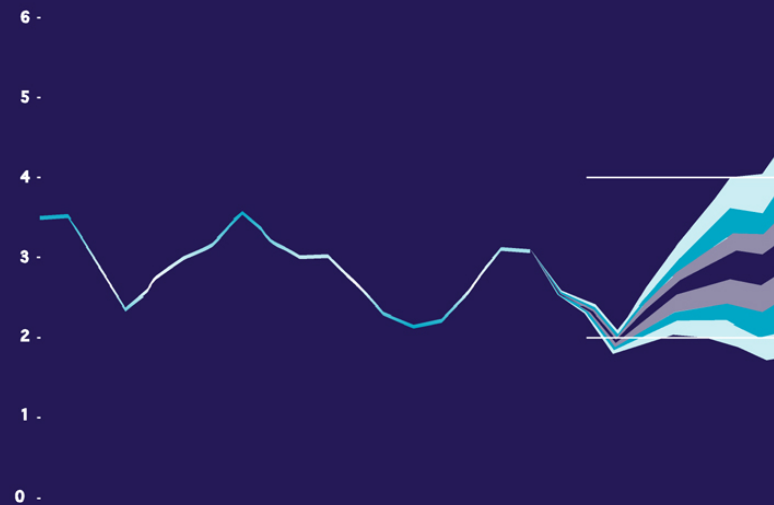


Informe de Política Monetaria

SEPTIEMBRE 2004



BANCO CENTRAL
DE CHILE

TEMAS

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

I. INTRODUCCIÓN

I. Introducción

- La economía chilena ha continuado fortaleciéndose, en línea con lo esperado en el último *Informe de Política Monetaria*.
- El entorno externo y los mayores términos de intercambio resultantes, junto con la robusta recuperación de la inversión, compensan la reducción del impulso sobre el consumo que causaría el alto precio del petróleo.
- Así, el crecimiento de este año se estima ahora entre 5 y 5,5%.

I. Introducción

- El mayor precio del crudo -considerado dentro de los riesgos en el IPoM de mayo- está incidiendo en Chile sobre todo en una mayor inflación, la que se espera se acerque a 3% anual hacia fines de este año.
- En este cuadro se proyecta una inflación del IPC entre 3 y 3,5% durante parte del 2005, para luego descender hasta tasas por debajo de 3% hacia fines del horizonte habitual de proyección, septiembre 2006.

I. Introducción

- La trayectoria de la inflación subyacente, que ha seguido hasta ahora dentro de lo previsto, se ubicaría en torno a 3% hacia fines del horizonte.
 - ✓ Esto debido al persistente cierre de holguras de capacidad y una reducción gradual del marcado impulso monetario actual.
- Así, en su reunión de septiembre, el Consejo estimó apropiado aumentar la tasa de política en 25 puntos base, gracias a la favorable evolución y buenas perspectivas que muestran la actividad y el gasto.

I. Introducción

- El Banco Central tiene el mandato de “velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos”.
- La estabilidad de la moneda, definida como una inflación en torno al 3%, es la principal preocupación de la política monetaria.
- El normal funcionamiento de los pagos, o estabilidad financiera, se refiere a la capacidad del sistema para tolerar diversas perturbaciones sin interrumpir sus funciones primordiales de intermediación, realización de pagos y distribución de los riesgos.

I. Introducción

- El BCCh desarrolla diversas funciones para cumplir con este objetivo, entre las que destacan las regulaciones financieras, la estabilidad de precios y la disponibilidad de liquidez internacional.
- El nuevo *Informe de Estabilidad Financiera* (IEF) da cuenta del análisis y seguimiento que realiza el BCCh acerca de los riesgos que pueden afectar el normal funcionamiento de los pagos en la economía chilena.

Informe de Estabilidad Financiera

PRIMER SEMESTRE 2004



BANCO CENTRAL
DE CHILE

I. Introducción

- El objetivo del IEF es identificar y analizar aquellos riesgos de carácter macroeconómico y sistémico que puedan afectar a instituciones y mercados financieros en forma simultánea.
 - ✓ Esta labor complementa la tarea que realizan los supervisores respecto de instituciones financieras individuales.
- El IPoM da cuenta del seguimiento de la actividad económica y la inflación.

II. Escenario Internacional

II. Escenario Internacional

- Favorable panorama internacional se ha consolidado: crecimiento mundial dinámico, alto precio del cobre y condiciones financieras internacionales relajadas.
- El alto crecimiento es un fenómeno bastante generalizado en las distintas regiones del mundo.
- Pero también se materializó el riesgo de un mayor precio del petróleo.

II. Escenario Internacional

- Dentro de este escenario auspicioso en cuanto a crecimiento mundial, el segundo trimestre mostró un cuadro mixto, el que se espera sea pasajero:
 - ✓ En Estados Unidos el consumo pierde fuerza, mientras la inversión privada sigue dinámica y el empleo se recupera.
 - ✓ Europa muestra cierta recuperación (RU, Francia y España crecen fuerte, Alemania repunta e Italia comienza a mostrar mejores perspectivas).
 - ✓ Japón se desacelera después del fuerte repunte de los dos trimestres previos.
 - ✓ Asia emergente se desacelera, liderada por China que avanza en su aterrizaje suave.

II. Escenario Internacional

- Proyecciones anuales dan cuenta de un vigoroso crecimiento en el bienio 2004-2005, sin cambios de importancia respecto de mayo.
- Se esperan sólidas tasas de crecimiento en EE.UU., Japón y Asia emergente.
- Crecimiento sería más moderado en el 2005, recogiendo efectos de elevado precio del petróleo y desaceleración de Japón.
 - ✓ De todas formas, se espera otro buen año para la economía mundial, pero con riesgo a la baja.

Crecimiento en el Mundo

(%)

	90-99 Prom.	2003	2004 (f)			2005 (f)			2006 (f)
			Ene 04	May 04	Sep 04	Ene 04	May 04	Sep 04	Sep 04
Mundial	3,3	3,7	4,5	↗	5,0 = 5,0	3,9	↗	4,3 ↘ 4,1	4,0
EE.UU.	3,0	3,0	4,6	↗	4,8 ↘ 4,4	3,5	↗	3,9 ↘ 3,5	3,2
Europa	2,0	0,9	2,4	↘	2,0 ↗ 2,3	2,3 = 2,3	↘	2,0	2,2
<i>Zona euro</i>	2,0	0,6	2,2	↘	1,7 ↗ 2,0	2,3	↘	2,1 ↘ 1,9	2,2
Japón	1,7	2,5	2,2	↗	3,5 ↗ 4,5	0,9	↗	2,2 ↗ 2,3	1,8
Asia Emergente	7,9	7,2	7,2	↗	8,5 ↘ 8,0	6,4	↗	7,0 ↘ 6,6	6,5
América Latina	2,8	1,2	3,9	↗	4,3 ↗ 4,9	3,8	↘	3,4 ↗ 3,5	3,7
S. Comerciales	3,0	2,8	4,0	↗	4,2 ↗ 4,6	3,4	↗	3,6 ↘ 3,5	3,5

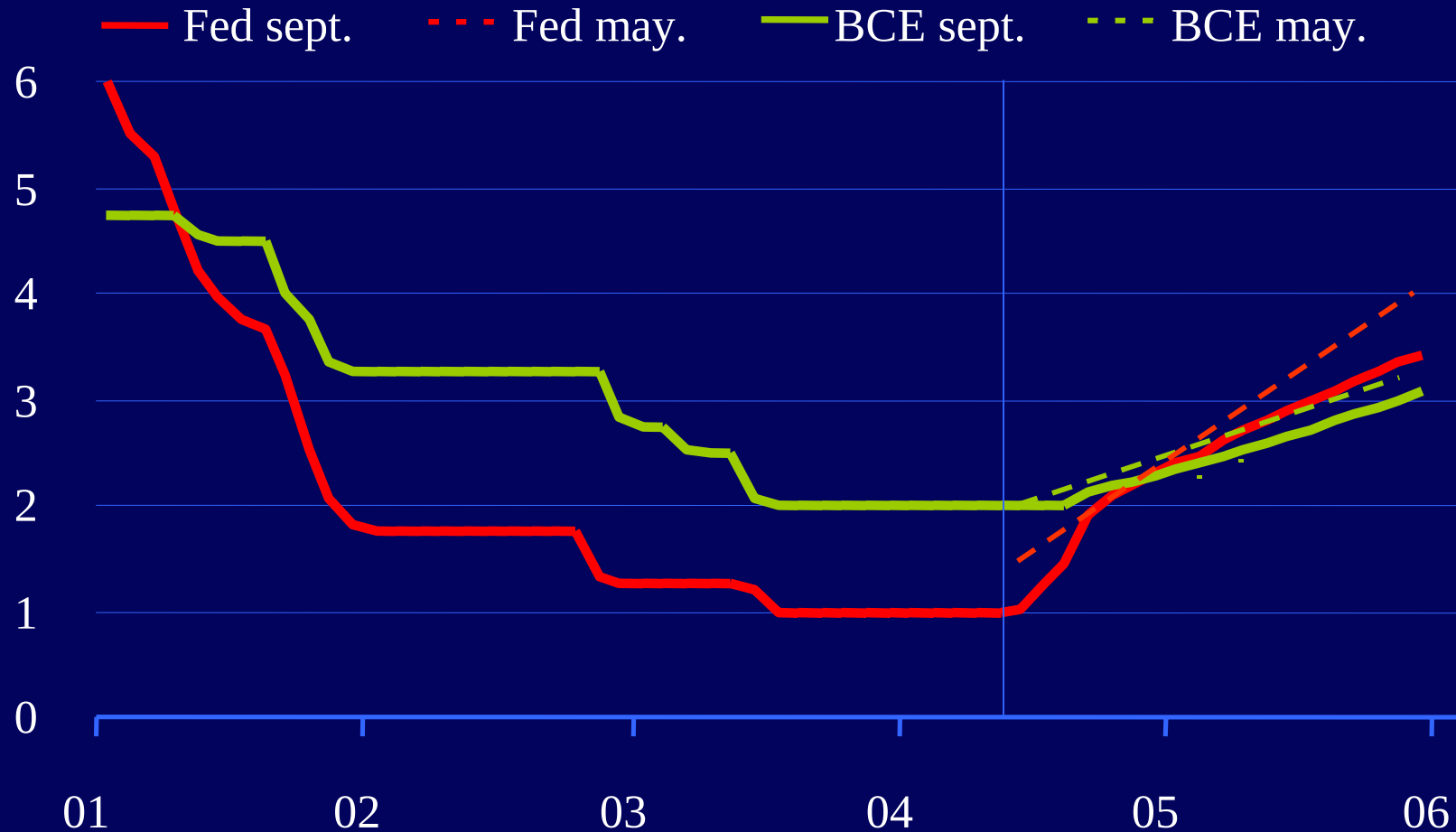
Fuente: BCCh en base a información de *Consensus Forecasts* y Bancos de Inversión

II. Escenario Internacional

- Entorno financiero que enfrentan economías emergentes ha mejorado respecto de mayo, pese al inicio del ciclo de normalización del impulso monetario en economías desarrolladas:
 - ✓ Tasas de interés de largo plazo en economías desarrolladas han disminuido.
 - ✓ Premios soberanos han registrado importantes descensos. En línea, el *spread* de Chile ha llegado a sus niveles mínimos históricos.
 - ✓ Se espera que el ciclo de normalización de tasas de interés en EE.UU. continúe pausado.
 - ✓ A futuro cabría esperar leve aumento de premios soberanos coherentes con menor liquidez.

TPM y *Forward* Libor 90 días

(porcentaje)



Premio Bonos Alto Rendimiento

(EEUU-EMBIG, puntos base)

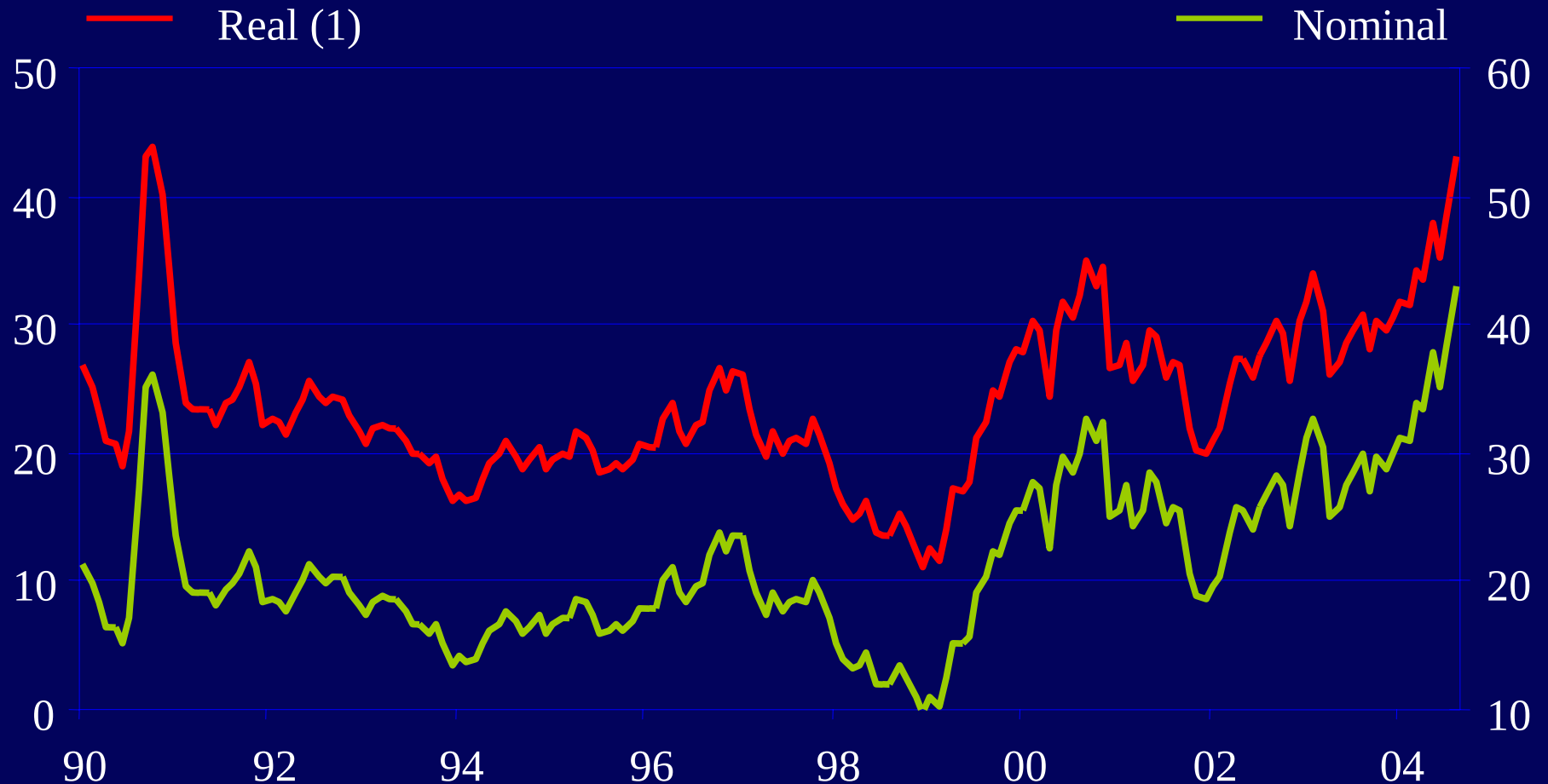


II. Escenario Internacional

- Evolución reciente y trayectoria futura del precio del petróleo es explicada por componentes estructurales:
 - ✓ Fuerte demanda debida a alto crecimiento de principales consumidores (EE.UU., China y Japón).
 - ✓ Oferta más rígida que lo anticipado.
 - ✓ Riesgos de abastecimiento por atentados terroristas y geopolíticos que no se disipan.
 - ✓ Dólar se mantiene depreciado respecto de principales monedas.
- Se agregan también eventos coyunturales:
 - ✓ Problemas de empresa productora rusa Yukos.
 - ✓ Cortes de producción en Irak.

Precio Real y Nominal del Petróleo *Brent*

(US\$/barril)



(1) Deflactado con IPP de EE.UU. a julio 2004.

Proyecciones de Precio del Petróleo Brent

(US\$ por barril, promedio)

	2004	2005	2006
Banco Central	37,0	34,0	30,0
Futuros (1)	37,0	38,3	-
EIA	37,8	37,8	24,0
Scotiabank	37,4	33,4	-
EIU	35,3	31,0	28,0
Deutsche Bank	37,1	35,3	31,0
Goldman Sachs	35,0	33,0	30,0
JP Morgan Chase	36,0	35,0	24,0
Merrill Lynch	34,0	28,5	-

El precio promedio del 2003 fue de US\$28,8 por barril

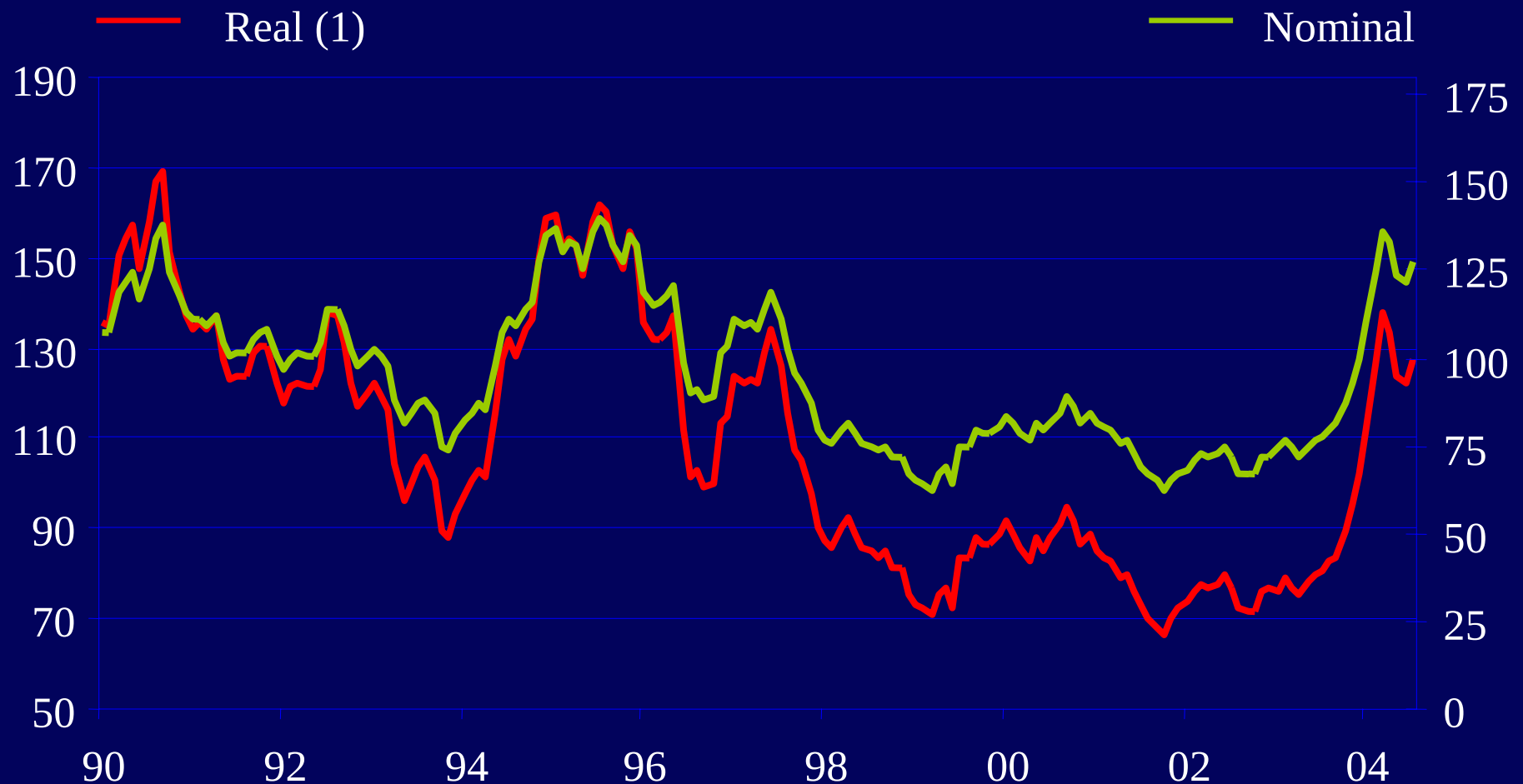
(1) Considera promedio del último mes al 6 de septiembre de 2004.

II. Escenario Internacional

- Precio del cobre muestra niveles más elevados, apoyado principalmente por:
 - ✓ Fuerte crecimiento de la demanda, especialmente de los principales consumidores.
 - ✓ Respuesta de la oferta ha sido lenta.
 - Generando bajos niveles de inventarios.
 - ✓ Mayor participación de agentes especuladores.
 - ✓ Dólar continúa depreciado respecto de principales monedas.

Precio Real y Nominal del Cobre

(US\$/libra)



(1) Deflactado con IPP de EE.UU. a julio 2004.

Proyecciones de Precio del Cobre

(centavos de dólar por libra en la Bolsa de Metales de Londres, promedios)

	2004	2005	2006
Banco Central	126,0	115,0	102,0
Futuros (1)	126,2	116,3	-
Scotiabank	127,0	127-130	-
EIU	119,3	114,0	94,8
Goldman Sachs	123,0	-	-
Deutsche Bank	125,0	130,0	120,0
Cochilco	126-130	-	-
JPMorgan Chase	128,0	119,0	-
Macquarie Research	126,4	120,0	105,0
Morgan Stanley	126,0	125,0	-

El precio promedio del 2003 fue de 80,6 centavos de dólar la libra.

(1) Considera promedio del último mes al 6 de septiembre de 2004.

Escenario Externo Base: Resumen

	2002	2003	2004(f)	2005(f)	2006(f)
<i>(variación porcentual anual)</i>					
Términos de intercambio	3,3	2,9	17,9	-5,1	-4,2
PIB socios comerciales	2,0	2,7	4,6	3,5	3,5
Precios externos (% en US\$)	-4,1	10,5	6,2	2,5	1,4
<i>(niveles)</i>					
Precio del cobre BML <i>(US\$cent/lb)</i>	70,8	80,6	126,0	115,0	102,0
Precio petróleo Brent <i>(US\$/barril)</i>	24,9	28,9	37,0	34,0	30,0
Libor US\$ <i>(Nominal, 90 días)</i>	2,0	1,2	1,6	2,8	4,0

(f) Proyección

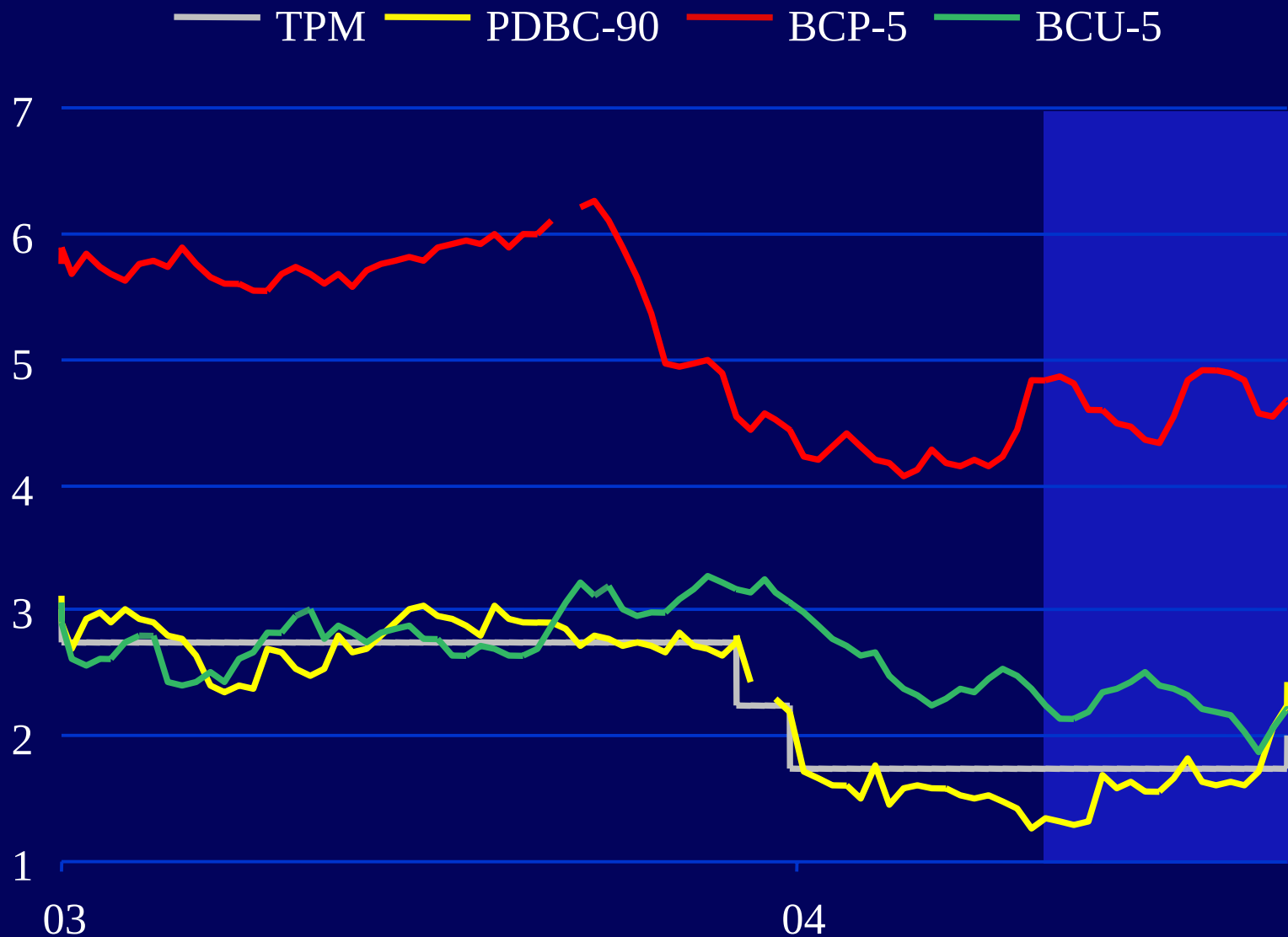
III. Evolución Reciente del Escenario Interno

III.1 Mercados Financieros

- Impulso monetario se ha profundizado en los últimos meses, lo que se ha reflejado en:
 - ✓ Tasa real de política monetaria negativa.
 - ✓ Buenas condiciones crediticias para hogares y empresas.
 - ✓ Entorno favorable para el financiamiento no bancario (bolsa y bonos).
 - ✓ Importante incremento de los distintos agregados monetarios.

TPM y Tasas de Interés del Banco Central

(promedios semanales, porcentaje)



III.1 Mercados Financieros

- Distintas medidas de crédito reflejan expansividad de política monetaria:
 - ✓ Colocaciones bancarias a personas continúan mostrando gran dinamismo, en especial las de consumo.
 - ✓ Tasas de interés de los créditos alcanzan mínimos históricos.
 - ✓ Colocaciones bancarias a empresas muestran recuperación en el segundo cuatrimestre del año, mientras continúa dinamismo de fuentes alternativas de financiamiento: a agosto, el stock de bonos crece a tasas anuales de 13%, las de factoring a 56% y las de *leasing* bancario a 13%.

Crédito a Personas

(variación nominal anual, porcentaje)

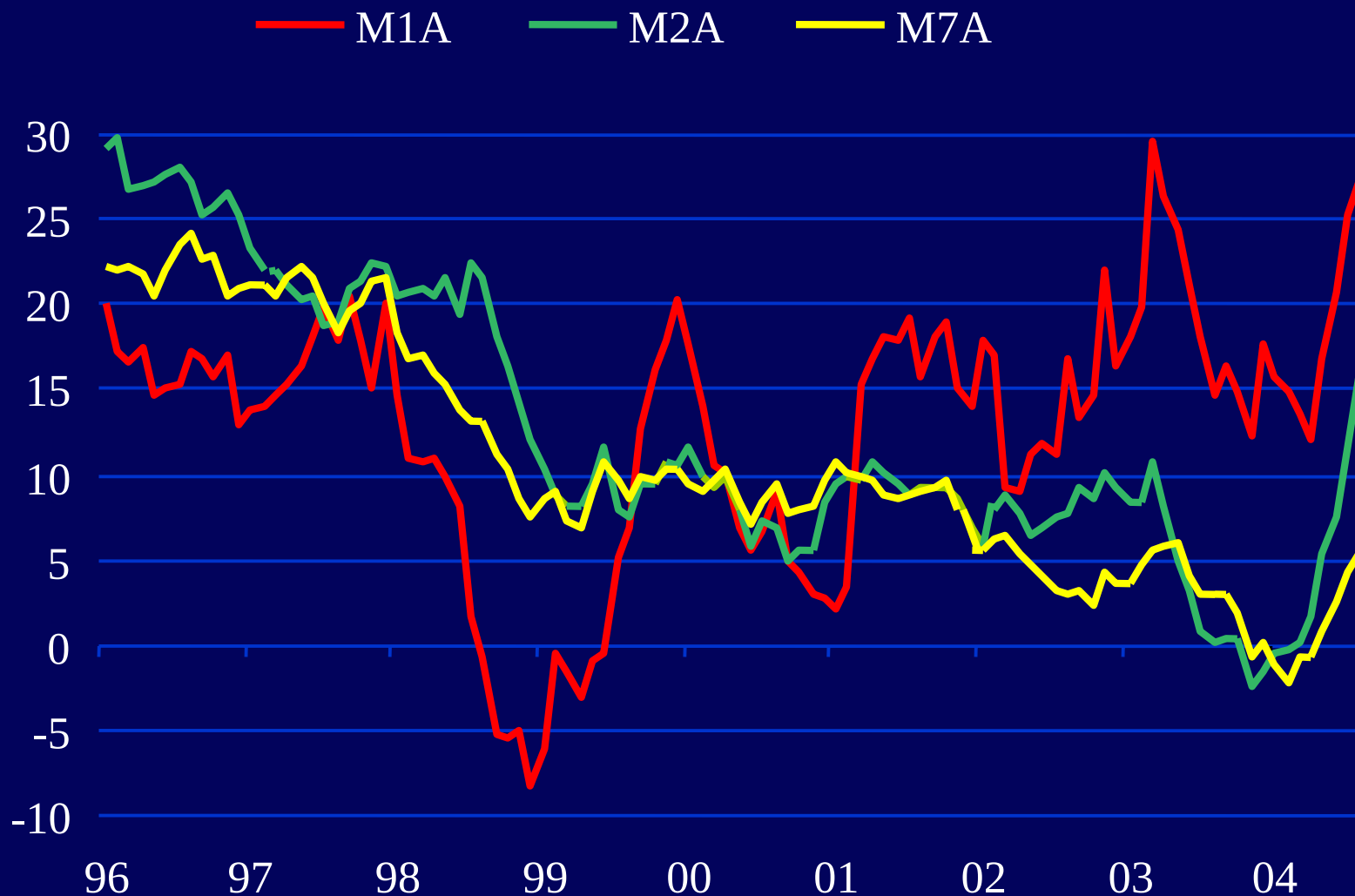


III.1 Mercados Financieros

- Desde mayo a la fecha, diversos agregados monetarios registran importantes aumentos simultáneos en sus tasas de expansión anual, fenómeno que no se veía desde mediados de los noventa.

Agregados Monetarios

(variación nominal anual, porcentaje)



III.1 Mercados Financieros

- Tipo de cambio nominal ha oscilado entre \$650 y \$615 desde mayo a la fecha.
 - ✓ Hoy se ubica 13% por debajo de septiembre del año pasado y muy similar respecto de mayo.
- Hasta primera semana de septiembre el tipo de cambio real (TCR) ha aumentado 4,7% en el año, ubicándose 8,6% por sobre el promedio 1990-1999.

III.1 Mercados Financieros

- En el IEF reciente concluimos que perspectivas para estabilidad financiera y normal desarrollo de pagos internos y externos son buenas.
- Mayor crecimiento y bajas tasas de interés han contribuido a fortalecer la posición financiera de la mayoría de los deudores e intermediarios financieros nacionales.

III.1 Mercados Financieros

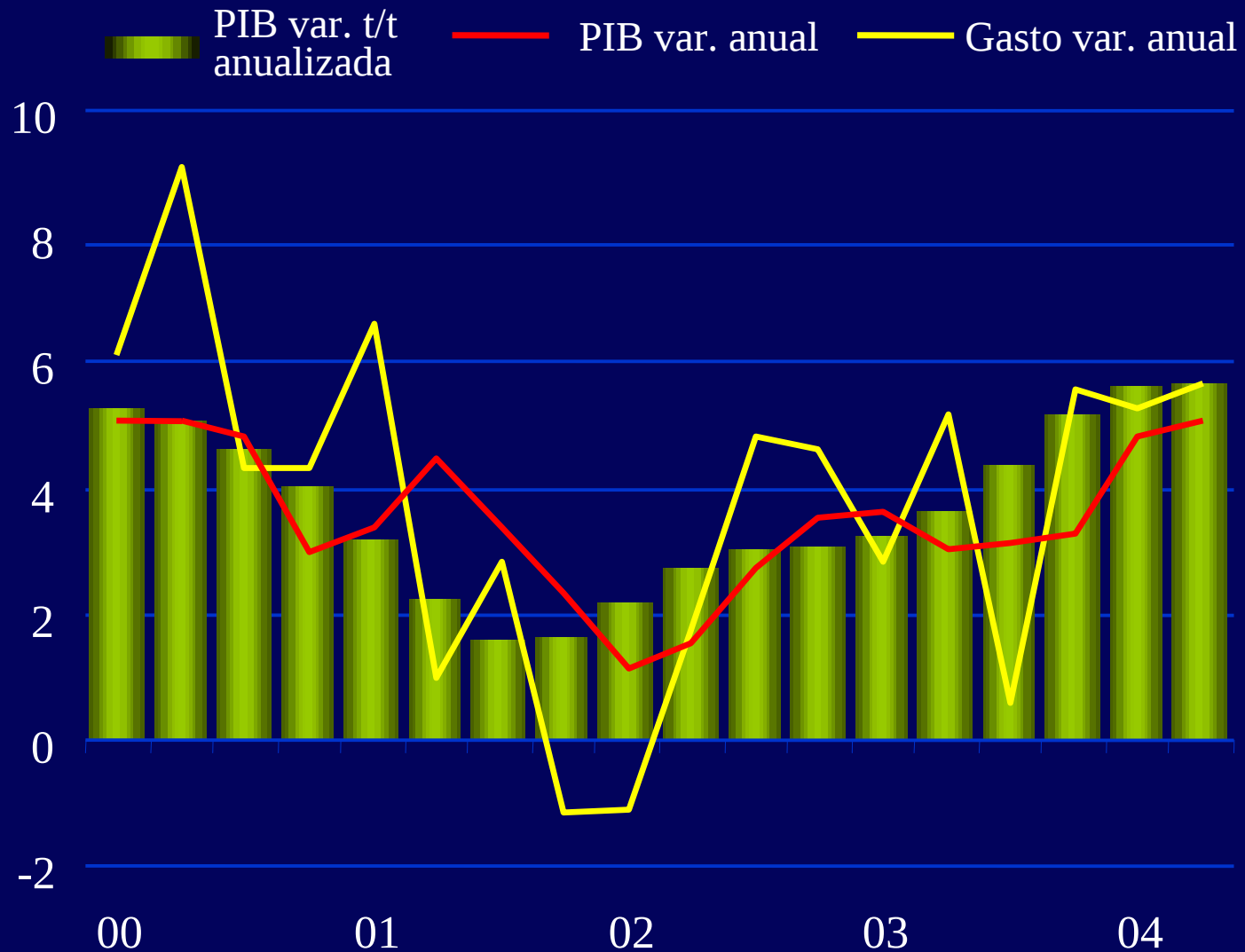
- Ejercicios de tensión realizados indican que la mayoría de las empresas e instituciones financieras nacionales mantienen exposiciones acotadas a riesgos cambiarios y de tasas de interés.
- Será necesario observar con cuidado trayectoria de tasas de interés internacionales y cómo se absorben sus efectos en mercados externos y en economía nacional.

III.2 Actividad y Demanda

- En el segundo trimestre de este año la actividad continuó repuntando, con crecimiento anual del PIB de 5,1% y velocidad creciente (crecimiento trimestral anualizado del PIB desestacionalizado).
- Demanda interna, por su parte, ha aumentado a tasas similares a las del PIB.

PIB y Gasto

(porcentaje)

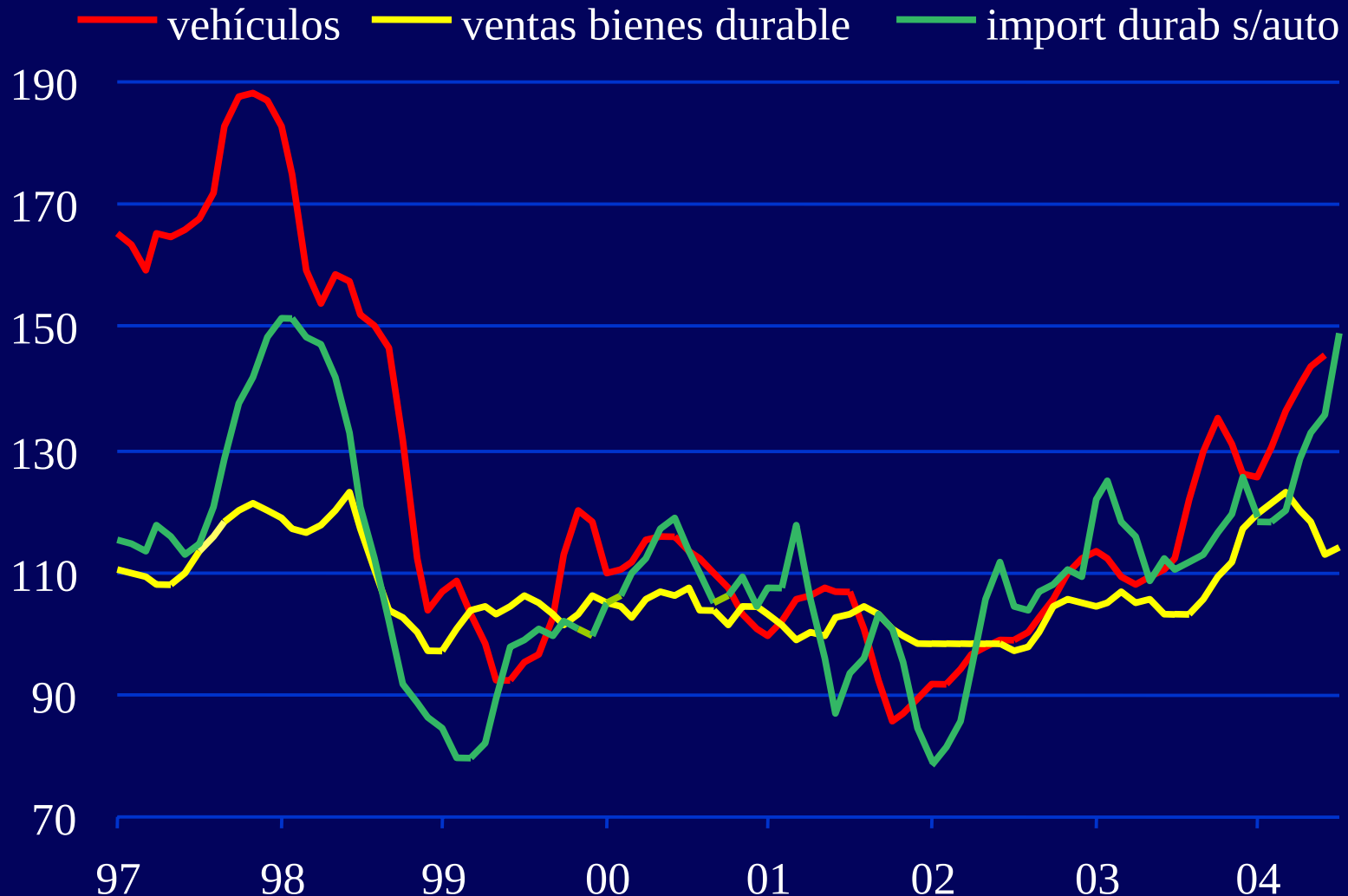


III.2 Actividad y Demanda

- Profundización del traspaso del impulso monetario se aprecia en el comportamiento del consumo durable.
- Además, en lo más reciente las expectativas de hogares y empresas han repuntado.

Consumo Durable

(índice 2002=100, series desestacionalizadas, promedio móvil trimestral)

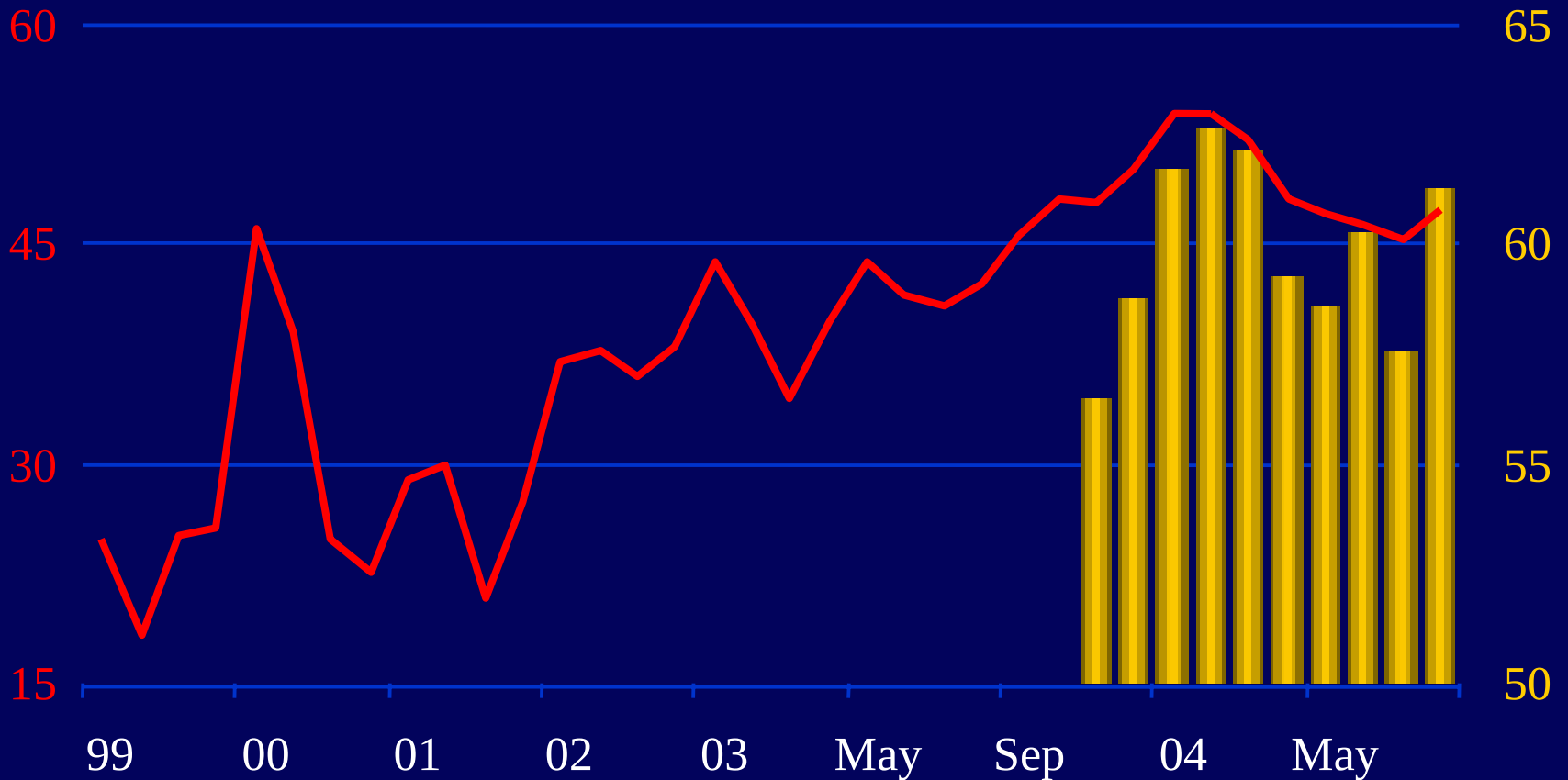


Índices de Confianza

(mayor valor indica expectativa de mejora)

Consumidores
(IPEC, Adimark)

Empresas
(IMCE, UAI/ICARE)



III.2 Actividad y Demanda

- La inversión ha mostrado comportamiento coherente con favorables condiciones macroeconómicas, recuperando parte importante del rezago identificado a comienzos de año.
- Evolución de rentabilidad corporativa, condiciones de financiamiento, gradual disminución de las holguras de capacidad, e indicadores de confianza empresarial, apuntan a que la recuperación de la inversión debería continuar afianzándose.

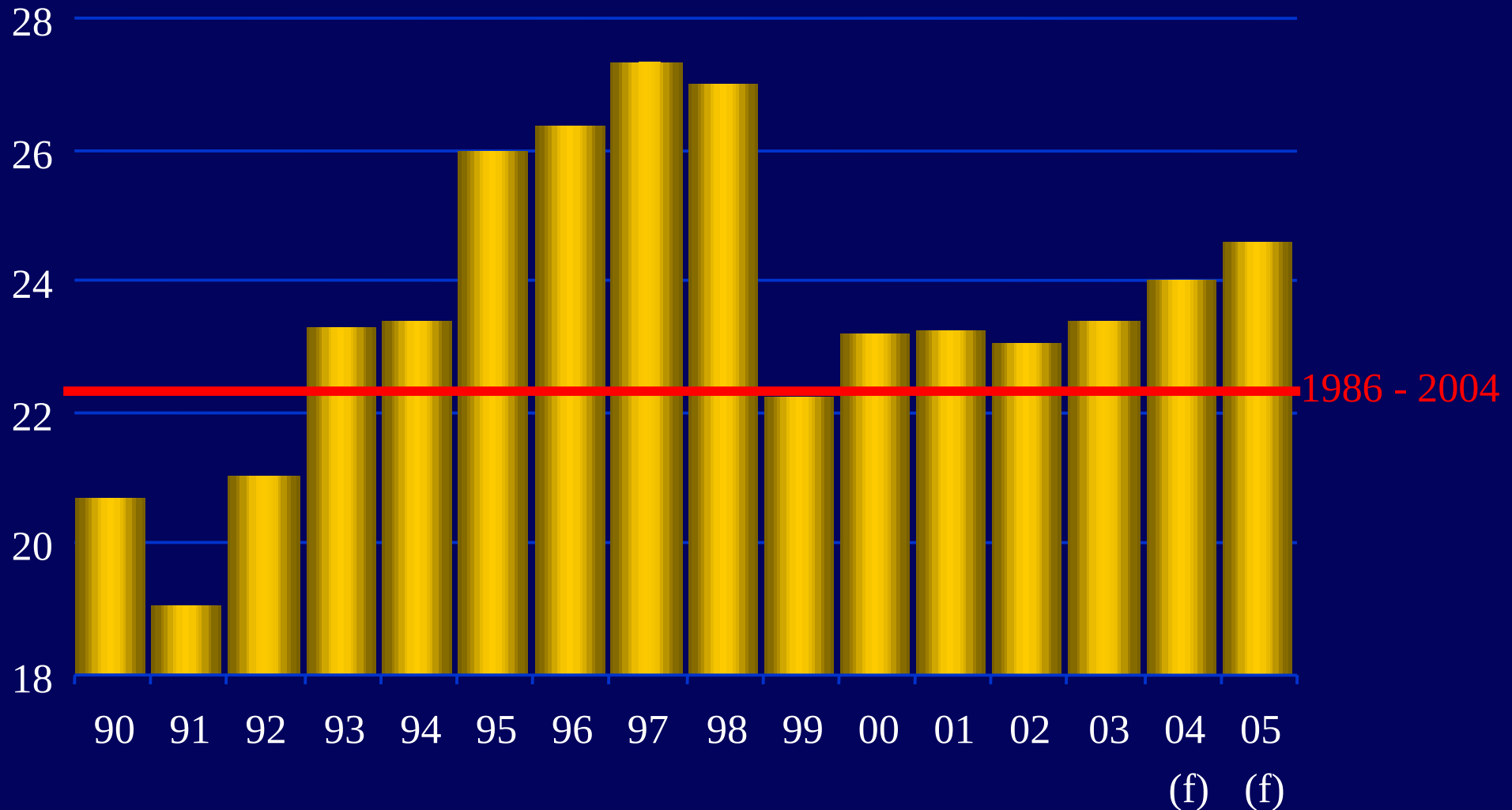
Importaciones de Bienes de Capital

(millones de dólares de 1996, promedio móvil trimestral)



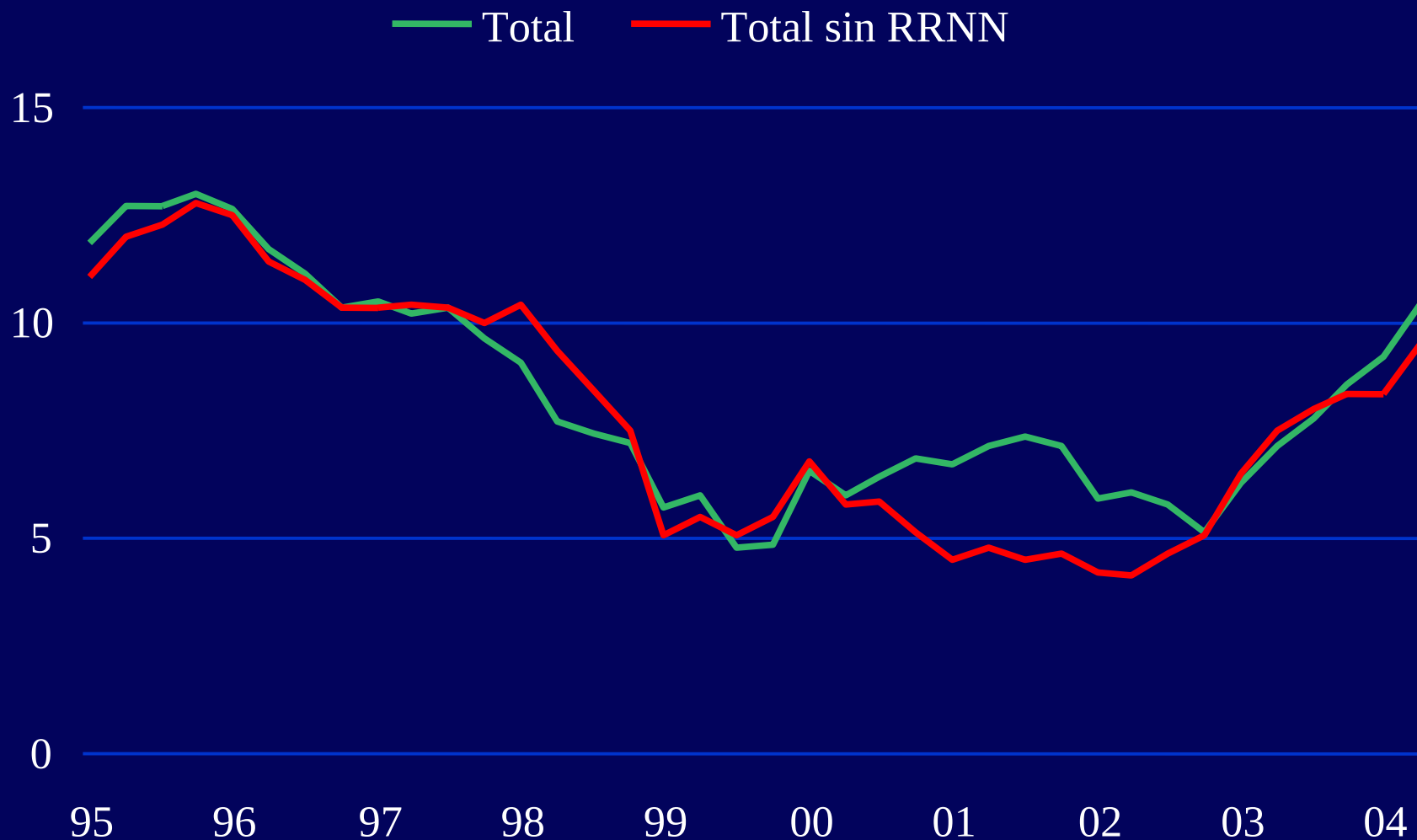
Formación Bruta de Capital Fijo

(porcentaje del PIB a pesos constantes)



Rentabilidad del Sector Corporativo

(utilidad neta sobre patrimonio, porcentaje, promedios móviles)



III.2 Actividad y Demanda

- Escenario central considera que cuentas del sector público mostrarán superávit efectivo durante el 2004 y el 2005, luego de algunos años de déficit.
 - ✓ Se supone que el gasto continúa orientado por la regla fiscal.
 - ✓ Nuevos parámetros estructurales permitirían un incremento del gasto público en el 2005 entre 1 y 1,5% superior al crecimiento de tendencia de la economía.

III.2 Actividad y Demanda

- Mejor escenario externo y avances en la integración de Chile a la economía mundial, se conjugan para que las exportaciones reales de bienes tengan un significativo aumento.
- Exportaciones mineras durante el 2004 están fuertemente influidas por maduración de proyectos de envergadura y desacumulación de existencias, procesos que no se espera perduren durante el 2005.

Volumen de Exportaciones

(variación anual, porcentaje)

	2003					2004	
	I	II	III	IV	Año	I	II
Totales	8,8	1,4	15,5	6,4	7,2	11,3	9,9
Mineras	3,5	0,1	20,4	2,4	5,9	7,2	14,8
Agrícola-silvícola y pesqueras	6,8	15,1	24,3	13,2	10,1	11,9	-1,4
Industriales	17,4	-0,3	11,4	8,8	8,3	14,1	9,5

III.2 Actividad y Demanda

- Perspectivas para el crecimiento de tendencia de la economía no han variado desde principios de año.
- ✓ Se espera que crecimiento del PIB de tendencia aumente desde niveles en torno a 4% a cerca de 5% en los próximos dos años.

III.3 Mercado Laboral

- En el primer semestre, tasa de desempleo ha aumentado más allá de la habitual estacionalidad.
- En cuanto a la creación de empleo, destaca incremento del empleo asalariado, claramente más ligado a la evolución cíclica de la economía.
- Por el contrario, el empleo por cuenta propia ha caído significativamente, lo que es coherente con mayor formalización de la ocupación que se da en un período de mejor entorno macro.

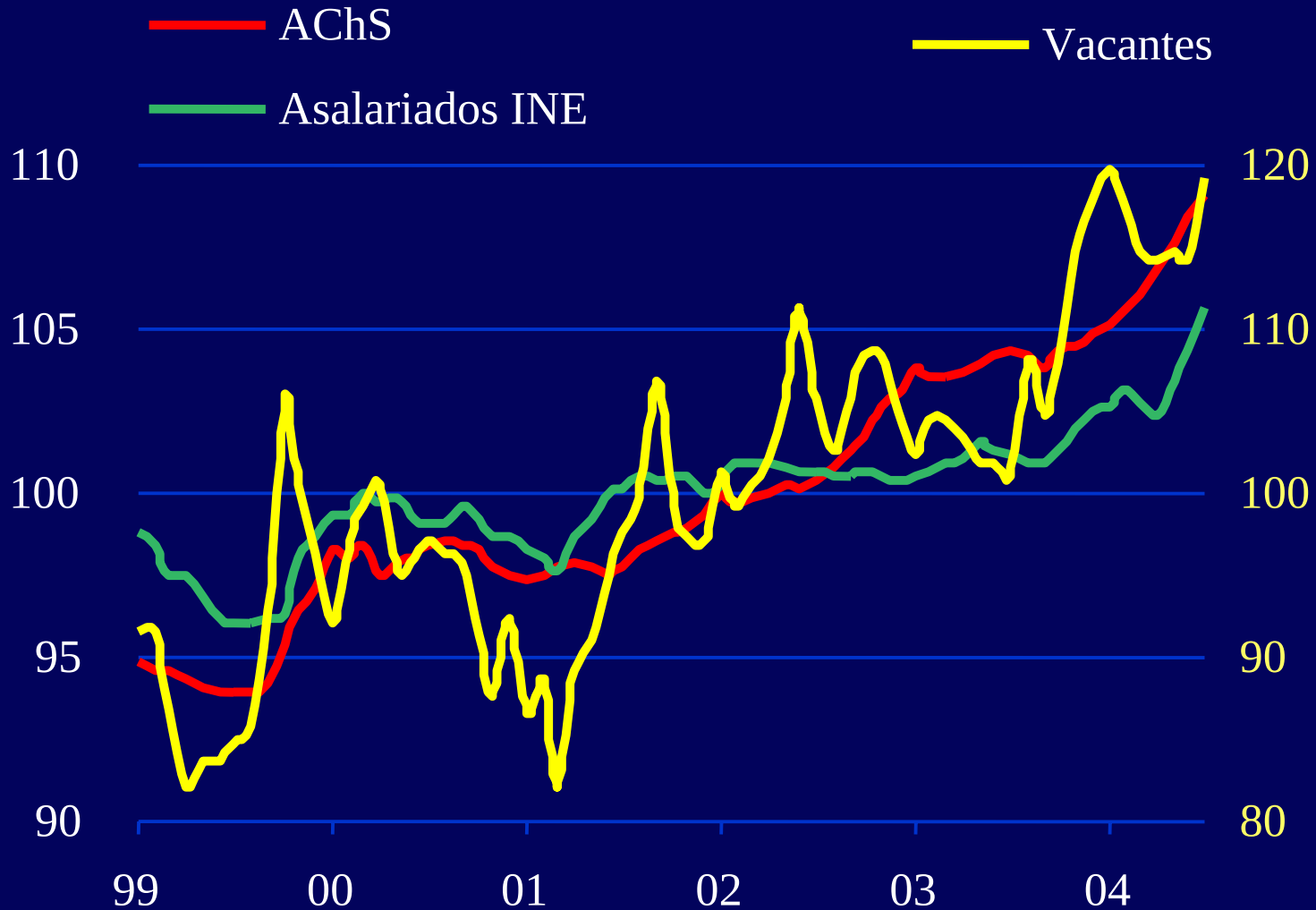
Empleo por Categoría

(miles de personas, prom. mov trim. series desestacionalizadas)



Empleo por Asalariados y Vacantes

(Indice promedio del período observado=100, prom. mov trim. series desestacionalizadas)



III.3 Mercado Laboral

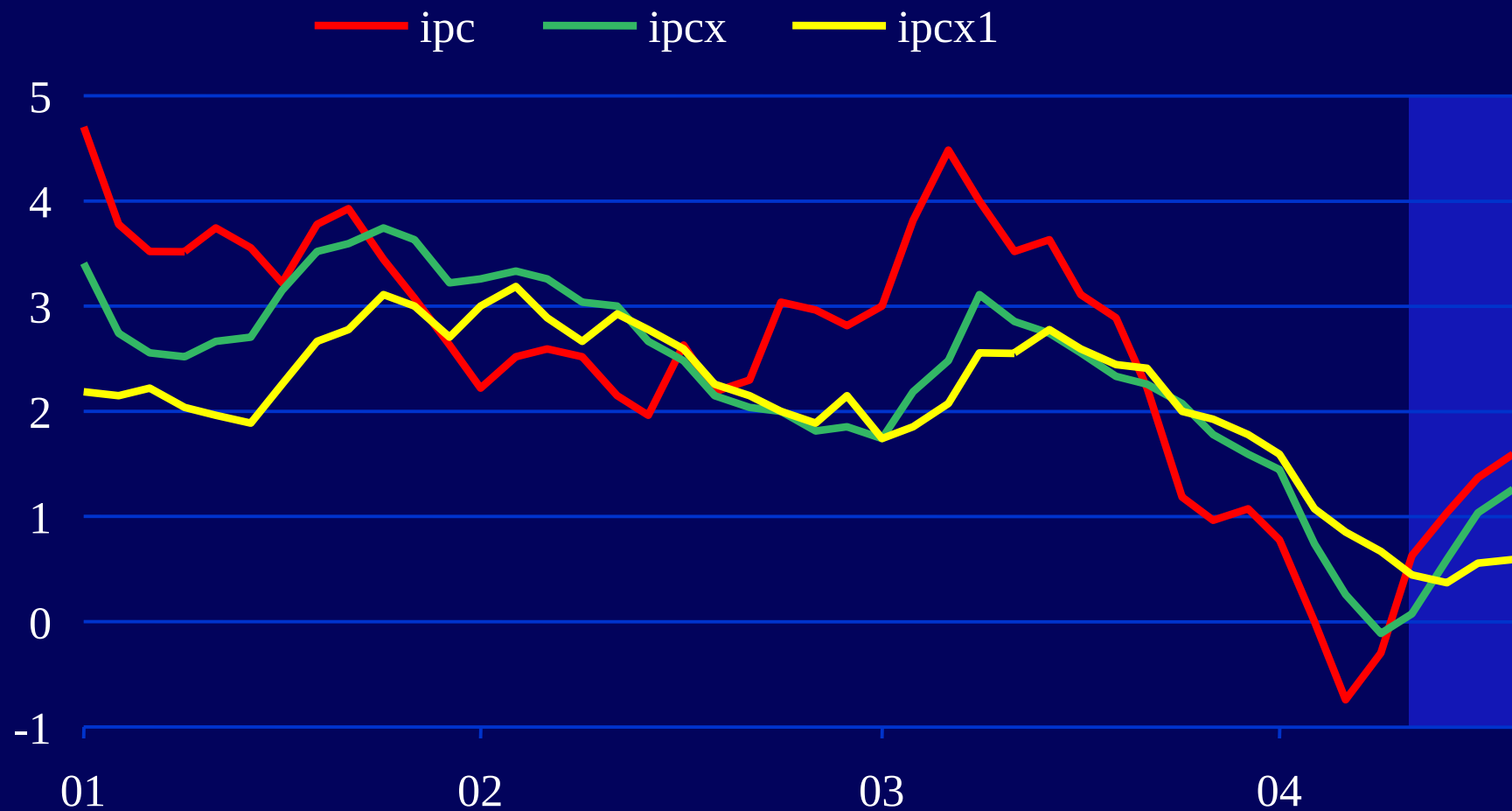
- Esta heterogeneidad se observa también entre categorías ocupacionales y sectores económicos.
- En este contexto, se estima que el actual comportamiento del mercado laboral no inducirá una desaceleración del gasto de los hogares.
- En todo caso, este tema será evaluado cuidadosamente en los próximos trimestres.

III.4 Evolución de la Inflación

- Los registros de inflación IPC e IPCX del último tiempo han estado marcados por el mayor precio del petróleo y los vaivenes del tipo de cambio.
- Sin embargo, más allá de este fenómeno los distintos indicadores de inflación dan cuenta del fin del período de inflación indeseablemente baja y del inicio del proceso de retorno al rango meta.
 - ✓ Indicadores de tendencia de la inflación muestran aumentos respecto de hace unos meses.

Inflación IPC, IPCX e IPCX1

(variación anual, porcentaje)



Inflación IPC, IPCX e IPCX1

(variación mensual anualizada de la serie desestacionalizada. prom. mov. trim , porcentaje)

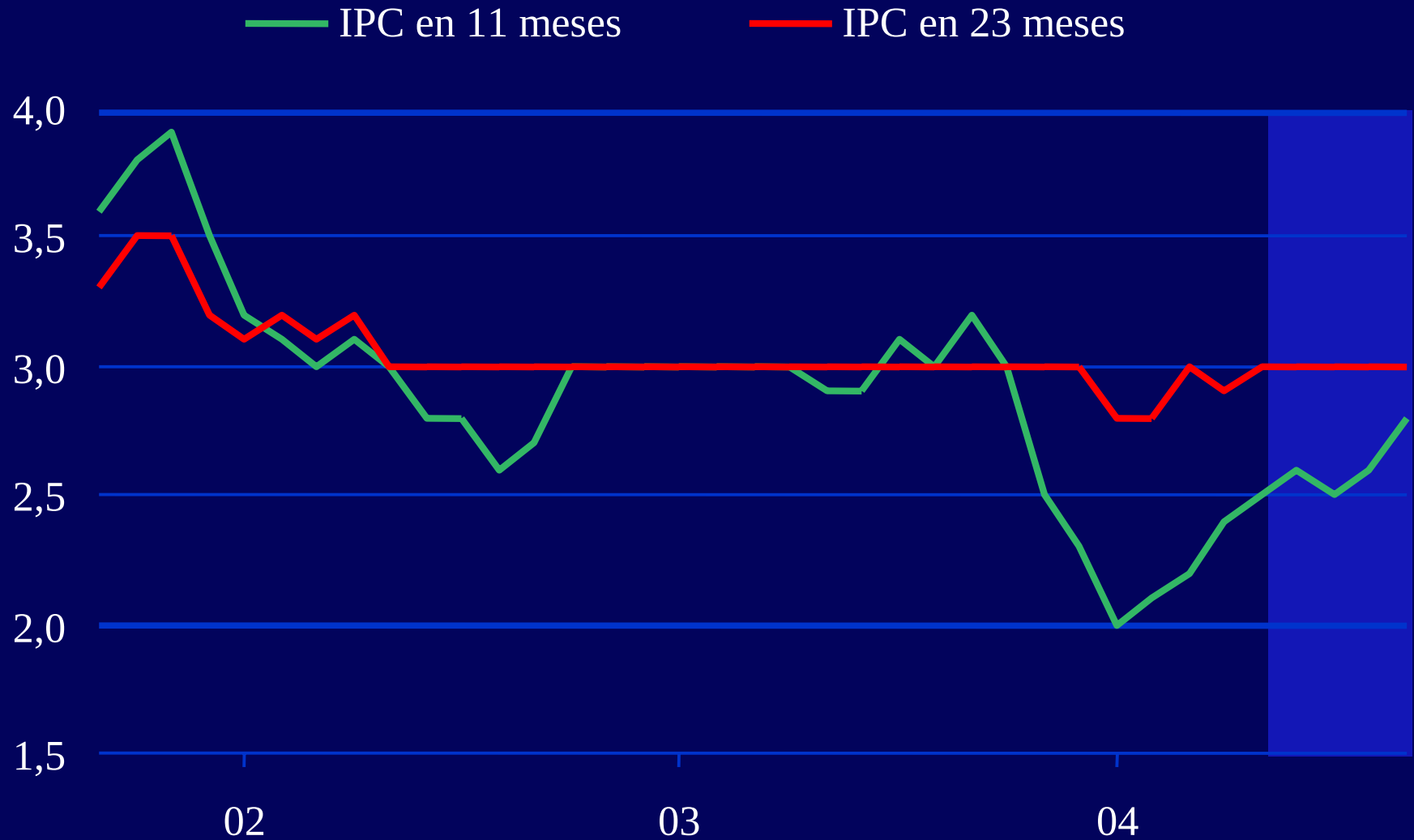


III.4 Evolución de la Inflación

- En cuanto a los determinantes de corto plazo de la inflación se observa lo siguiente:
 - ✓ Márgenes de comercialización no muestran cambios relevantes a nivel agregado.
 - ✓ Productividad media del trabajo asalariado se ha desacelerado en el curso del año, lo que junto a la moderada evolución de salarios nominales, ha configurado panorama de tendencias acotadas pero crecientes por el lado de los costos laborales unitarios.
 - ✓ Expectativas de inflación muestran vaivenes en los últimos meses, en línea con movimientos del precio del petróleo y del tipo de cambio, pero gradualmente convergen a 3%.

Evolución de Expectativas Económicas

(porcentaje, variación en doce meses)



IV. Perspectivas de Actividad e Inflación

IV. Perspectivas Económicas

- Para este año el *Consejo* estima que el PIB crecerá entre 5,0 y 5,5%, mientras el gasto lo haría a una tasa similar.
 - ✓ La cuenta corriente mostrará un importante superávit reflejando el aumento del ahorro nacional, frente al aumento transitorio del ingreso nacional.
- Con la información que tenemos hasta hoy, se espera un crecimiento del PIB entre 4,5 y 5,5 % para el 2005.
- Como resultado, las holguras de capacidad continuarán reduciéndose.

Proyección de Actividad

(variación real anual, porcentaje)

	2002	2003	2004(f)	2005(f)
PIB	2,2	3,3	5,0 - 5,5	4,5 - 5,5
Ingreso nacional	2,5	3,9	7,1	5,3
Demanda interna	2,5	3,5	5,3	6,3
Formación bruta de capital fijo	1,4	4,8	8,0	7,8
Resto demanda interna	2,8	3,1	4,5	5,8
Exportaciones de bienes y servicios	1,5	7,8	12,0	4,8
Importaciones de bienes y servicios	2,4	8,8	13,0	7,5
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,3	-0,8	2,8	1,1

(f) Proyección

IV. Perspectivas Económicas.

- La trayectoria de la inflación estará determinada por:
 - ✓ Gradual cierre de brechas.
 - ✓ Mayores presiones de costos laborales.
 - ✓ Gradual aumento de márgenes de comercio.
 - ✓ Evolución de los precios del petróleo.
- Debido a dificultades para cuantificar sus efectos, se ha supuesto que la reducción de la jornada laboral no afecta la tendencia inflacionaria.
- Se considera que propagación de incremento del precio de los combustibles a inflación subyacente será acotada.

IV. Perspectivas Económicas.

- Con esto supuestos se estima que la inflación del IPCX1 promediará en el horizonte de proyección en torno a 3%, mientras que la inflación del IPCX y del IPC alcanzarán algo menos que 3% anual.
- Esto es coherente con convergencia de tendencia inflacionaria del IPCX1 desde actuales tasas instantáneas menores a 2% hasta cifras por encima de 3,5% que luego tenderán gradualmente a 3% en 2005 y 2006.

IV. Perspectivas Económicas

- Esta evolución de la inflación, anclada en 3%, resulta de proyecciones coherentes con diversos supuestos del escenario base, incluyendo gradual disminución del impulso monetario.

Proyecciones de Inflación

(variación anual, porcentaje)

	2002	2003	2004(f)	2005(f)	2006(f)
Inflación IPC promedio	2,5	2,8	1,1	3,0	
Inflación IPC diciembre	2,8	1,1	2,9	2,8	
Inflación IPC a 12 y 24 meses (1)				2,8	2,5
Inflación IPCX promedio	2,6	2,3	0,9	2,8	
Inflación IPCX diciembre	1,9	1,6	1,8	3,2	
Inflación IPCX a 12 y 24 meses (1)				2,9	2,9
Inflación IPCX1 promedio	2,5	2,2	0,9	2,9	
Inflación IPCX1 diciembre	2,1	1,8	1,4	3,6	
Inflación IPCX1 a 12 y 24 meses (1)				3,3	3,4

(f) Proyección

(1) Corresponde a la inflación proyectada para septiembre de cada año.

V. Escenarios de Riesgo

V. Escenarios de Riesgo

- Las proyecciones que hemos presentado corresponden al escenario central o más probable y ahora corresponde analizar los riesgos.
- En el frente externo, principales riesgos se asocian con:
 - ✓ Incertidumbre respecto de evolución de corto y de largo plazo del precio del petróleo, la que se vincula a fenómenos difícilmente predecibles.
 - ✓ Impacto de la trayectoria supuesta del precio del petróleo sobre ritmo de actividad global y/o inflación en principales economías puede ser más intensa que lo considerado.

V. Escenarios de Riesgo

- ✓ Persistencia de desequilibrios macroeconómicos entre principales economías mantiene vigente la posibilidad de ajustes bruscos en paridades y tasas de interés internacionales.
- Con relación a la actividad interna, los riesgos más destacables se relacionan con la forma como consumo e inversión sigan evolucionando en el corto plazo:
 - ✓ Hasta ahora se ha considerado que incidencia del mayor precio de combustibles sería limitada en el consumo, y que evolución reciente del mercado laboral no introduce riesgos en expectativas de los hogares.

V. Escenarios de Riesgo

- ✓ El repunte de la inversión ha sorprendido y por ahora se considera que ello constituye una normalización más pronta de lo previsto.
- ✓ Se estima que fuerte repunte de las exportaciones puede perder fuerza el próximo año, pero podría continuar.
- ✓ Finalmente, en el escenario base de proyección se ha supuesto que propagación hacia inflación subyacente del incremento de precios de combustibles será acotada.
- ✓ Magnitud efectiva que tenga este traspaso solo se dilucidará a medida que transcurra en tiempo, en particular a partir del comportamiento de los salarios, de las expectativas y de la inflación misma.

V. Escenarios de Riesgo

- ✓ Solo en la medida que transcurra el tiempo se observará el efecto, si es que lo hay, de la reducción de la jornada laboral sobre el cuadro macroeconómico en Chile.

V. Escenarios de Riesgo

- El *Consejo* considera que en el escenario central el balance de riesgos para el crecimiento está equilibrado, mientras que para la inflación está sesgado al alza.

VI. Conclusiones

VI. Conclusiones

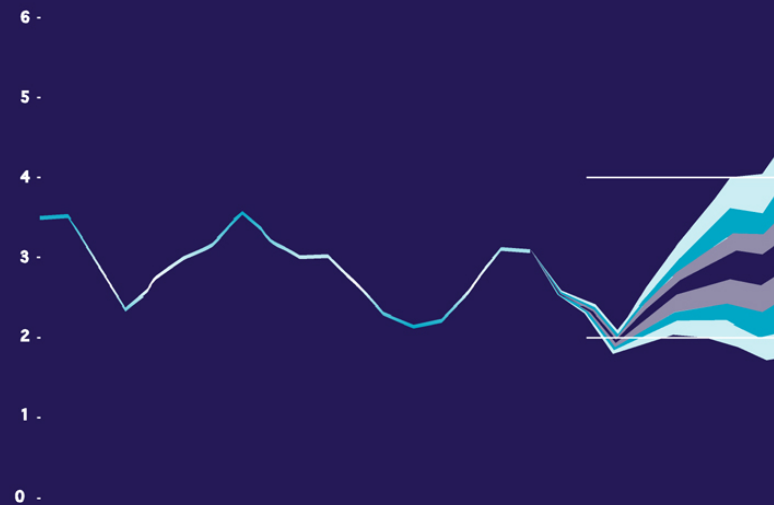
- Suma de antecedentes reafirma buen escenario externo e interno que enfrenta la economía chilena.
- Actividad aumentará entre 5 y 5,5% durante el 2004, llegando a entre 4,5 y 5,5% el 2005.
- La inflación retornará a 3% más pronto que lo previsto, por el efecto transitorio del mayor precio del petróleo.
 - ✓ Su dinámica subyacente seguirá determinada principalmente por el cierre de brechas de capacidad y reducción del impulso monetario.

VI. Conclusiones

- El Consejo reitera que se mantendrá atento para ajustar oportunamente la política monetaria de manera de confrontar las desviaciones que se proyecten respecto de la trayectoria esperada de la inflación respecto de la meta establecida.

Informe de Política Monetaria

SEPTIEMBRE 2004



BANCO CENTRAL
DE CHILE