

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

SEPTIEMBRE 2003



BANCO CENTRAL DE CHILE

TEMAS

- I. ESCENARIO INTERNACIONAL
- II. EVOLUCIÓN RECIENTE DEL
ESCENARIO INTERNO
- III. PERSPECTIVAS DE ACTIVIDAD E
INFLACIÓN
- IV. ESCENARIOS DE RIESGO
- V. CONCLUSIONES

I. Escenario Internacional

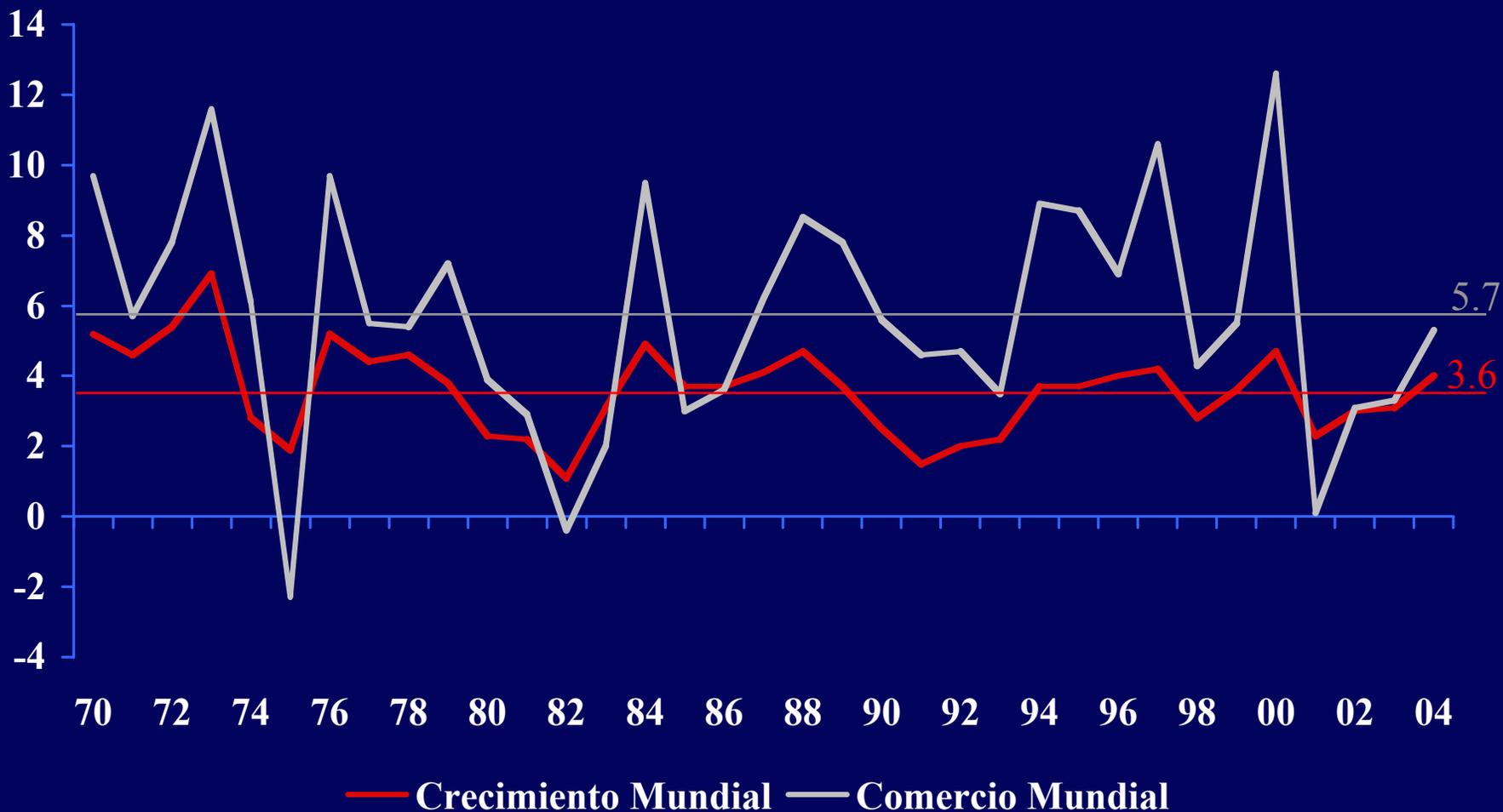
Escenario Internacional

- La muy esperada recuperación de EE.UU. muestra señales de que está por fin llegando.
- En Europa el crecimiento sigue corrigiéndose a la baja; esta tendencia no ha cambiado significativamente desde el último informe.
- La recuperación en EE.UU., el sorpresivo crecimiento de Japón y el aumento del apetito por riesgo son los principales cambios en el entorno externo.

Escenario Internacional

- Estos cambios, unidos a mejores perspectivas para Asia emergente, permiten prever un año 2004 más normal para la economía mundial.
 - Además, se han corregido al alza las proyecciones de crecimiento del 2003 para EE.UU. y Japón.
- Esta es una buena noticia dado que los tres últimos años han sido “pobres”.
 - La economía mundial va a completar el 2003 tres años consecutivos de crecimiento por debajo del promedio de los últimos 34 años.

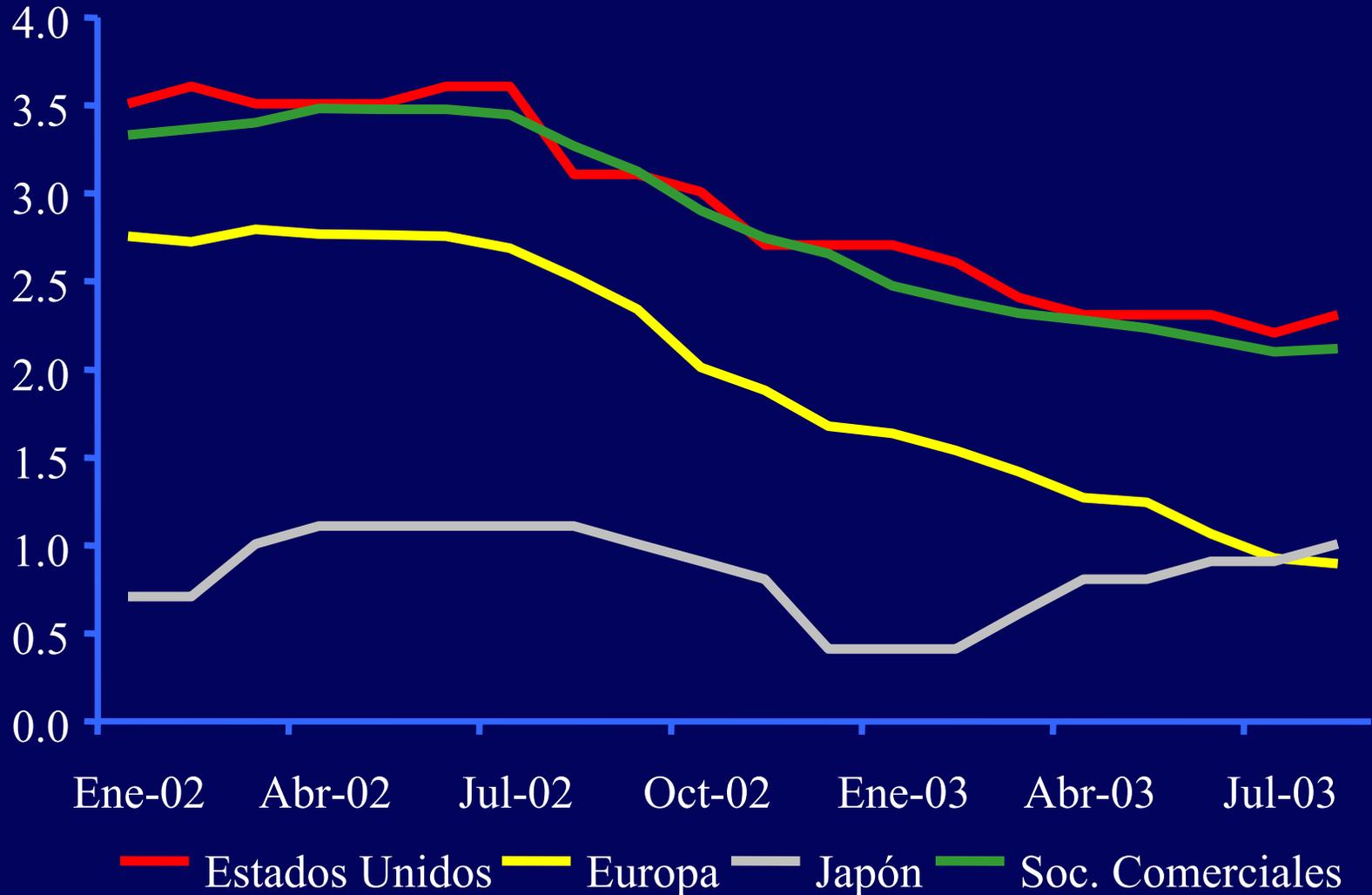
Producto y Comercio Mundial 1970-2004



Fuente: FMI

Proyecciones de Crecimiento 2003

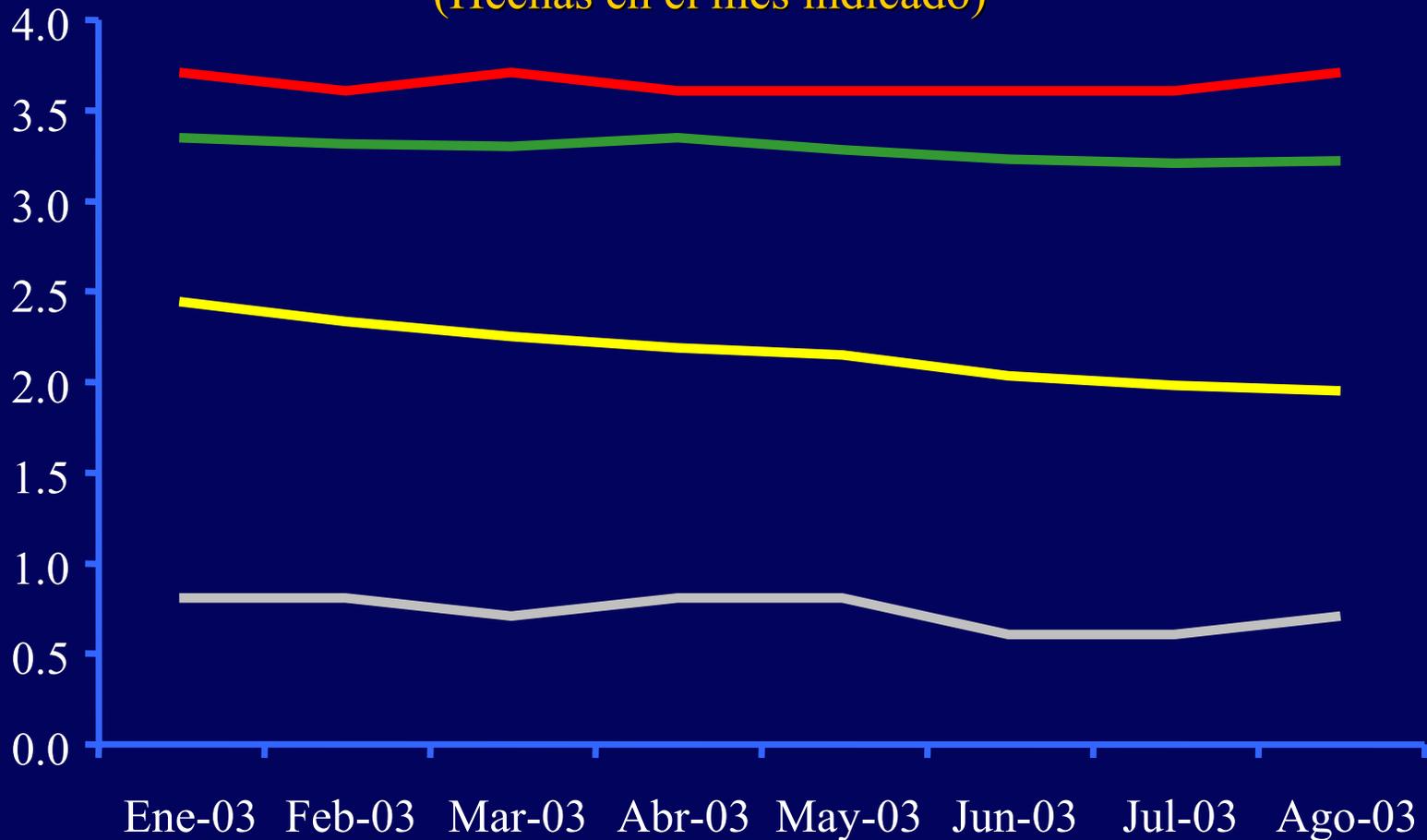
(Hechas en el mes indicado)



Fuente: Consensus Forecasts

Proyecciones de Crecimiento 2004

(Hechas en el mes indicado)



Estados Unidos Europa Japón Soc. Comerciales

Fuente: Consensus Forecasts

Crecimiento Mundial

(%)

	90-99	2001	2002	2003			2004		
	Prom.			ene.	may.	sep.	ene.	may.	sep.
EE.UU.	3.0	0.3	2.4	2.6	2.3	 2.4	3.5	3.2	 3.6
Zona Euro	2.1	1.6	0.8	1.5	1.1	 0.7	2.5	2.4	 2.2
Europa	2.0	1.6	1.0	1.7	1.3	 0.9	2.5	2.5	 2.3
Japón	1.7	0.4	0.2	0.3	1.0	 2.0	0.7	0.9	 1.7
Resto de Asia	7.9	5.2	6.6	6.3	6.0	 6.1	6.5	6.6	= 6.6
América Latina	2.8	0.3	-0.9	2.1	1.2	 1.1	3.3	3.4	 3.8
Mundial	3.3	2.1	2.7	3.1	2.9	 3.0	3.8	3.8	 3.9
Soc. Comerciales	3.0	1.4	2.1	2.7	2.3	= 2.3	3.4	3.4	 3.6

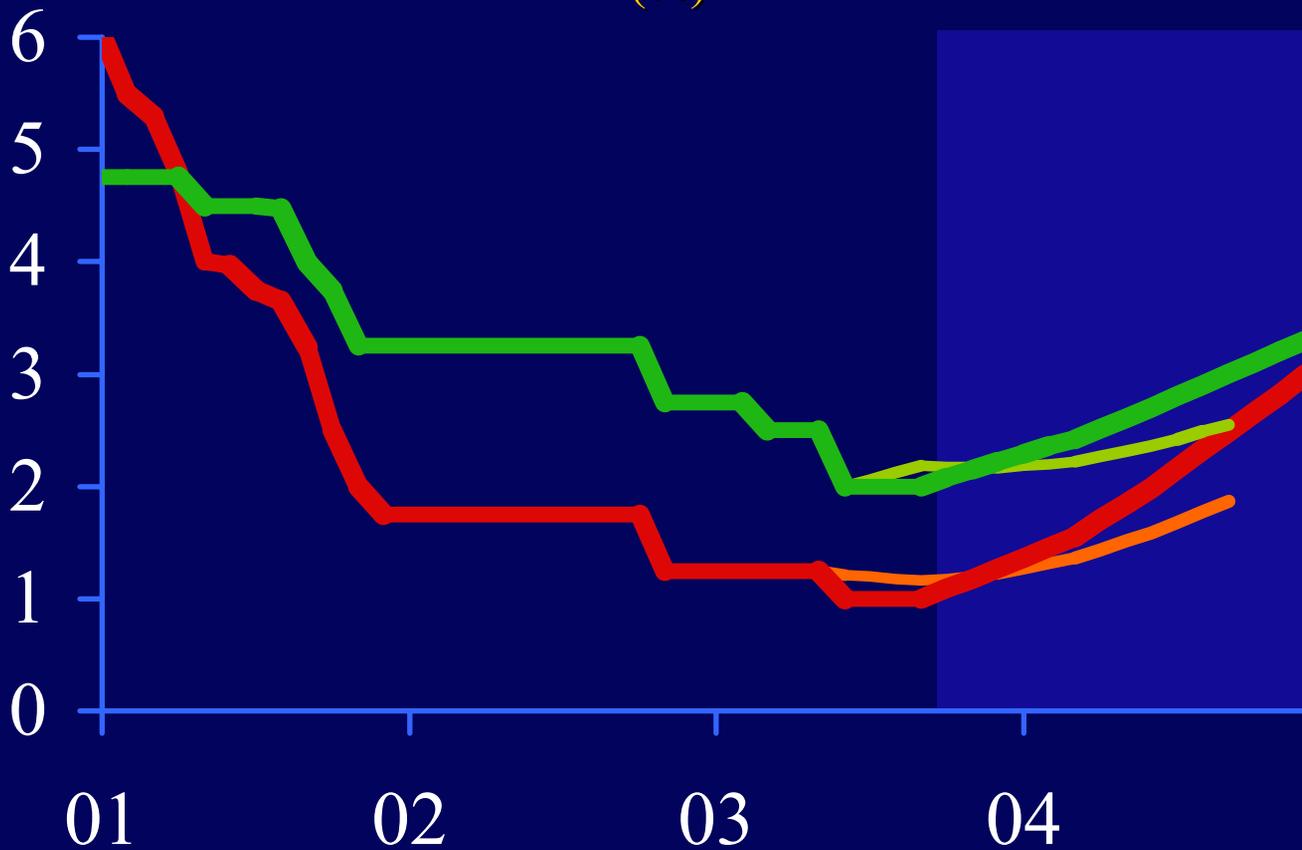
Fuente: Consensus Forecasts y Bancos de Inversión

Escenario Internacional

- Hasta junio la Fed y el BCE bajaron tasas, por riesgos de menor crecimiento y deflación.
- Ahora, mejores perspectivas de crecimiento han llevado a parte del mercado a descartar nuevos relajamientos monetarios por parte de la Fed y el BCE.
- De hecho, se espera el inicio de un ciclo de alzas de tasas para el próximo año.

Tasas de Política Monetaria y Forward Libor 90 días

(%)



FED BCE
FED mayo BCE mayo

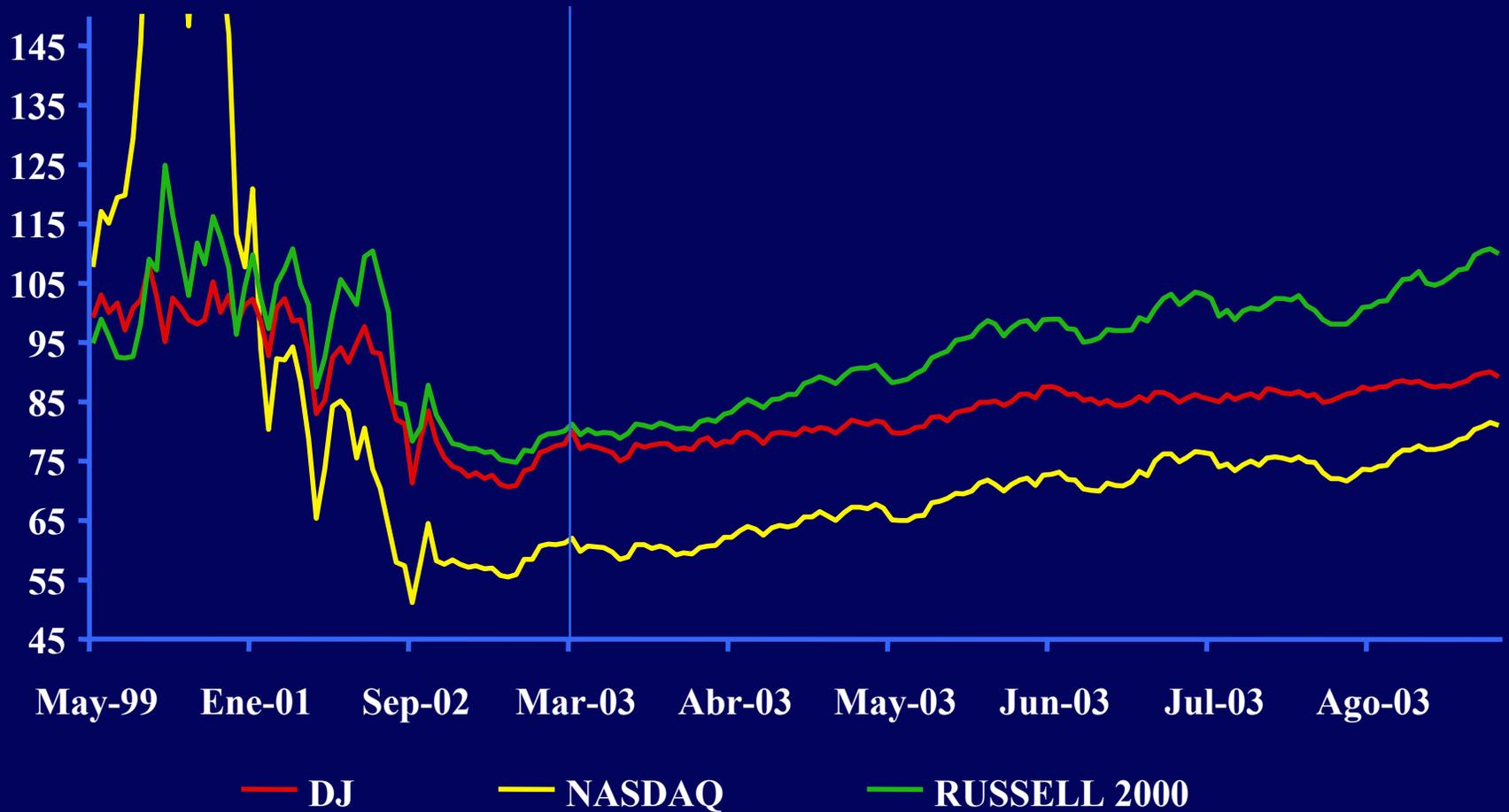
Fuente: Bloomberg

Escenario Internacional

- En nuestra región destaca el avance en las reformas de Brasil y la mejora en Argentina.
- Aunque a Argentina le quedan innumerables problemas por resolver.
- Otros hechos importantes han sido la recuperación, desde comienzos de año, de las bolsas y el aumento del apetito por riesgo.

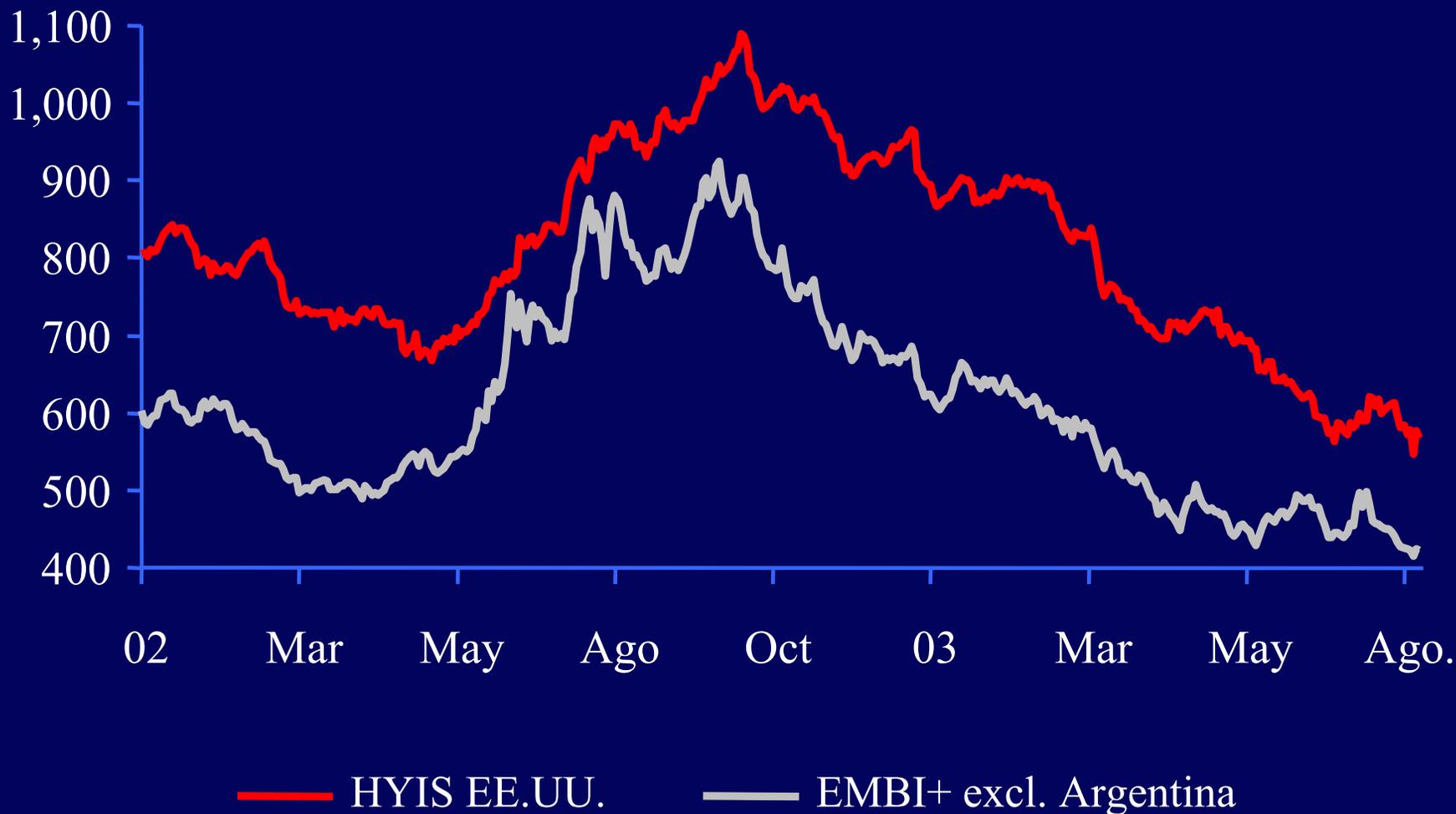
Precios de Acciones

(Enero 2, 2001=100)



Diferencial de Tasas de Bonos de Alto Rendimiento

(EEUU-EMBI+, Puntos base)



Fuentes: JP Morgan Chase, Goldman Sachs.

Diferencial de Tasas de Bonos Chilenos

(Puntos base)



Escenario Internacional

- La fuerte depreciación del dólar, iniciada a fines del primer trimestre del 2002, se ha visto sólo parcialmente revertida en los últimos tres meses.
- Por lo anterior, se sigue esperando que aumente la inflación externa en dólares prevista para este año, pero con menores presiones hacia el 2004 y el 2005.

Escenario Internacional

- Se anticipa que el precio del cobre tienda a afianzarse, alcanzando promedios de US\$ 0,775 este año, US\$ 0,83 el próximo y US\$ 0,86 el 2005.
- En contraste, se espera que, en promedio, el precio del petróleo esté en torno a los US\$ 28 por barril este año y US\$ 26 el próximo, para descender a US\$ 23 recién el 2005.

Proyecciones Precio del Cobre

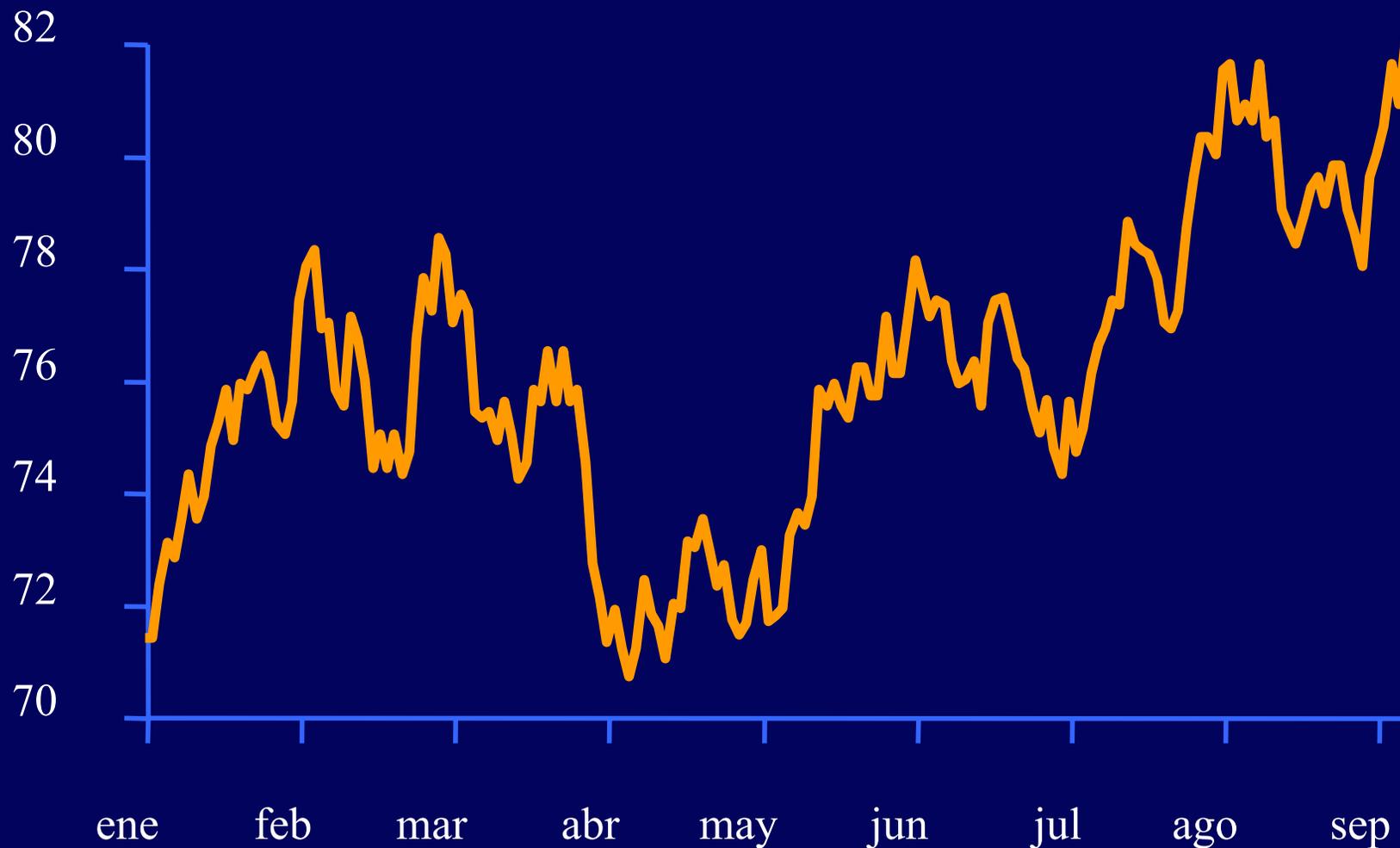
(centavos de US\$ por libra en la Bolsa de Metales de Londres, promedio)

	2002	2003(p)	2004(p)	2005(p)
Banco Central	70.8	77.5	83.0	86.0
Cochilco	-	74-78	76-80	-
Goldman Sachs	-	75.0	-	-
Economist Intelligence Unit	-	74.5	83.0	88.5
JPMorgan Chase	-	76.0	84.0	88.0
Deutsche Bank	-	76.4	85.0	90.0
Merrill Lynch	-	75.0	84.0	82.4
Futuros	-	77.4	80.4	80.8

(p) Proyectado

Mercado del Cobre

(enero-septiembre 2003, US\$c por libra, BML)



Proyecciones Precio del Petróleo Brent

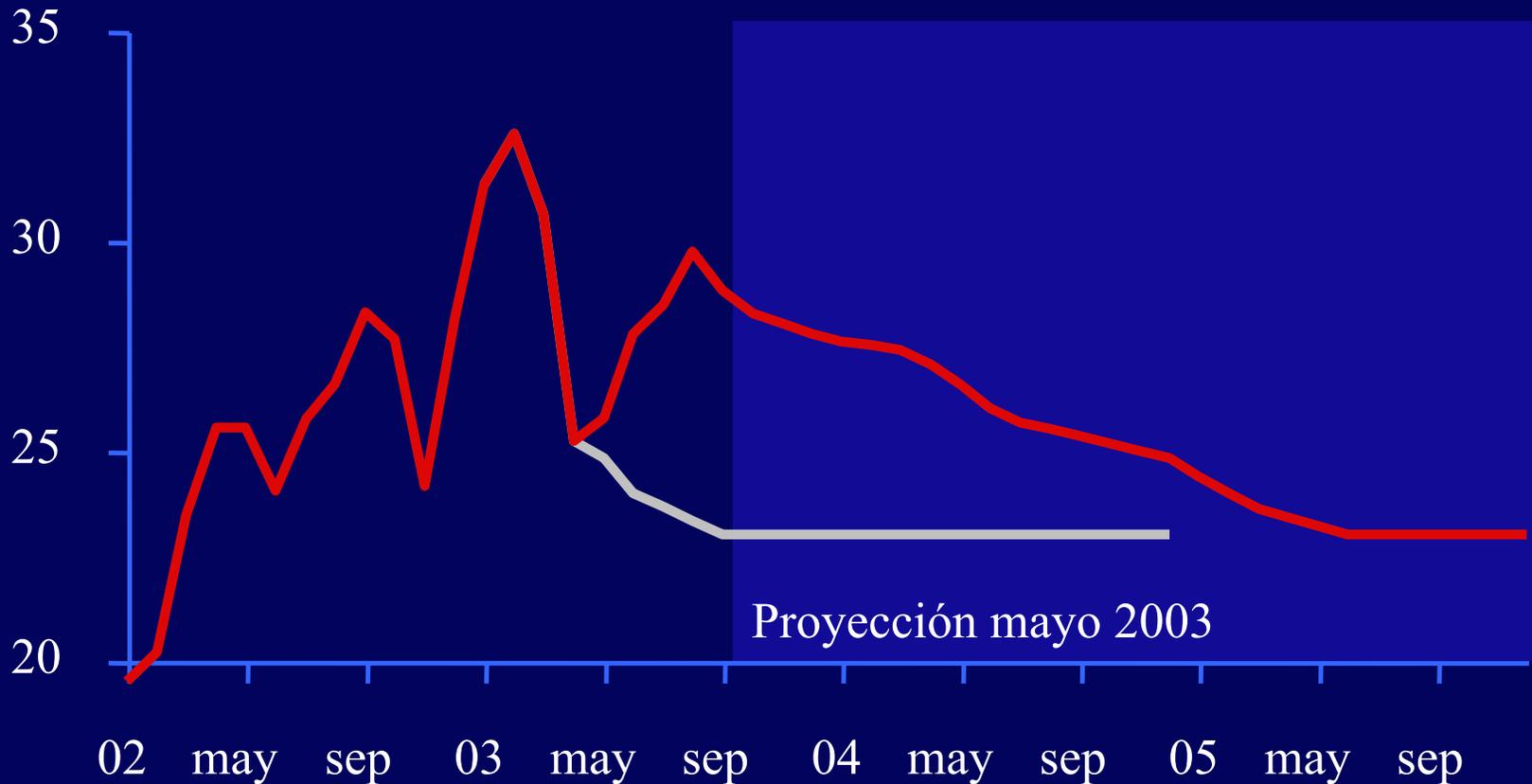
(US\$ por barril, promedio)

	2002	2003(p)	2004(p)	2005(p)
Banco Central	25.0	28.5	26.0	23.0
JP Morgan Chase	-	27.0	24.6	22.0
Goldman Sachs	-	27.6	-	-
Economist Intelligence Unit	-	26.8	18.9	19.4
Deutsche Bank	-	26.1	20.5	21.0
Futuros	-	28.7	25.7	23.7

Las proyecciones de Mayo eran: US\$25-26 el 2003 y US\$23 para el 2004.

Precio del Petróleo Brent

(US\$ por barril, promedio)



Fuente: Bloomberg para cifras históricas

Escenario Internacional

- Estos antecedentes permiten anticipar un repunte de los términos de intercambio cercano a 0,8% anual promedio en el 2003, 3,0% el 2004 y 1,7% el 2005.
- Lo anterior apoya un escenario central de un mayor incremento del ingreso nacional disponible y del gasto en el período.

Escenario Externo Base: Resumen

	2001	2002	2003(f)	2004(f)	2005(f)
(variación porcentual anual)					
Términos de intercambio	-5.4	1.6	0.8	3.0	1.7
PIB socios comerciales	1.4	2.1	2.3	3.6	3.5
Indice precios externos (en US\$)	-1.8	-4.0	6.5	2.8	2.2
(niveles)					
Precio del cobre BML (US cent/lb)	71.7	70.8	77.5	83.0	86.0
Precio petróleo <i>Brent</i> (US\$/barril)	24.4	24.9	28.5	26.0	23.0
Libor US\$ (Nominal, 90 días)	3.8	2.0	1.3	1.8	3.4

(f) Proyección

II. Evolución Reciente del Escenario Interno

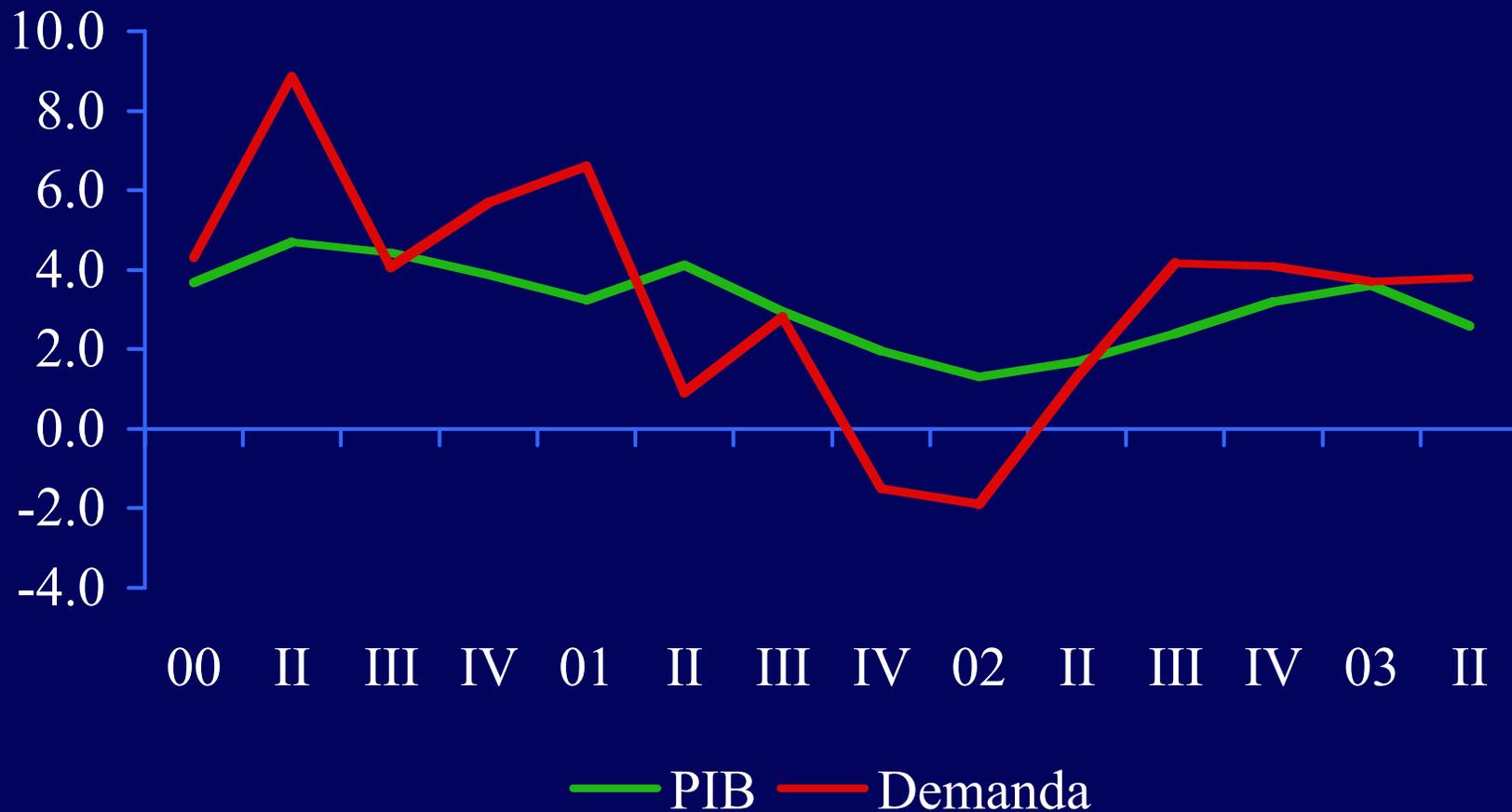
ACTIVIDAD

Actividad

- El crecimiento del PIB perdió fuerza en el segundo trimestre y terminó creciendo menos de lo estimado en mayo.
- La información más reciente indica que en el segundo trimestre el gasto interno mantuvo el dinamismo del trimestre anterior, aunque creció a tasas menores que en 2002-III y 2002-IV.

PIB y Demanda Interna

(Tasas de crecimiento en 4 trimestres)



Actividad

(% variación real anual)

	2002						2003	
	Part%	I	II	III	IV	A-o	I	II
PIB Trimestral	100	1.3	1.7	2.4	3.2	2.1	3.6	2.7
Gasto Interno	98.0	-1.9	1.3	4.2	4.1	1.9	3.4	3.4
FBCF	22.7	-0.8	3.7	0.3	2.5	1.4	1.4	4.3
Exp. Bns. Ss.	32.4	2.5	4.7	-3.3	0.9	1.3	6.1	2.0
Imp. Bns. Ss.	30.4	-7.0	3.6	2.3	3.7	0.5	5.9	4.2
<hr/>								
Minería	8.2	-2.0	-2.2	-2.8	5.4	-0.3	5.6	5.9
Industria	16.0	-0.2	1.9	5.9	3.6	2.8	6.0	0.8

Actividad

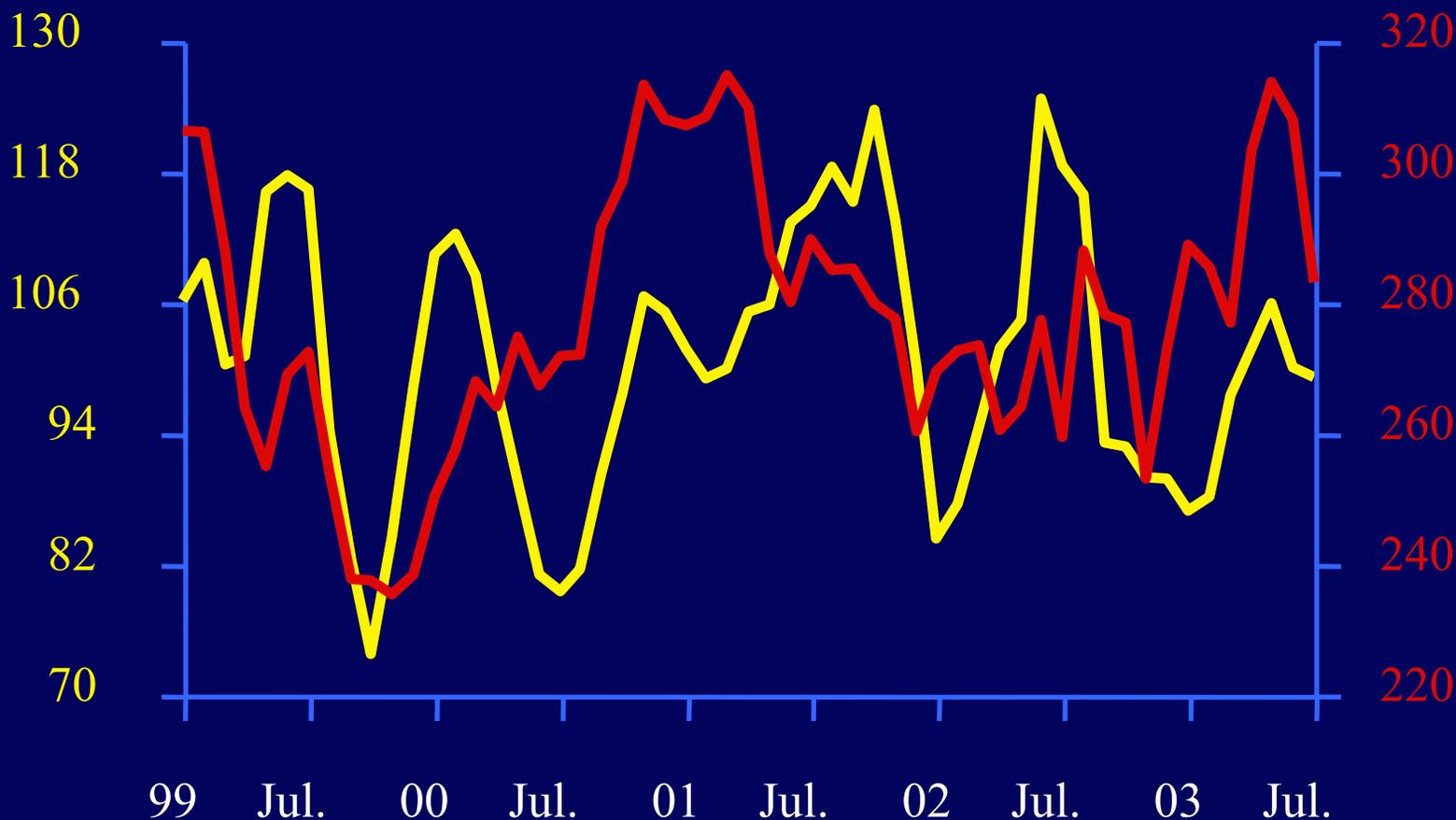
- Cuatro factores contribuyen a explicar la desaceleración del crecimiento del PIB:
 - Aumento de la competencia en algunos sectores que sustituyen importaciones;
 - Desaceleración en el crecimiento de los principales socios comerciales;
 - Menores términos de intercambio (que los estimados en mayo);
 - Menor acumulación de bienes durables.

Actividad

- El componente del gasto más dinámico del segundo trimestre fue la inversión.
- En contraste, las ventas de bienes durables se han mantenido constantes desde el primer trimestre.
- Los volúmenes exportados perdieron dinamismo en el segundo trimestre.
- Las expectativas de los hogares, luego de repuntar en mayo, cayeron para recuperarse recién en agosto.

Inversión: Maquinaria y Equipos

(promedio móvil trimestral, series desestacionalizadas)

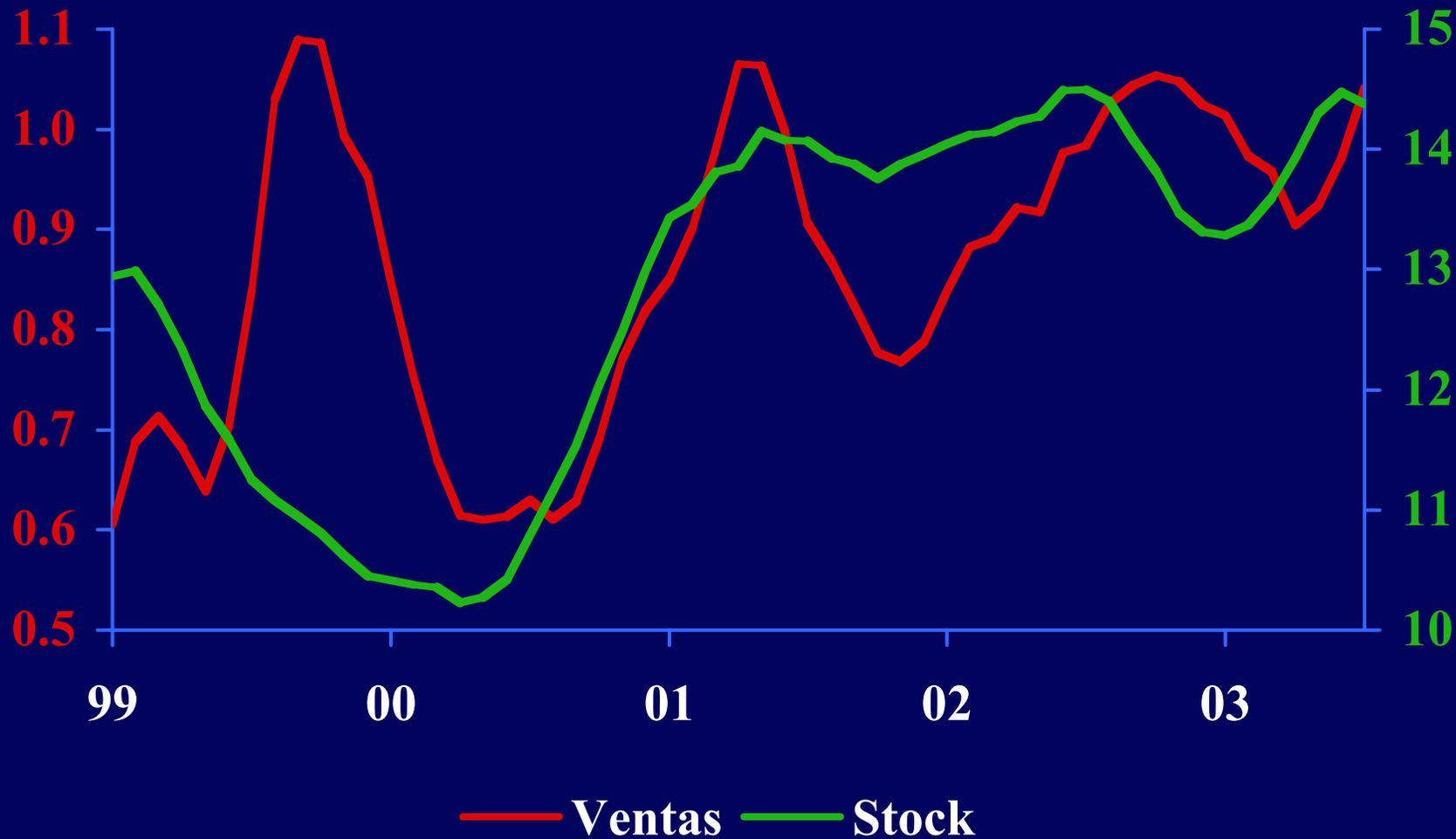


— Ventas Capital

— Import. Capital

Mercado Inmobiliario

(Promedio móvil trimestral, series desestacionalizadas)

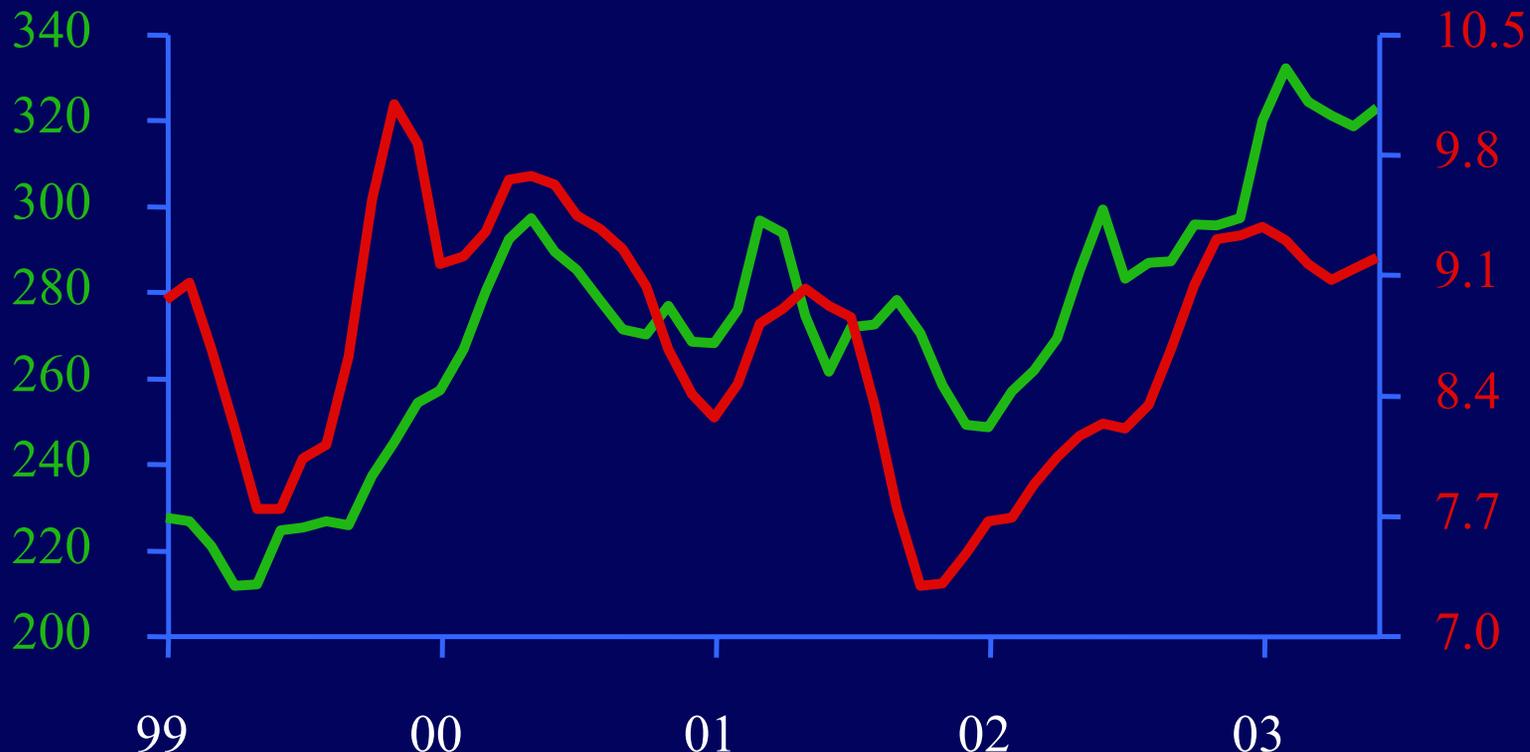


Consumo Durable

(Promedio móvil trimestral, series desestacionalizadas)

US\$ mill.

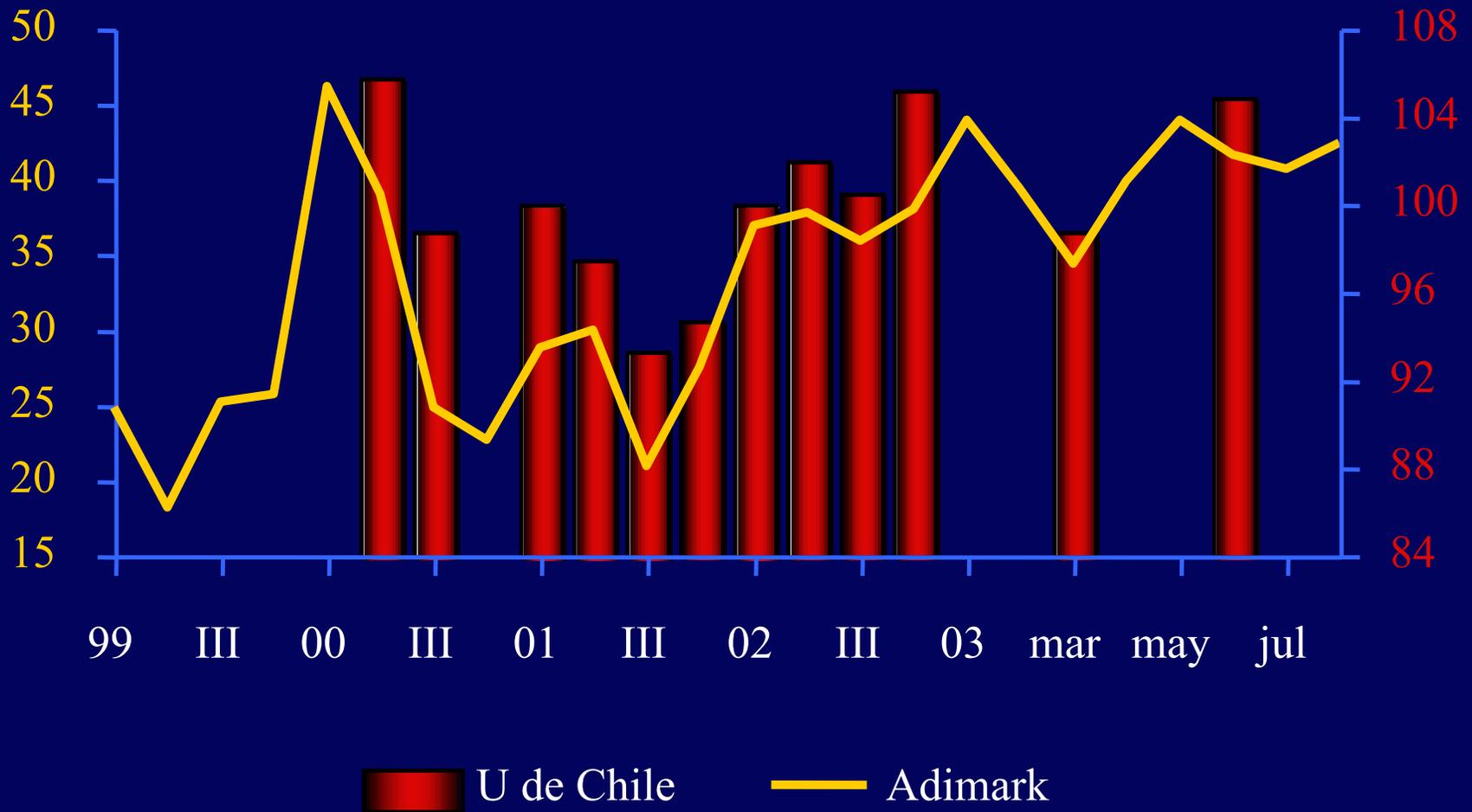
Miles



— Ventas Autos

— Importaciones Consumo Real

Índices de Confianza del Consumidor



Fuentes: Adimark, U. de Chile.

Actividad

- En el ámbito de las finanzas públicas, los ajustes de gasto e impuestos hacen posible al fisco mantener su regla fiscal.
- El *Consejo* estima que el mantenimiento de esta regla ha sido positivo para las condiciones macroeconómicas del país.

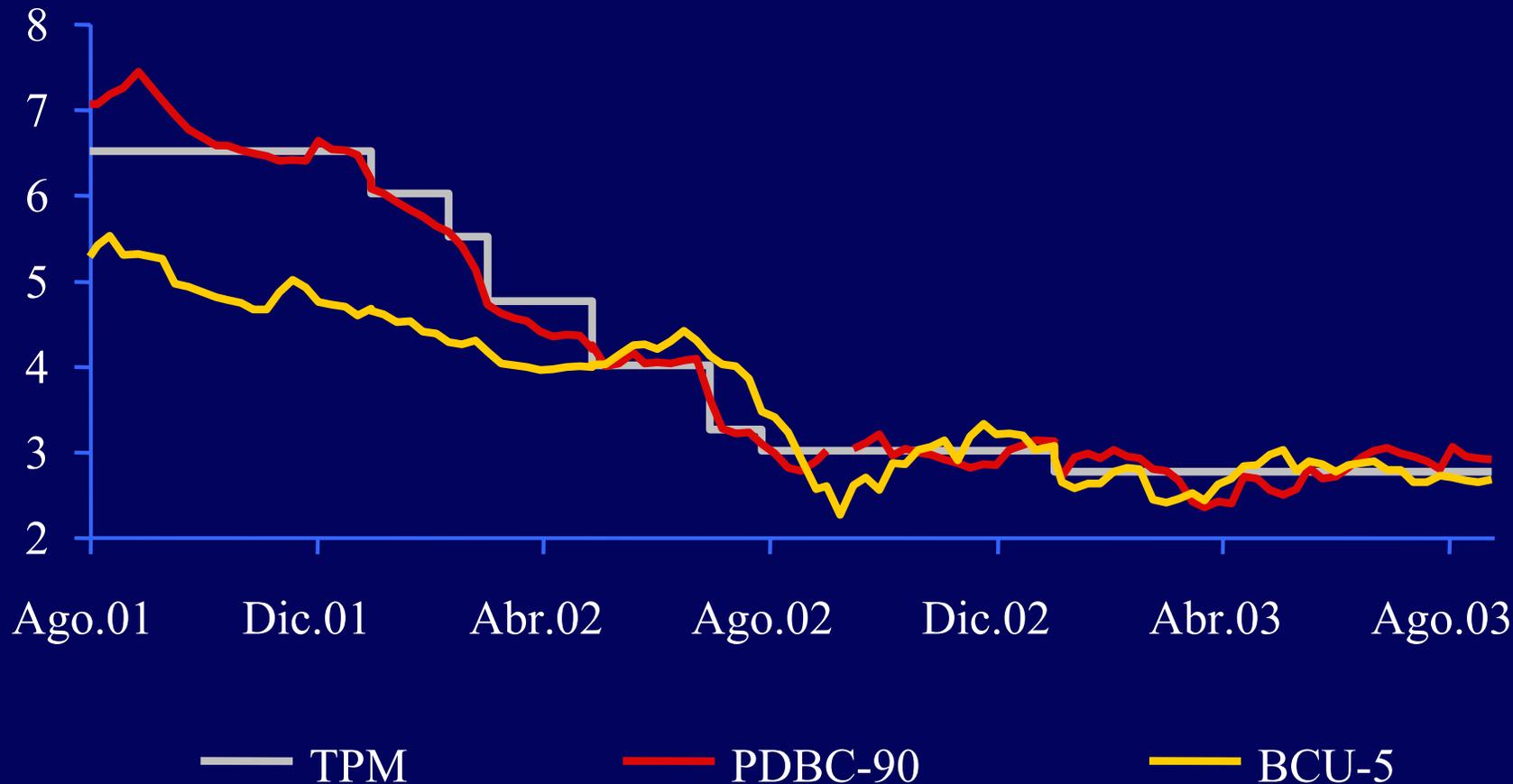
MERCADOS FINANCIEROS

Mercados Financieros

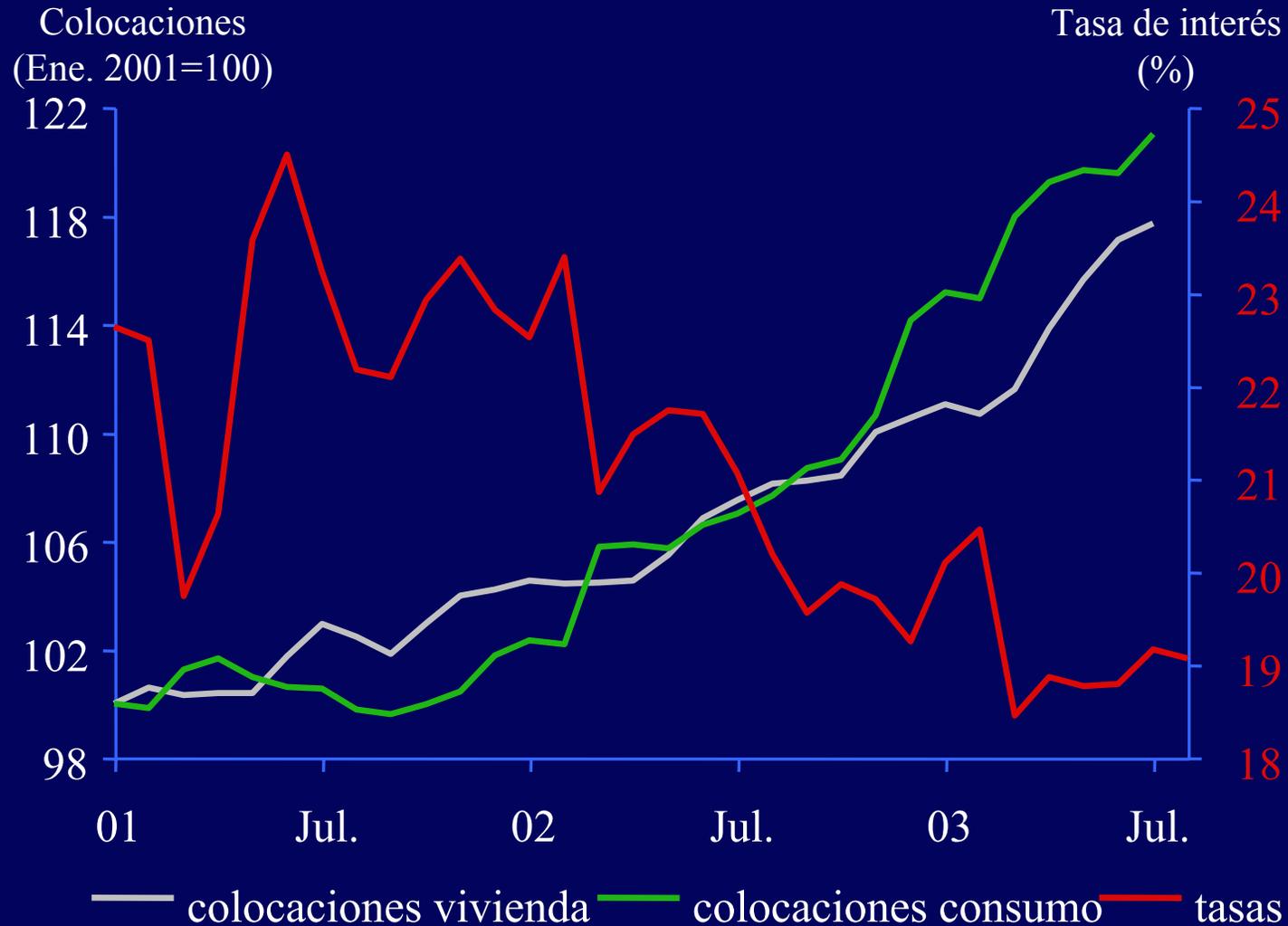
- Las condiciones monetarias siguen siendo expansivas, a pesar de una leve disminución en el crecimiento del crédito y una pequeña alza en algunas tasas de colocación.
 - El fuerte crecimiento de los créditos de consumo se ha reducido, mientras las tasas de colocación de estos créditos han aumentado;
 - Pero los créditos hipotecarios siguen creciendo.

TPM y Tasas de Interés del Banco Central

(promedios semanales, %)



Colocaciones de Consumo



Mercados Financieros

- Además, el crecimiento de los agregados monetarios se ha desacelerado.
- El peso ha sufrido algunos vaivenes los últimos días, con una tendencia a la apreciación.
 - Esto puede deberse a las mejores expectativas, el mayor apetito por riesgo y mejores perspectivas para el precio del cobre.

Agregados Monetarios

(variación nominal anual, %)



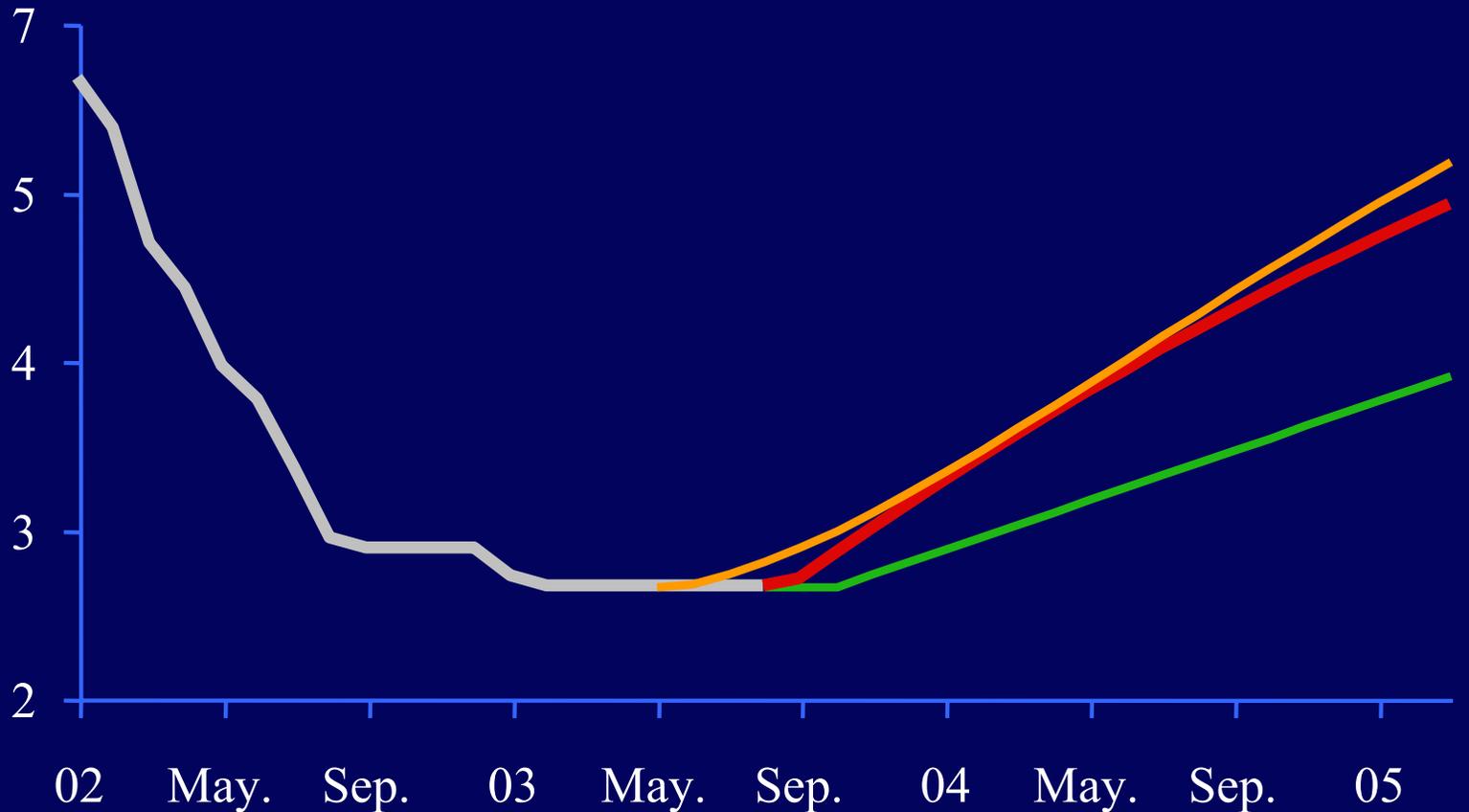
Mercados Financieros

- Las expectativas con respecto al crecimiento y el curso de la política monetaria reaccionaron sólo levemente a la situación coyuntural de desaceleración en el crecimiento.
- Ello, probablemente, porque los mercados y los analistas ya han internalizado un escenario de mayor crecimiento en el mediano plazo con una inflación en torno a la meta.

Mercados Financieros

- Así, la tasa de interés implícita en operaciones de mercado predice un incremento de la tasa de política monetaria (TPM) de entre 1/4 y 1/2 punto durante el cuarto trimestre, para llegar a cerca del 5% a fines del 2004.
- Por otra parte, la encuesta de expectativas del BCCh indica que la TPM se ubicaría en 2,75% a fines de año y en 4% a fines del próximo.

Expectativas para la TPM (%)



— TPM — Encuesta — Forward sept — Forward mayo

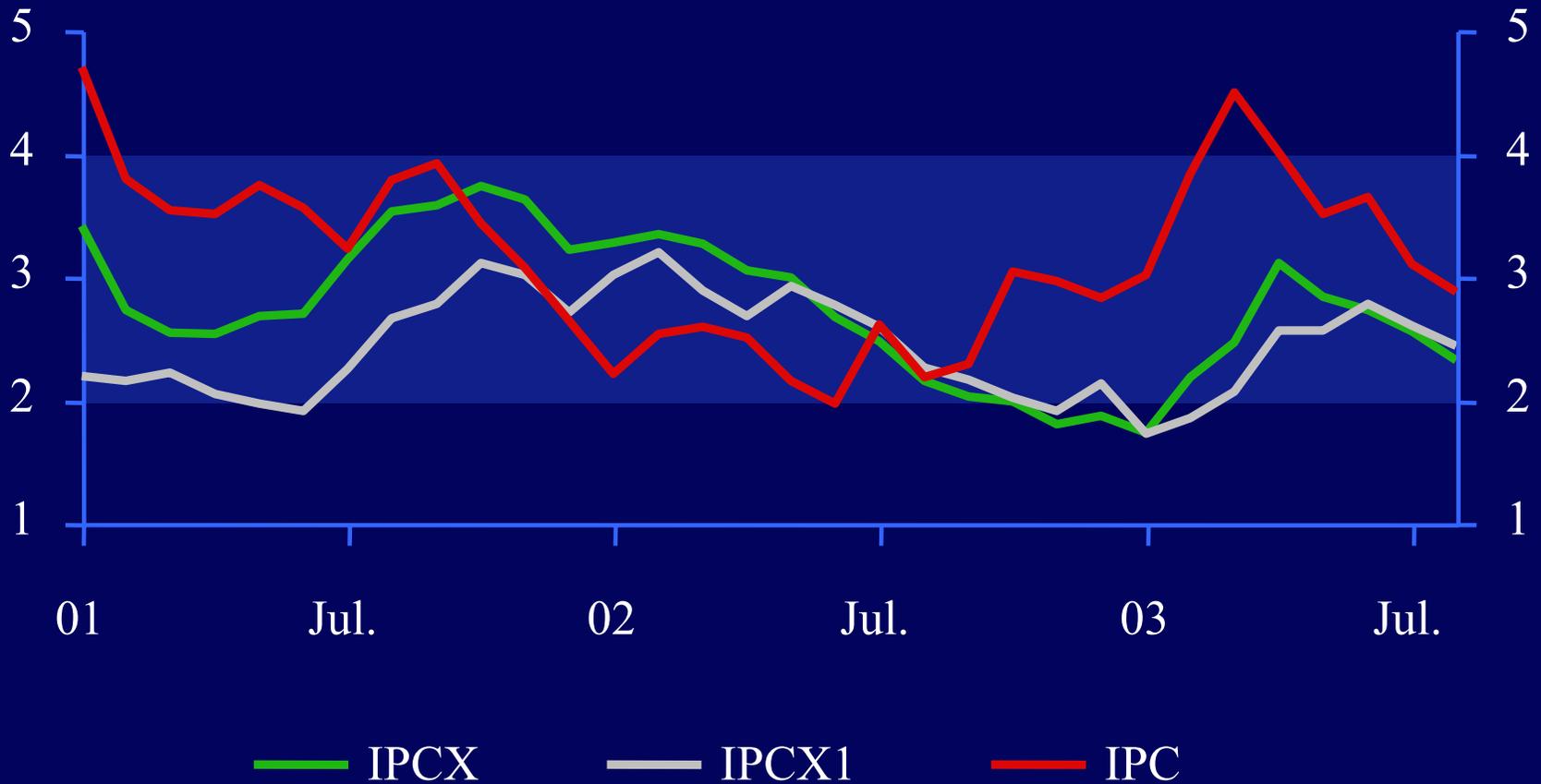
PRECIOS Y COSTOS

Precios y Costos

- En cuanto a la inflación, como se anticipó en mayo, ésta ha tenido descensos pronunciados desde marzo.
- Sin embargo, la inflación subyacente está por debajo de la prevista en mayo.
 - La inflación subyacente, excluyendo además tarifas reguladas (IPCX1), se ha ubicado en un valor cercano a 2,5% en agosto.

Inflación del IPC e IPCX

(variación en 12 meses, %)



III. Perspectivas de Actividad e Inflación

Perspectivas de Actividad e Inflación

- Las perspectivas de corto plazo para la actividad y el gasto están relacionadas a:
 - el crecimiento de los socios comerciales;
 - la evolución del precio del petróleo;
 - la relación entre las expectativas de los hogares y el mercado laboral; y
 - las expectativas empresariales.
- A estos factores se suma el persistente impulso que mantiene la política monetaria y situaciones específicas en el sector minería.

Perspectivas de Actividad e Inflación

- Dado todo esto, el *Consejo del Banco* estima que este año el crecimiento del PIB se ubicará entre 3 y 3,5%.
- Para el próximo año, el *Consejo* espera que los elementos mencionados impulsen el crecimiento hasta cifras entre 4 y 5%.
- Este mejor panorama ya se aprecia en el repunte de los índices accionarios locales.

Perspectivas de Actividad e Inflación

- El gasto interno, en este escenario, crecería a tasas entre 0,5 y 1,0 punto por sobre la expansión del PIB durante 2004-2005.
- Se espera que este proceso se dé de forma balanceada:
 - con un crecimiento del consumo privado empujado por la mejoría del ingreso nacional; y
 - con mayores tasas de inversión en capital fijo, en la medida que las holguras de capacidad comiencen a cerrarse y continúe el gradual aumento de la rentabilidad.

Perspectivas de Actividad e Inflación

- Luego de alcanzar un déficit cercano a 0,5% del PIB este año, se proyecta que la cuenta corriente llegue a saldos entre -0,5 y -1% del PIB en los próximos años.
- Este escenario de crecimiento es comparable al presentado en el último *Informe*.
- Las proyecciones del sector privado tampoco han cambiado de manera sustantiva desde mayo pasado.

Proyección de Actividad

(% variación real anual)

	2001	2002(p)	2003(f)	2004(f)
PIB	3.1	2.1	3,0 - 3,5	4,0 - 5,0
Ingreso nacional	1.8	3.1	3.1	5.1
Demanda interna	1.5	2.2	3.2	5.6
Exportaciones de bienes y servicios	7.9	0.5	5.7	6.4
Importaciones de bienes y servicios	3.2	0.5	6.3	9.9
Cuenta corriente (% del PIB)	-1.7	-0.8	-0.5	-0.7

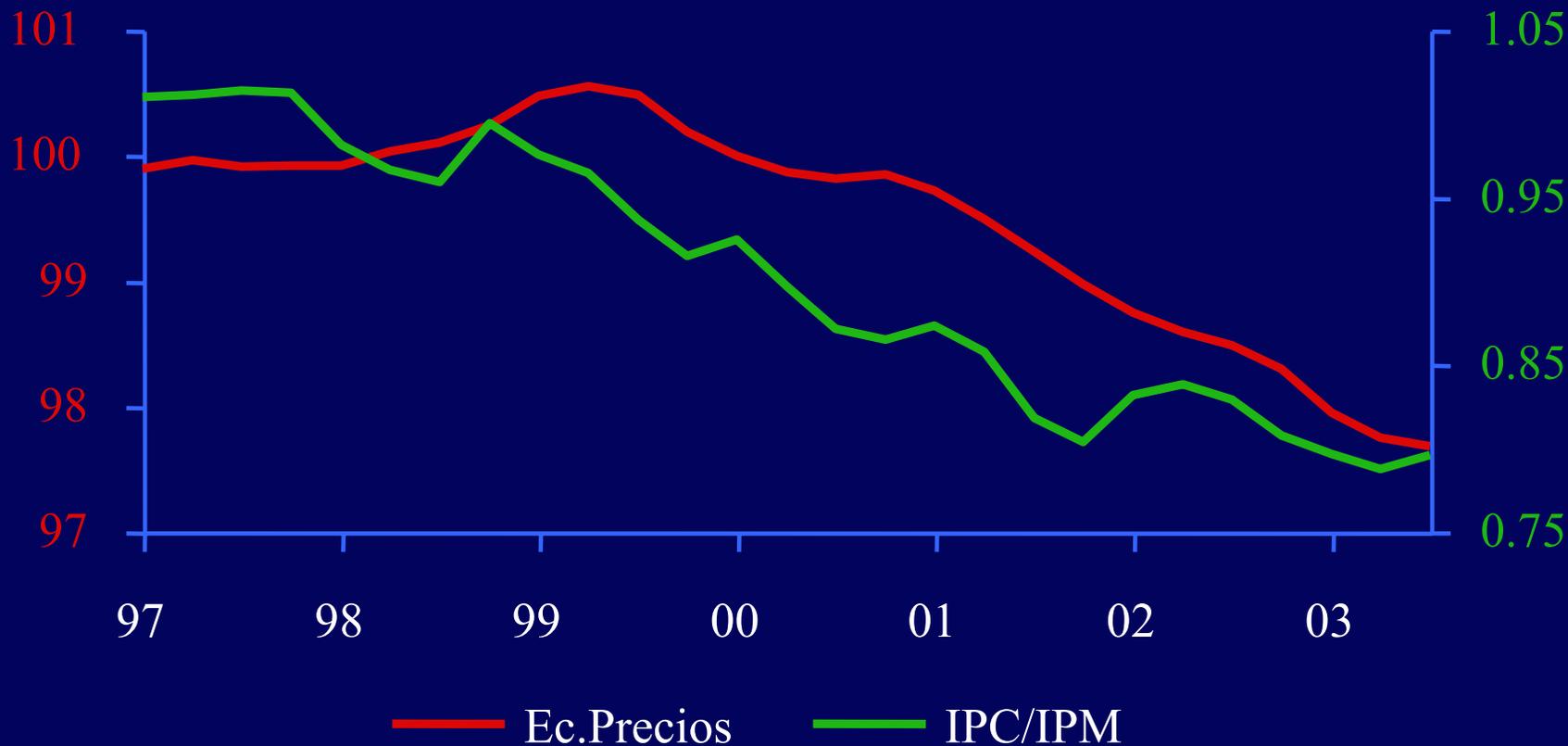
(p): preliminar; (f):proyectado

Perspectivas de Actividad e Inflación

- Además del cierre de brechas, las tendencias inflacionarias de los próximos trimestres debieran verse afectadas por tres factores:
 - Un proceso gradual de descompresión de márgenes (que cayeron sostenidamente los últimos cuatro años);
 - Un alza de los costos laborales unitarios;
 - Niveles mayores de inflación externa en los próximos seis meses.

Medidas de Márgenes

(promedio móvil anual)



Perspectivas de Actividad e Inflación

- Sin embargo, no puede descartarse que los márgenes alcancen niveles más bajos permanentemente.
 - Elementos como la globalización, nuevas tecnologías, mayor competencia en los mercados y ganancias de productividad son claves en la trayectoria futura de los márgenes.

Perspectivas de Actividad e Inflación

- Con todo, en el escenario más probable de proyección el *Consejo* estima que la tendencia de la inflación, en el horizonte de proyección, debería mantenerse cerca de 3%.
- El impacto del incremento del IVA sobre la inflación sería transitorio, al involucrar sólo un cambio por una vez en el nivel de precios.

Perspectivas de Actividad e Inflación

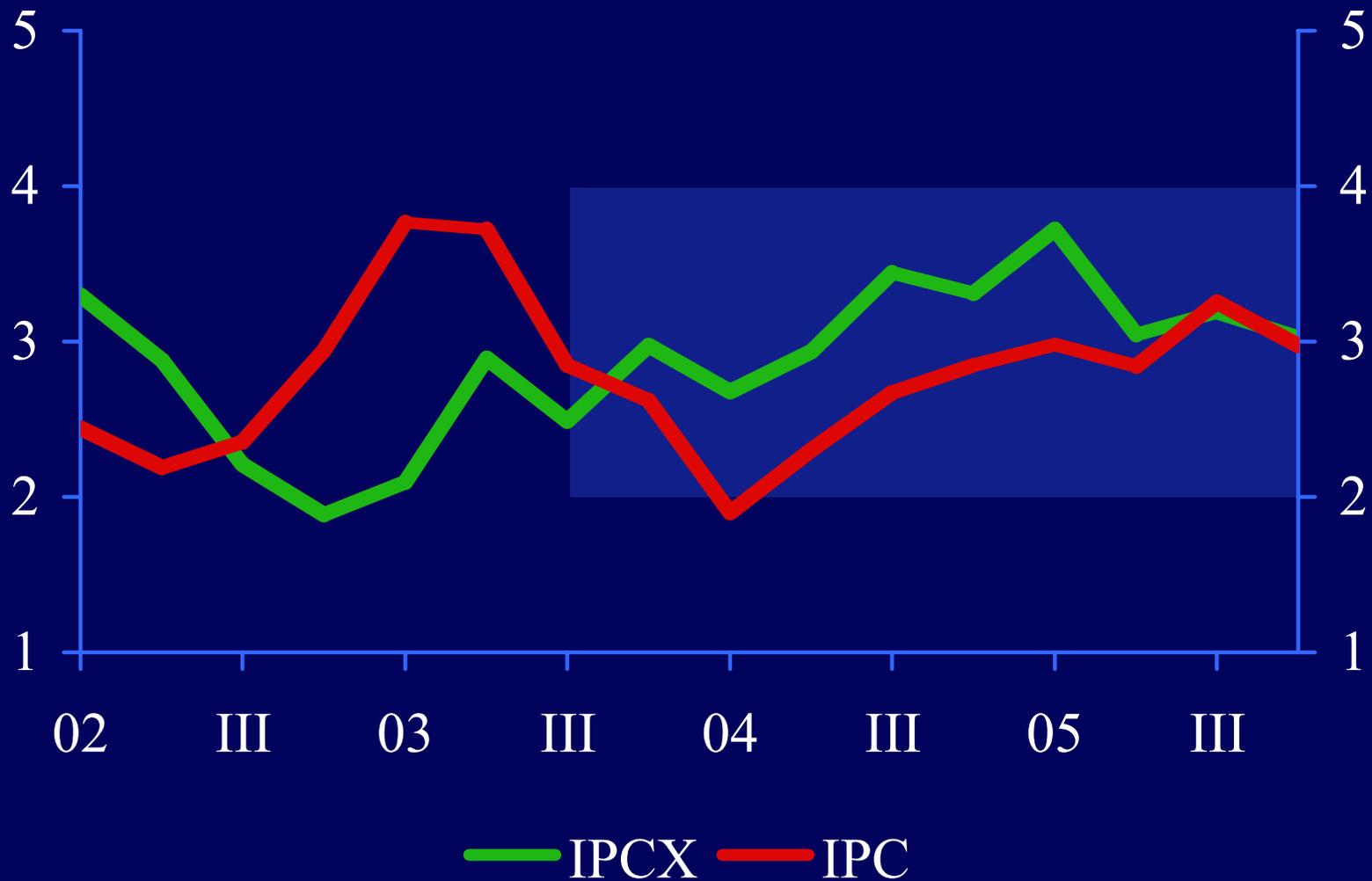
- Aunque la política monetaria debe cautelar para que este cambio por una vez en el nivel de precios no se propague hacia la dinámica inflacionaria a través de efectos indirectos o de segunda vuelta (inercia).
- La inflación anual del IPC alcanzaría un promedio de 2,7% en los próximos veinticuatro meses, similar a lo previsto en el Informe anterior.
- Sin embargo, se espera que la inflación anual del IPC tenga vaivenes pronunciados en los próximos trimestres.

Perspectivas de Actividad e Inflación

- La inflación del IPCX, en tanto, alcanzaría valores cercanos a 3,5% entre fines del próximo año y principios del 2005.
- La persistencia de holguras y un panorama acotado de costos en el mediano plazo la haría descender hacia el centro del rango meta.

Proyección de Inflación

(% variación anual)



Proyecciones de Inflación

	2001	2002	2003(f)	2004(f)	2005(f)
(variación porcentual anual)					
Inflación IPC promedio	3.6	2.5	3.2	2.4	3.0
Inflación IPC diciembre (1)	2.6	2.8	3.0	3.0	3.2
Inflación IPCX promedio	3.1	2.6	2.6	3.1	3.3
Inflación IPCX diciembre (1)	3.2	1.8	3.1	3.5	3.2

(1) Para el año 2005 corresponde a septiembre.

IV. Escenarios de Riesgo

Escenarios de Riesgo

- Como es habitual, las proyecciones aquí presentadas consideran la ocurrencia de un escenario base, el que incluye la evolución que el *Consejo* considera más probable de las principales variables. Escenarios distintos de éste se incluyen en el balance de riesgos.
- No hay antecedentes suficientes para señalar que el escenario central de proyección para el mediano plazo tenga características muy diferentes a las consideradas por el consenso.

Escenarios de Riesgo

- La concreción de nuestras proyecciones depende de un afianzamiento mayor del escenario externo y una recuperación sostenida de los términos de intercambio.
- Por ende, las principales fuentes de riesgo incluyen:
 - La incertidumbre en el mercado del petróleo;
 - Los altos déficit fiscales y de cuenta corriente de EEUU;
 - Los problemas estructurales de Europa;
 - La fragilidad de los sistemas financieros en Japón y China.

Escenarios de Riesgo

- En este ámbito, los riesgos de desviaciones negativas siguen presentes, aunque hoy son menos probables que en mayo último.
- Por otro lado, internamente, en los últimos días han ocurrido cambios favorables en el tipo de cambio, el riesgo país y expectativas, los que reflejan un mayor optimismo.
- De mantenerse sostenidamente estas condiciones se podría configurar un escenario de mayor crecimiento al delineado aquí.

Escenarios de Riesgo

- Una preocupación es la posible divergencia futura que puede darse entre el crecimiento de los salarios nominales y la productividad del trabajo.
- El riesgo que representa la inflación externa está acotado; eso al menos se deduce de la experiencia reciente, donde la economía ha acomodado cambios en precios relativos sin efectos persistentes en inflación.

Escenarios de Riesgo

- Otros riesgos externos, como movimientos adversos en el precio del petróleo, tendrían un impacto acotado sobre la trayectoria de mediano plazo de la inflación.
- Con todo, el *Consejo* del Banco estima que el balance de riesgos es equilibrado, tanto para crecimiento como para inflación.

V. Conclusiones

Conclusiones

- La proyecciones para la actividad en el 2003 y 2004 consideran una fase de mayor crecimiento.
- El mayor crecimiento mundial y las condiciones financieras apoyan este panorama.
- En el escenario más probable, la inflación del IPC e IPCX se ubicarán en 3,2-3,3% en el tercer trimestre del 2005, con promedios de 2,7 y 3,2% en los próximos 24 meses, respectivamente.

Conclusiones

- El *Consejo* estima que la actual orientación de la política monetaria es compatible con mantener la inflación dentro del rango meta.
- En todo caso, si se da el escenario base delineado, es previsible que se reduzca el impulso monetario.
- Como siempre, el Consejo reaccionará con flexibilidad frente a los eventos que, en una u otra dirección, pongan en peligro el logro de la meta de inflación.

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

SEPTIEMBRE 2003



BANCO CENTRAL DE CHILE