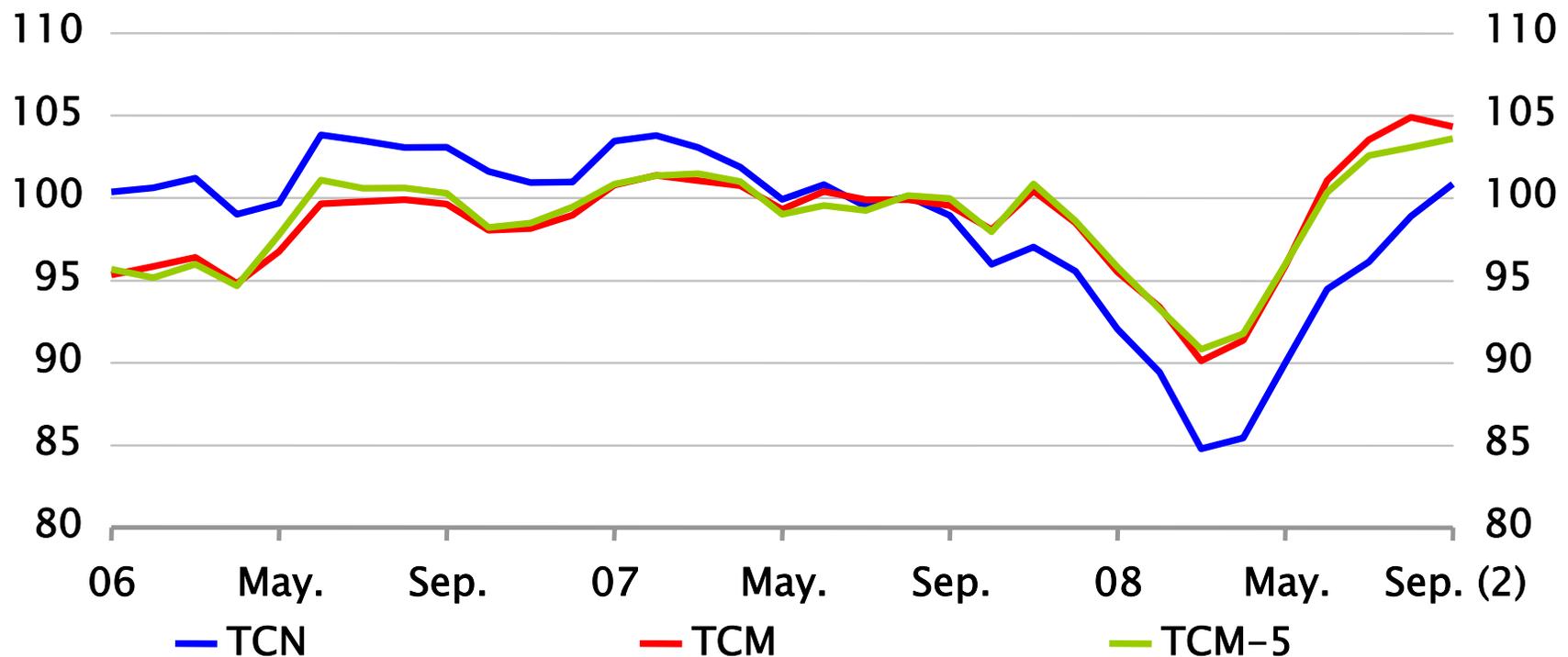


(1) Corresponde al promedio hasta el 24 de septiembre de 2008.
Fuente: Banco Central de Chile.



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

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



(1) Corresponde al promedio hasta el 24 de septiembre de 2008.
Fuente: Banco Central de Chile.



Intervención

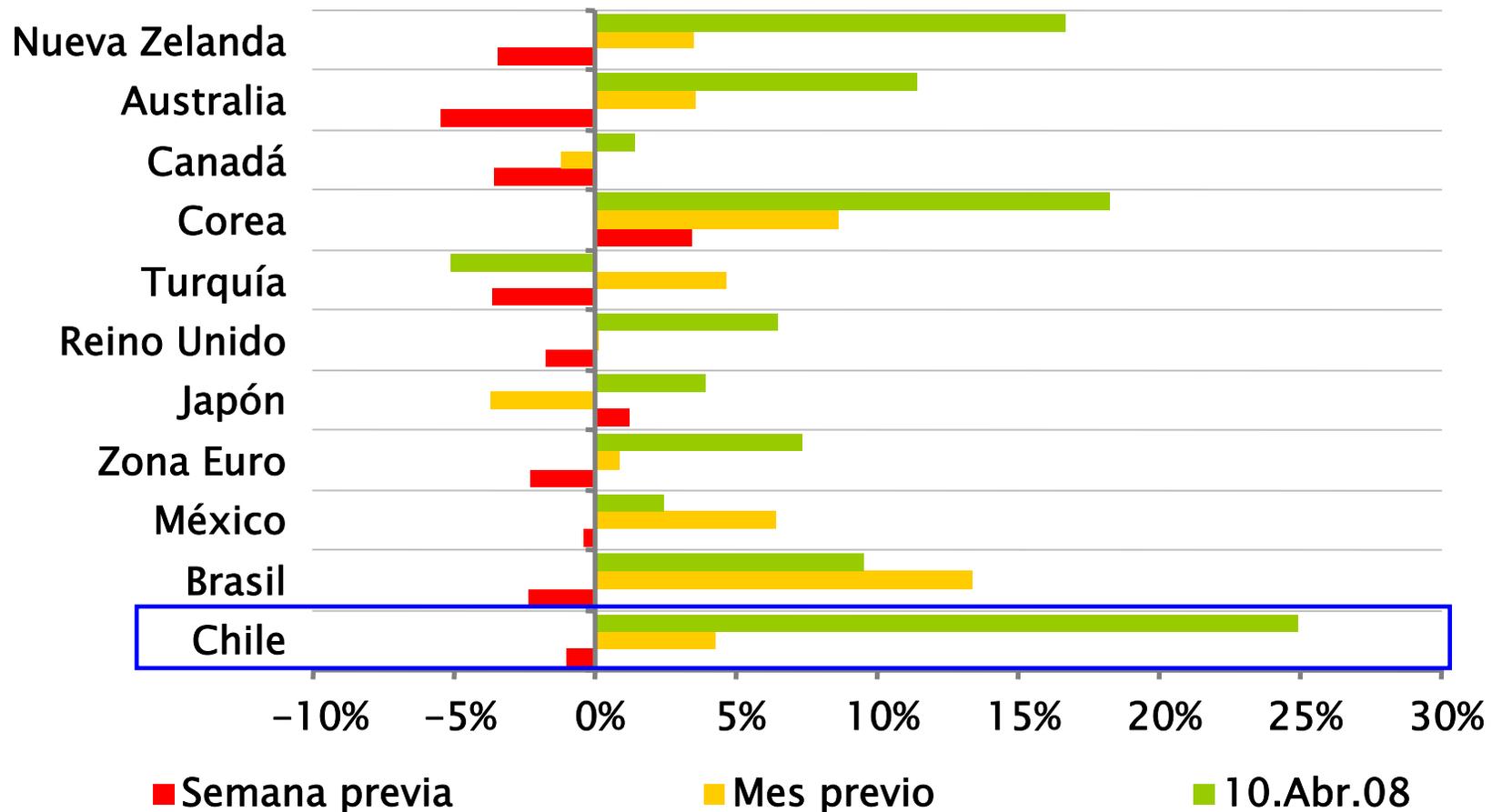
- La intervención se ha llevado a cabo de acuerdo con lo programado, sin ningún objetivo cambiario.
- El propósito de la intervención era fortalecer nuestra posición de liquidez internacional en un momento en que el peso parecía haberse fortalecido más allá de lo que indicaban sus fundamentales.
- Tras 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, ubicándose esta semana en torno a \$100 por sobre su valor mínimo previo.
- En todo caso, es difícil asignar una parte significativa de este incremento a la intervención.



Desde la intervención también se han depreciado otras monedas, en especial las vinculadas a “*commodities*”.

Tipo de cambio nominal

(variación entre la fecha indicada y el 24 de septiembre de 2008, porcentaje)





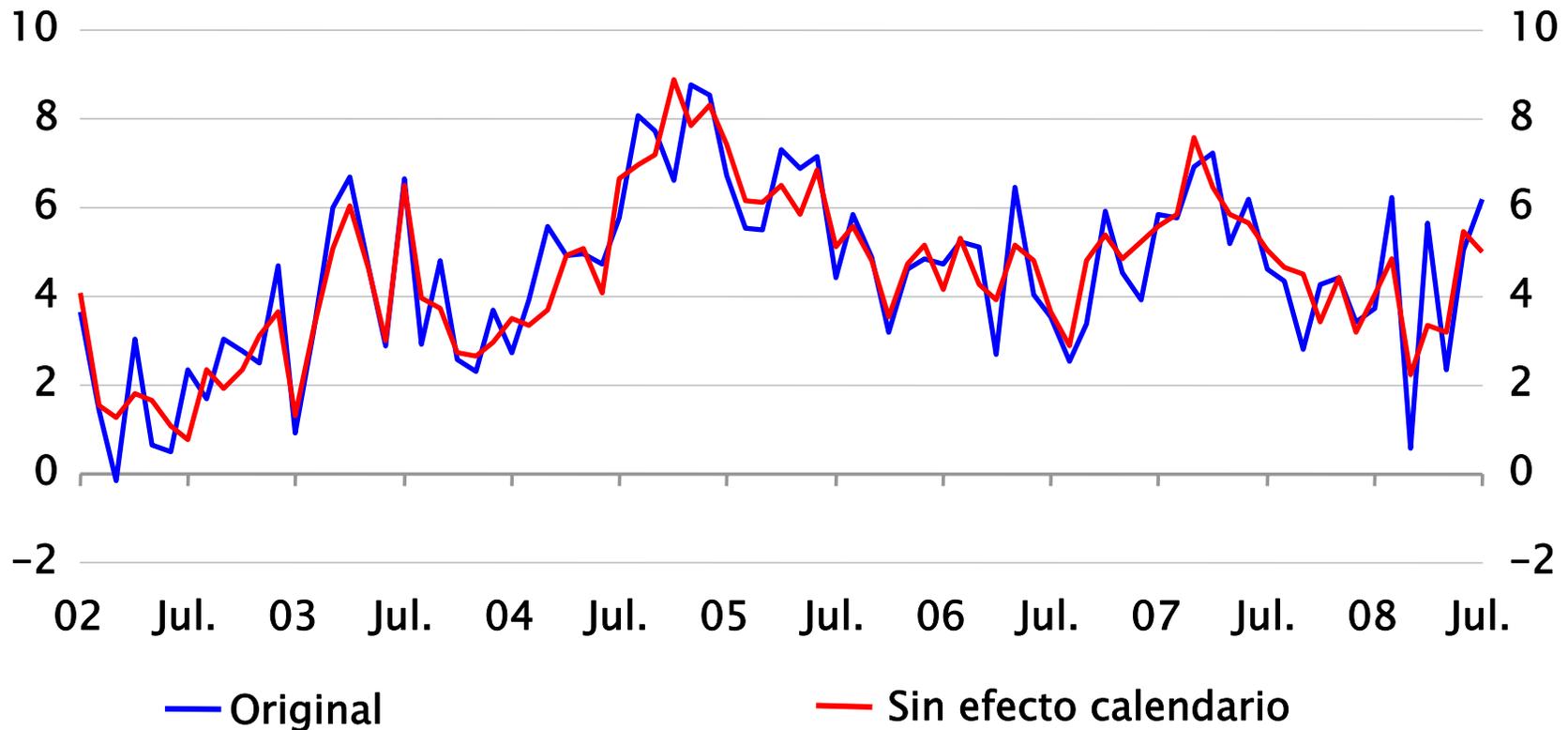
Tipo de cambio

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



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

IMACEC
(variación real anual, porcentaje)

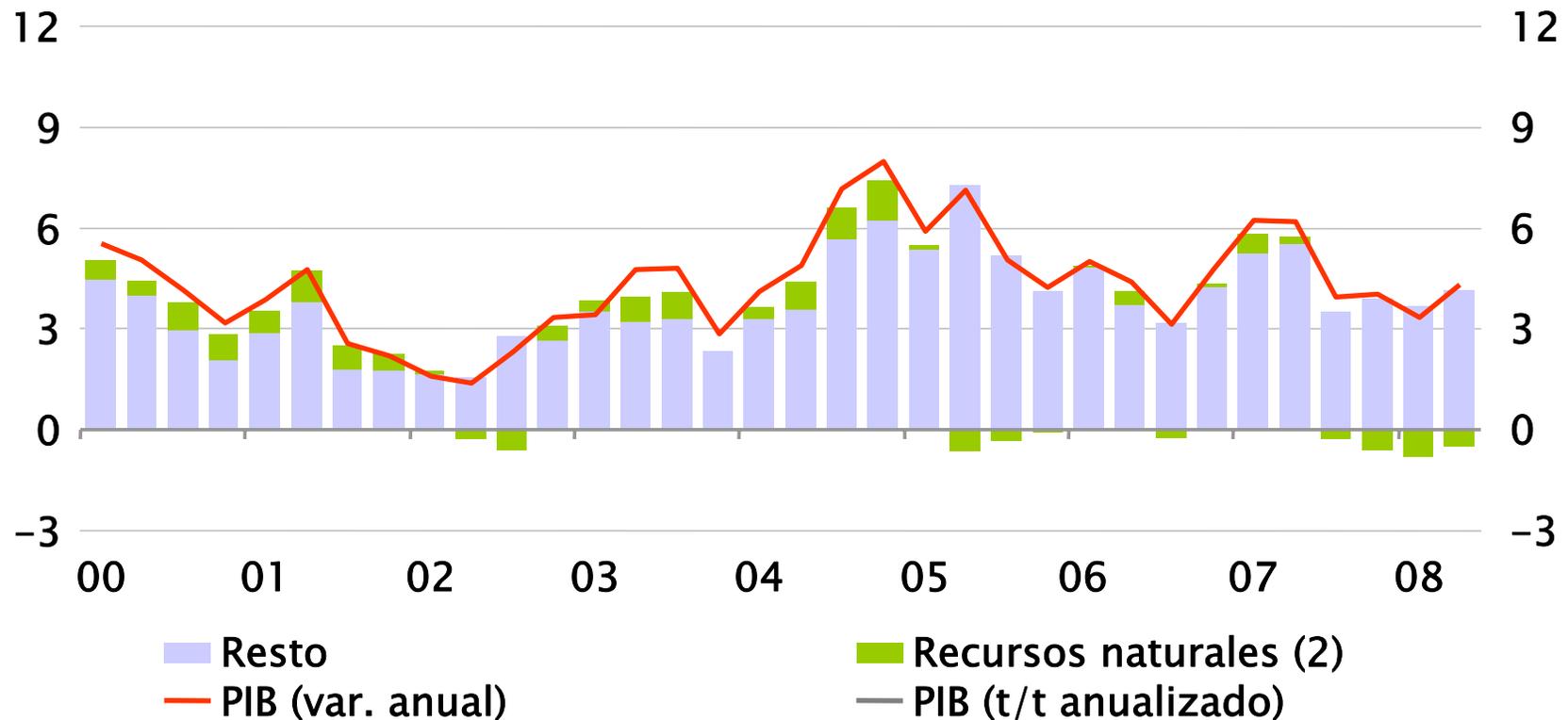


Fuente: Banco Central de Chile.



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

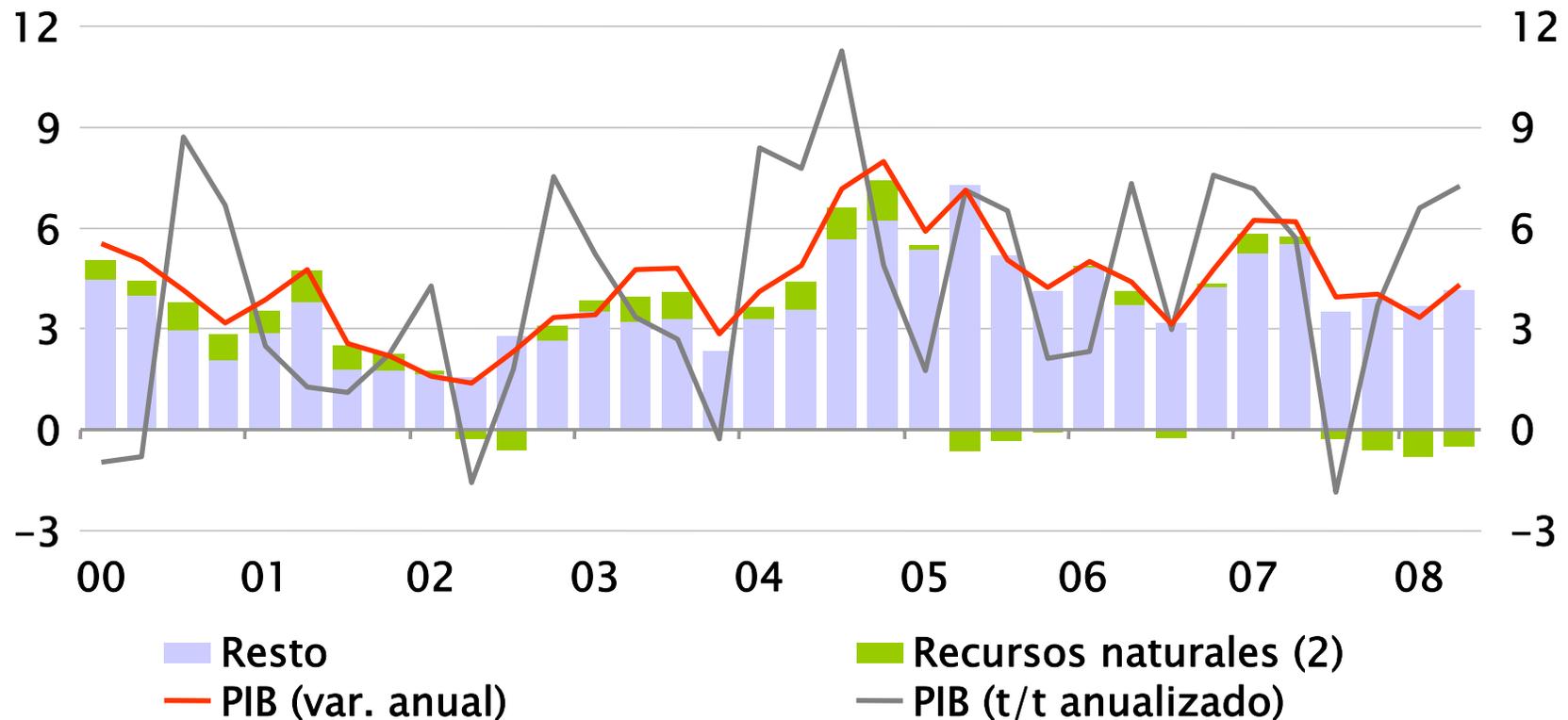
(2) Corresponde a los sectores: minería, pesca y EGA.

Fuente: Banco Central de Chile.



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

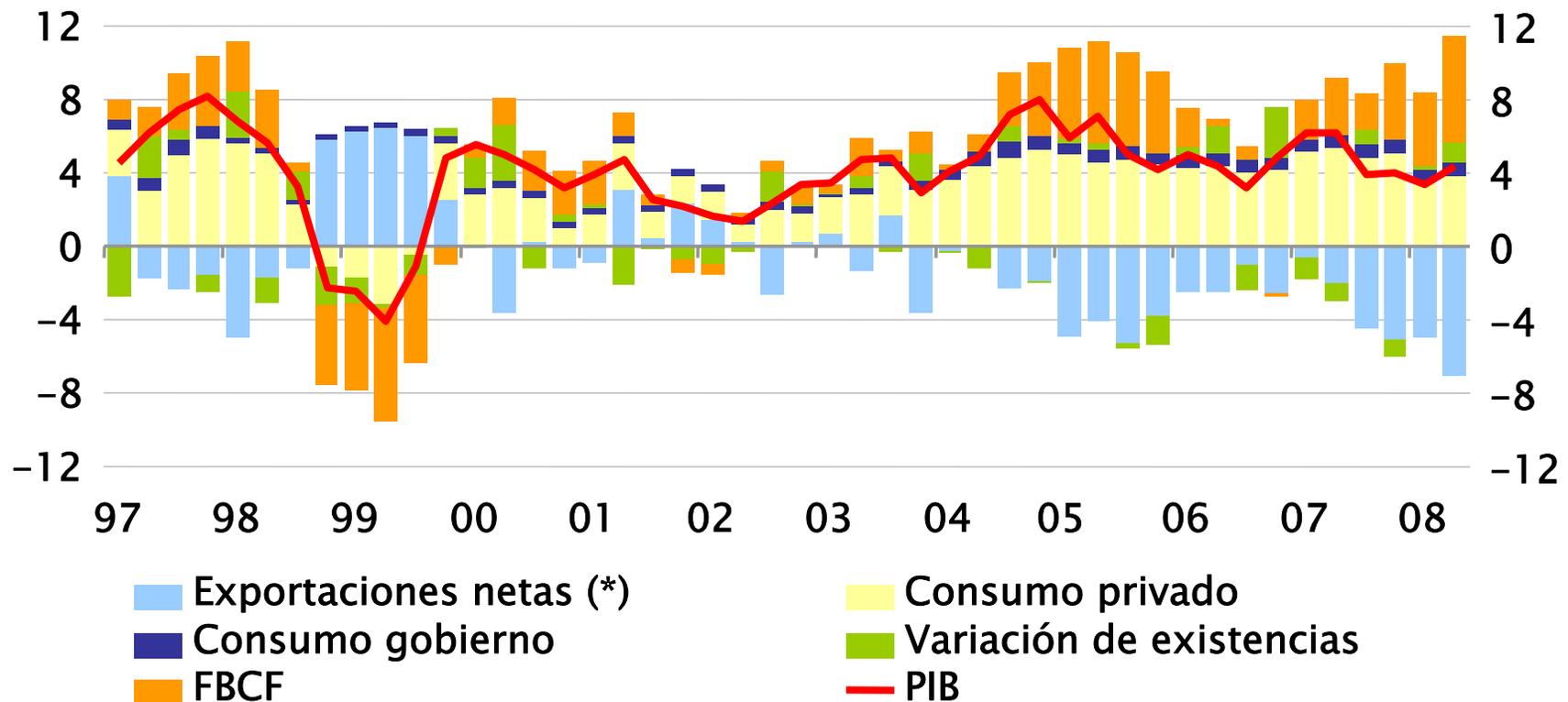
(2) Corresponde a los sectores: minería, pesca y EGA.

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.



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.



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 adoptarán también con expectativas alineadas con la meta de inflación.



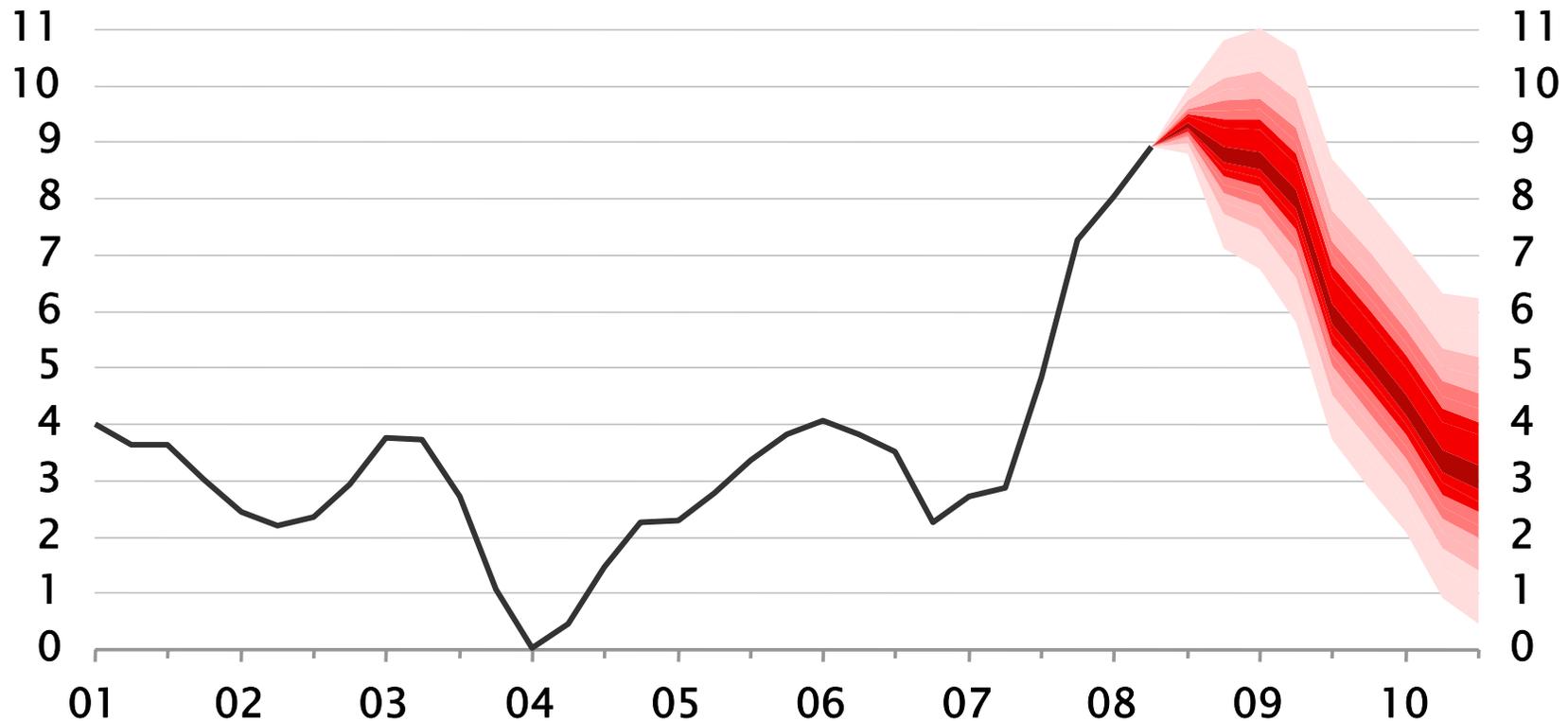
Escenario base

- La política monetaria se conduce sobre la base de 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 decisiones de política monetaria adicionales para corregir esos 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)

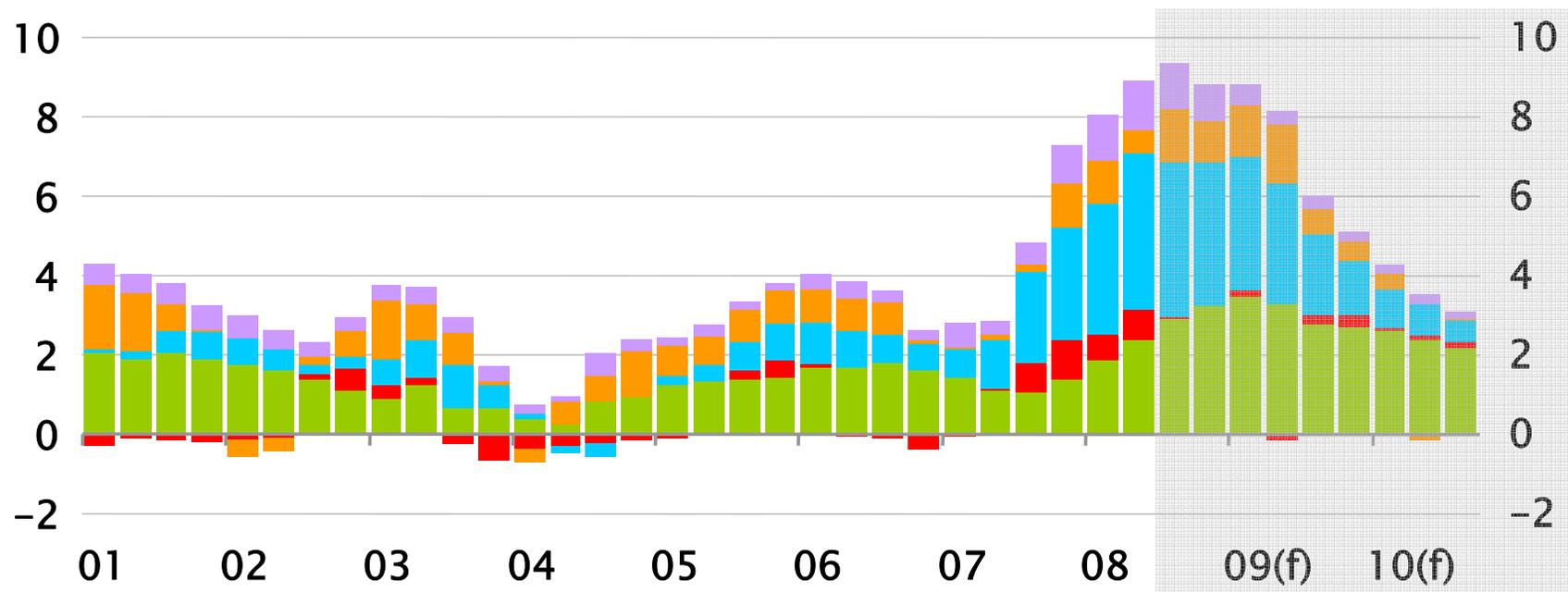


Fuente: Banco Central de Chile.



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. Esto es coherente con que el PIB aumentará a una tasa entre 3,5 y 4,5% el 2009, con un balance de riesgos que está sesgado a la baja.



Conclusiones

- El Consejo 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.



Conclusiones

- Si los desarrollos nos alejan del escenario base, observándose una mayor propagación y persistencia de la inflación, el Banco Central deberá ajustar con mayor severidad la política monetaria.
- Por el contrario, si 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

- No se puede descartar que la actual desaceleración de los países avanzados sea más profunda y prolongada que la contemplada en nuestro escenario central.
- Si ello ocurre, lo incorporaremos en el análisis que fundamenta nuestras decisiones.
- Con todo, en la actualidad, la convergencia de la inflación a su meta no se puede hacer descansar en las debilidades que exhibe el escenario mundial.



Conclusiones

- Al perseguir con firmeza la estabilidad de precios, el Banco Central efectúa su mejor contribución al desarrollo del país y al bienestar de la población.



PANORAMA ECONOMICO

Enrique Marshall Rivera
Consejero

V Encuentro Regional de los GTT de la Región del Maule
Linares