

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

ENERO 2004



BANCO CENTRAL DE CHILE

TEMAS

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

I. Puntos Destacados

Puntos Destacados

- En los últimos meses se produjo una significativa e inesperada baja de la inflación.
- El Banco Central ha respondido activamente para intentar alcanzar una inflación centrada en 3%, en el horizonte habitual de política.
- El Banco Central ha reafirmado también que considera 3% como un objetivo inflacionario adecuado para nuestro país.

Puntos Destacados

- La caída en la inflación ha sido el resultado de sorpresas de costos: depreciación del dólar; caída de precios de no perecibles por mayor eficiencia y competencia en la distribución.
- Aunque de incidencia transitoria, los efectos de estos shocks de oferta se prolongarán hasta fines del horizonte de proyección.

Puntos Destacados

- En el ámbito internacional las condiciones han mejorado:
 - El crecimiento de EE.UU. y de Asia emergente sigue tomando fuerzas, lo que fortalece la recuperación de la economía mundial;
 - Los términos de intercambio han mejorado;
 - Las condiciones financieras internacionales son más favorables;
 - Hay una mayor tranquilidad y recuperación en América Latina, especialmente Brasil;
- En paralelo, el dólar de EE.UU. se ha depreciado en forma pronunciada con respecto a las principales monedas.

Puntos Destacados

- En el ámbito interno, las condiciones están dadas para que el crecimiento aumente:
 - El mejor entorno externo;
 - Mejores perspectivas laborales y expectativas de los consumidores;
 - Una inflación bajo la meta con amplias brechas de capacidad y de empleo que permiten una política monetaria expansiva;
 - Condiciones para que la inversión se acelere.
- El crecimiento para el 2004 se estima ahora entre 4,5 y 5,5%.

Puntos Destacados

- Incluso con un crecimiento mayor que el proyectado en el informe anterior, existía un alto riesgo que la inflación se mantuviera bajo 3% en el horizonte de política.
- Con el objetivo de reorientar la inflación al 3% en un horizonte de 24 meses y fortalecer el uso de este valor en las decisiones futuras de precios, el Consejo del Banco Central decidió en su última reunión de política monetaria reducir la TPM a 1,75%.

II. Escenario Internacional

Escenario Internacional

- Desde el último informe la situación de la economía mundial ha mejorado:
 - EE.UU. está en franca expansión;
 - Asia emergente, empujado por China y la India, acelera su crecimiento;
 - Japón se beneficia del dinamismo de EE.UU. y de Asia emergente;
 - Europa continúa enfrentando grandes desafíos, pero igualmente se beneficiará de la recuperación mundial;
 - América Latina comienza a recuperarse.

Crecimiento Mundial

(%)

	Promedio 1990-1999	2002	2003 (f)		2004 (f)		2005 (f)	
			Sep-03	Ene-04	Sep-03	Ene-04	Sep-03	Ene-04
Mundial	3.3	2.6	3.0 	3.4	3.9 	4.5	3.9 =	3.9
Estados Unidos	3.0	2.2	2.4 	3.1	3.5 	4.6	3.4 	3.5
Europa	2.0	1.0	0.9 =	0.9	2.3 	2.4	2.5 	2.3
Japón	1.7	-0.3	2.0 	2.2	1.7 	2.2	1.5 	0.9
Resto de Asia	7.9	6.7	6.1 	6.6	6.6 	7.2	6.4 =	6.4
América Latina	2.8	-0.7	1.1 =	1.1	3.8 	3.9	3.7 	3.8
Socios Comerc.	3.0	2.0	2.3 	2.6	3.6 	4.0	3.5 	3.4

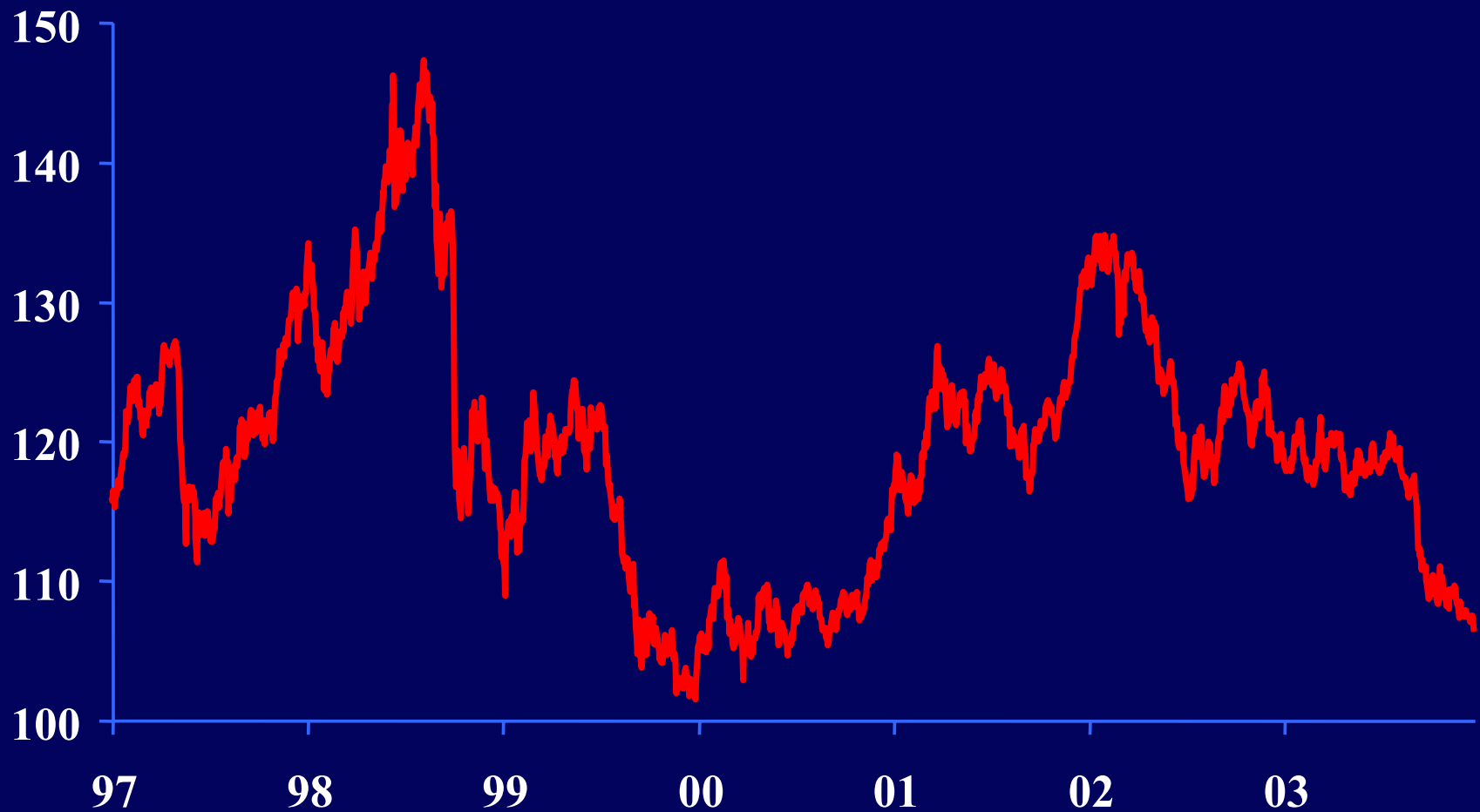
Escenario Internacional

- La recuperación de EE.UU. es promovida por políticas monetaria y fiscal expansivas.
- Sin embargo, la combinación de altos déficit fiscales y de cuenta corriente tensiona las paridades entre las principales monedas y crea riesgos.
 - Con respecto al dólar, desde diciembre del 2001 el Euro acumula una apreciación de casi 30% y el Yen de casi 20% (el peso un 14%) y la depreciación del dólar en el mundo podría continuar;
 - La solución del problema fiscal esta pendiente.

Tipo de Cambio Euro/Dólar



Tipo de Cambio Yen/Dólar



Paridades Cambiarias: Variación Acumulada

(en % respecto del dólar de EE.UU. al cierre del 13 enero 2004)

	Dic. 00	Dic. 01	Dic. 02	Dic. 03
Argentina	186.7	186.3	-14.8	-2.6
Brasil	44.1	21.6	-20.6	-2.8
México	13.0	18.8	4.9	-3.2
Chile	-1.2	-14.2	-21.2	-4.3
Japón	-7.1	-19.3	-10.6	-0.7
Australia	-28.1	-34.5	-27.8	-3.4
N. Zelandia	-34.9	-38.9	-23.1	-3.6
Sudáfrica	-9.0	-42.4	-19.6	2.8
Canadá	-15.2	-20.2	-19.1	-1.7
Suecia	-23.8	-31.6	-17.4	-0.2
Zona Euro	-26.0	-30.2	-17.7	-1.1

Escenario Internacional

- China y la India se benefician de reformas económicas que permiten saltos importantes en eficiencia.
- Mejor escenario externo y depreciación del dólar en mercados internacionales llevan a un fuerte aumento en precio del cobre.
- Precios de otras materias primas de exportación también mejoran.
- Sin embargo, la baja esperada en el precio del petróleo se reduce en magnitud.

Proyecciones de Precio del Cobre

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

	2003	2004(f)	2005(f)
Banco Central	80.7	100.0	102.0
Cochilco	-	92-96	-
Goldman Sachs	-	101.0	112.0
JPMorgan Chase	-	92.0	100.0
Deutsche Bank	-	100.0	106.0
Merrill Lynch	-	94.0	96.0
Scotiabank	-	105.0	110-115
Futuros (1)	-	96.8	95.6

(1) Considera promedio de los últimos 30 días al 5 enero 2004

(f) Proyecciones

La proyección de la comisión de expertos es un precio de largo plazo de 88.0 para el 2004.

Proyecciones de Precio del Petróleo Brent

(US\$ por barril, promedio)

	2003	2004(f)	2005(f)
Banco Central	28.9	27.0	24.0
JP Morgan Chase	-	24.6	21.2
Goldman Sachs	-	23.5	-
Deutsche Bank	-	23.0	21.0
Futuros	-	27.7	25.5

Las proyecciones de Septiembre 2003 eran:
US\$28.5 el 2003, US\$26 para el 2004 y US\$23 para el 2005.

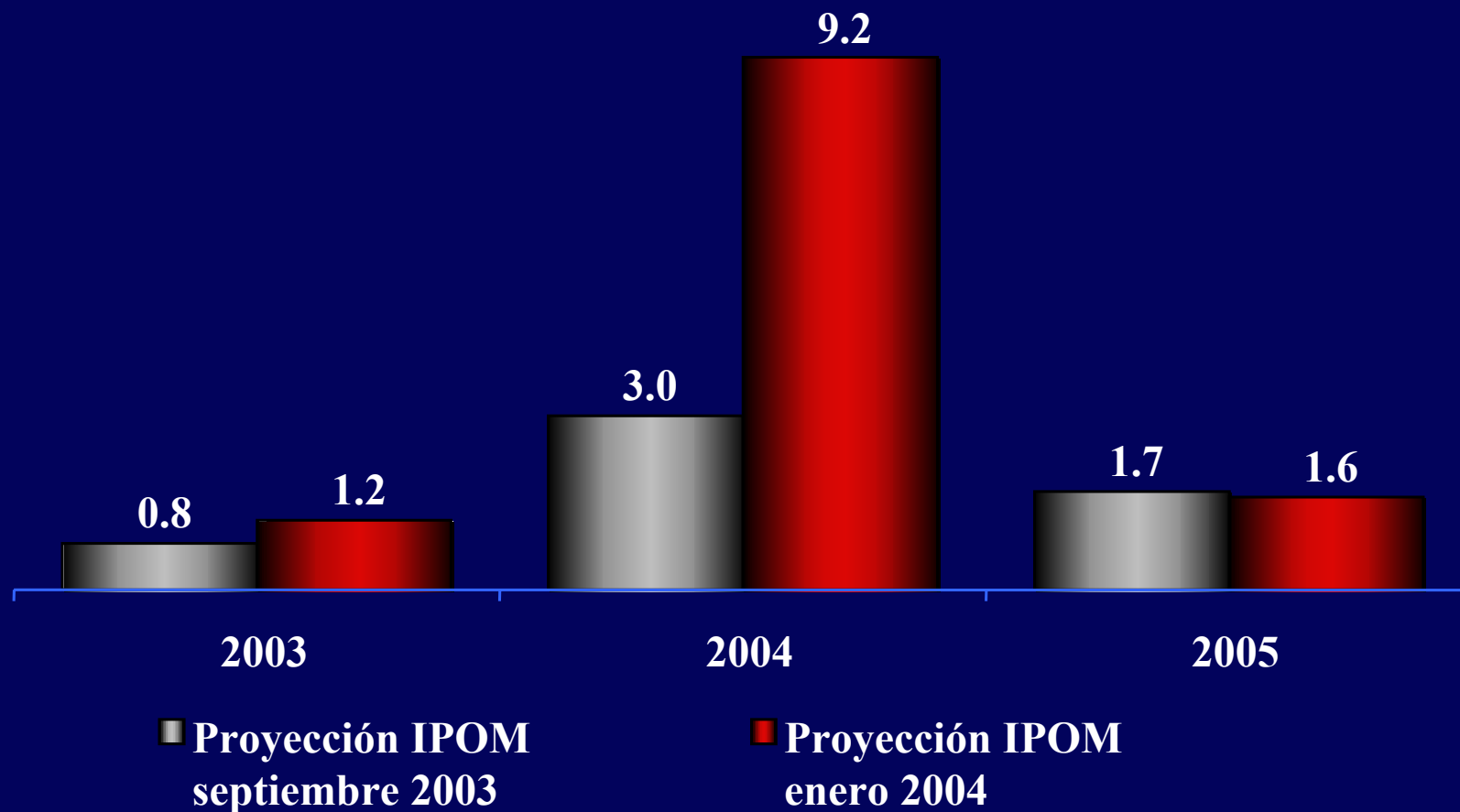
(f) Proyecciones

Escenario Internacional

- Estos antecedentes permiten anticipar un repunte de los términos de intercambio desde 1,2% anual promedio en el 2003, a 9,2% el 2004 y a 1,6% el 2005.

Términos de Intercambio

(% variación anual)



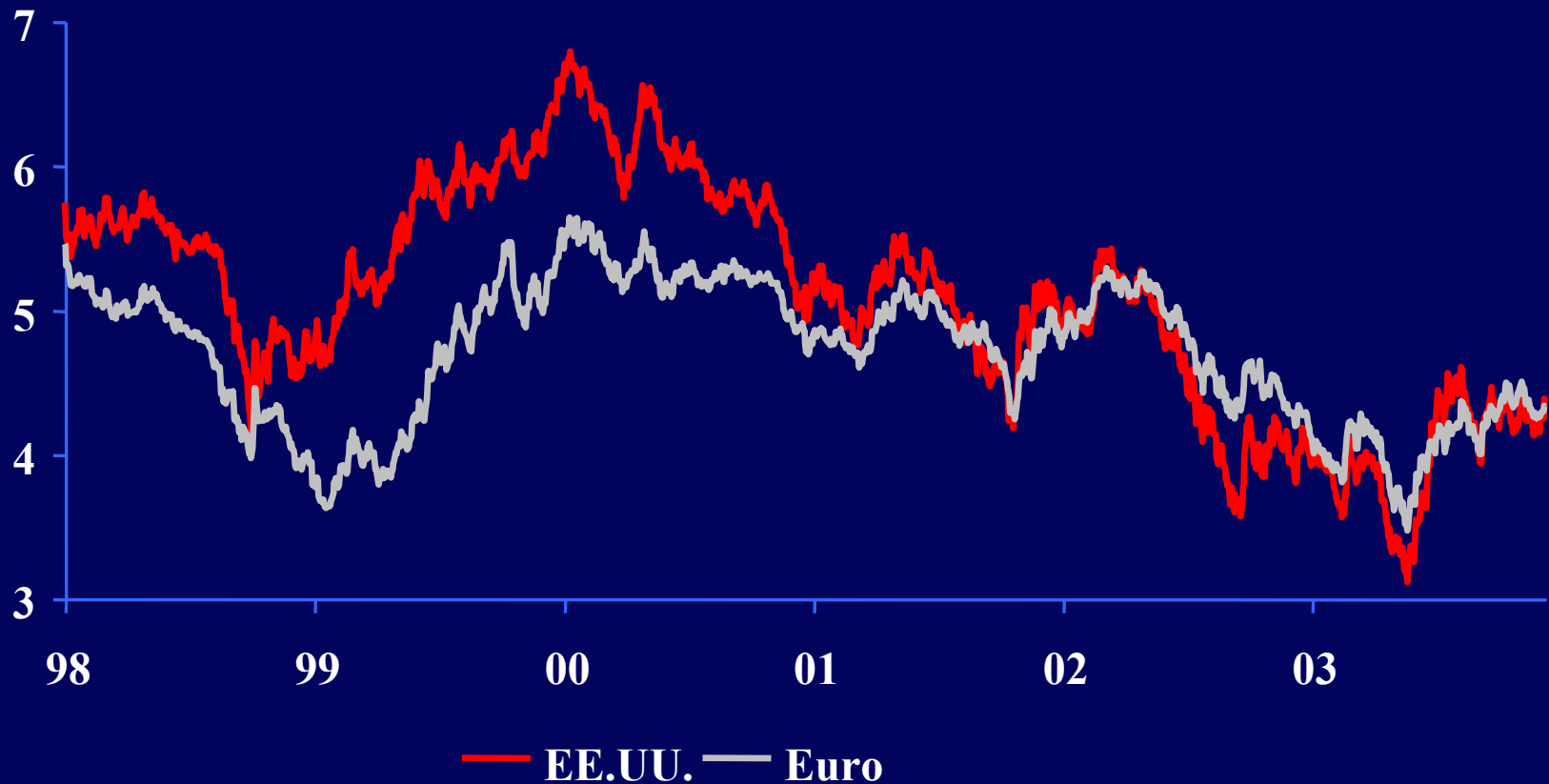
Escenario Internacional

- En las principales economías industriales la inflación se debería mantener baja :
 - En EE.UU. descendería a alrededor del 1,5% y en la zona Euro a bajo el 2%;
 - En Japón seguiría la deflación.
- Las condiciones financieras para los países emergentes continúan mejorando con bajas en primas por riesgo y mayores flujos.

Escenario Internacional

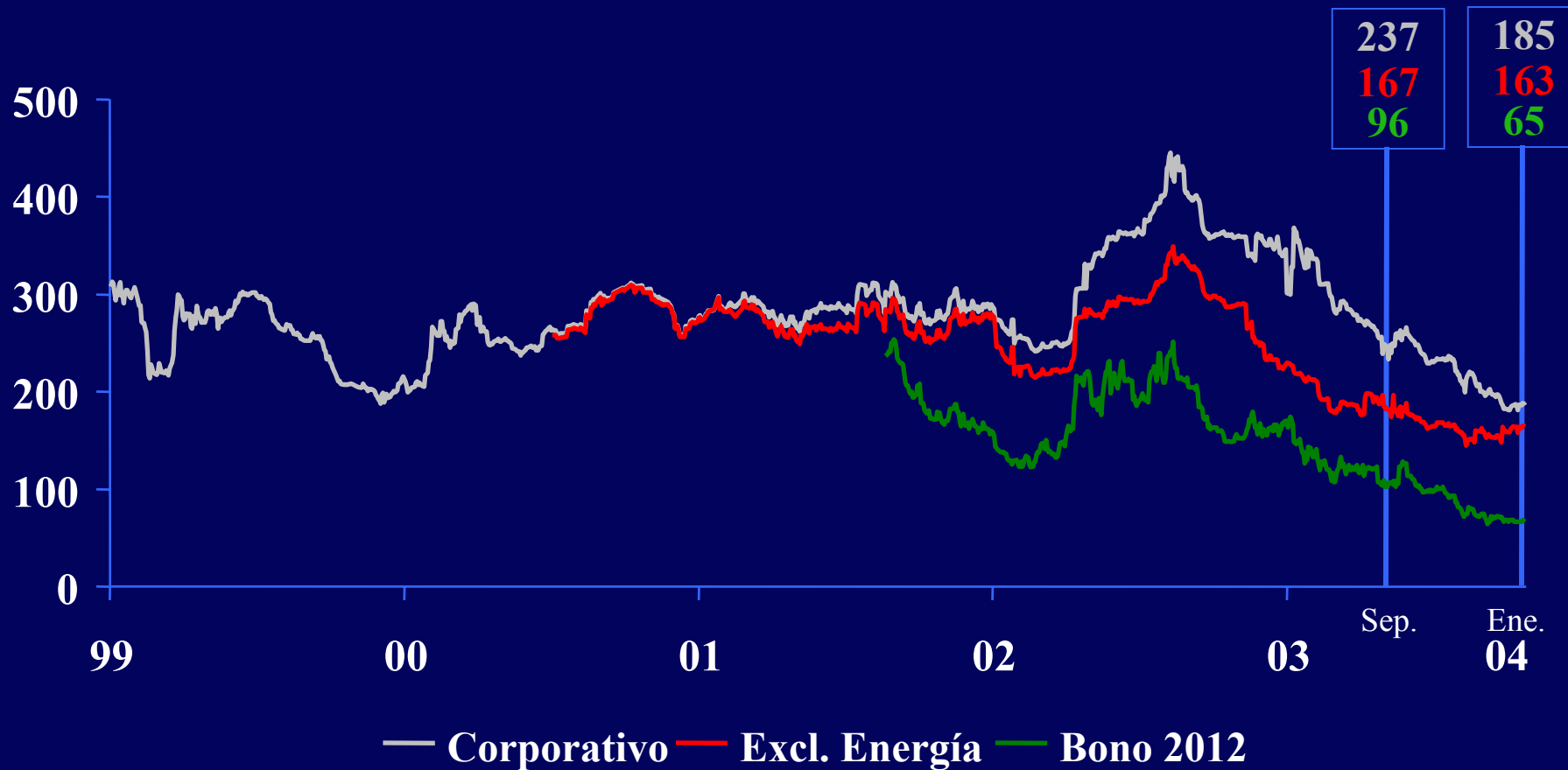
- Además, la FED ha mantenido una política monetaria expansiva por el bajo riesgo de una aceleración en la inflación.
 - Esto se ha traducido también en tasas de largo plazo más bajas.
- El fortalecimiento de la recuperación lleva al mercado a anticipar alzas de tasas.
 - Pero el inicio de este ciclo se ha postergado para la segunda mitad del año.
- El BCE mantiene la tasa en un esquema de meta de inflación exigente para una comunidad de países.

Rendimiento Bonos de Gobierno a 10 Años (%)



Diferencial Tasas de Bonos Chilenos

(Puntos base)



Spread Bonos Alto Rendimiento

(EEUU-EMBI+, Puntos base)



Escenario Externo Base: Resumen

	2001	2002	2003(p)	2004(f)	2005(f)
(variación porcentual anual)					
Términos de intercambio	-3.8	1.3	1.2	9.2	1.6
PIB socios comerciales	1.4	2.0	2.6	4.0	3.4
Precios externos (en US\$)	-2.0	-4.1	10.5	6.6	2.6
(niveles)					
Precio del cobre BML (US cent/lb)	71.7	70.8	80.7	100.0	102.0
Precio petróleo <i>Brent</i> (US\$/barril)	24.4	24.9	28.9	27.0	24.0
Libor US\$ (Nominal, 90 días)	3.8	2.0	1.2	1.5	3.3

(p) Preliminar

(f) Proyección

III. Evolución Reciente del Escenario Interno

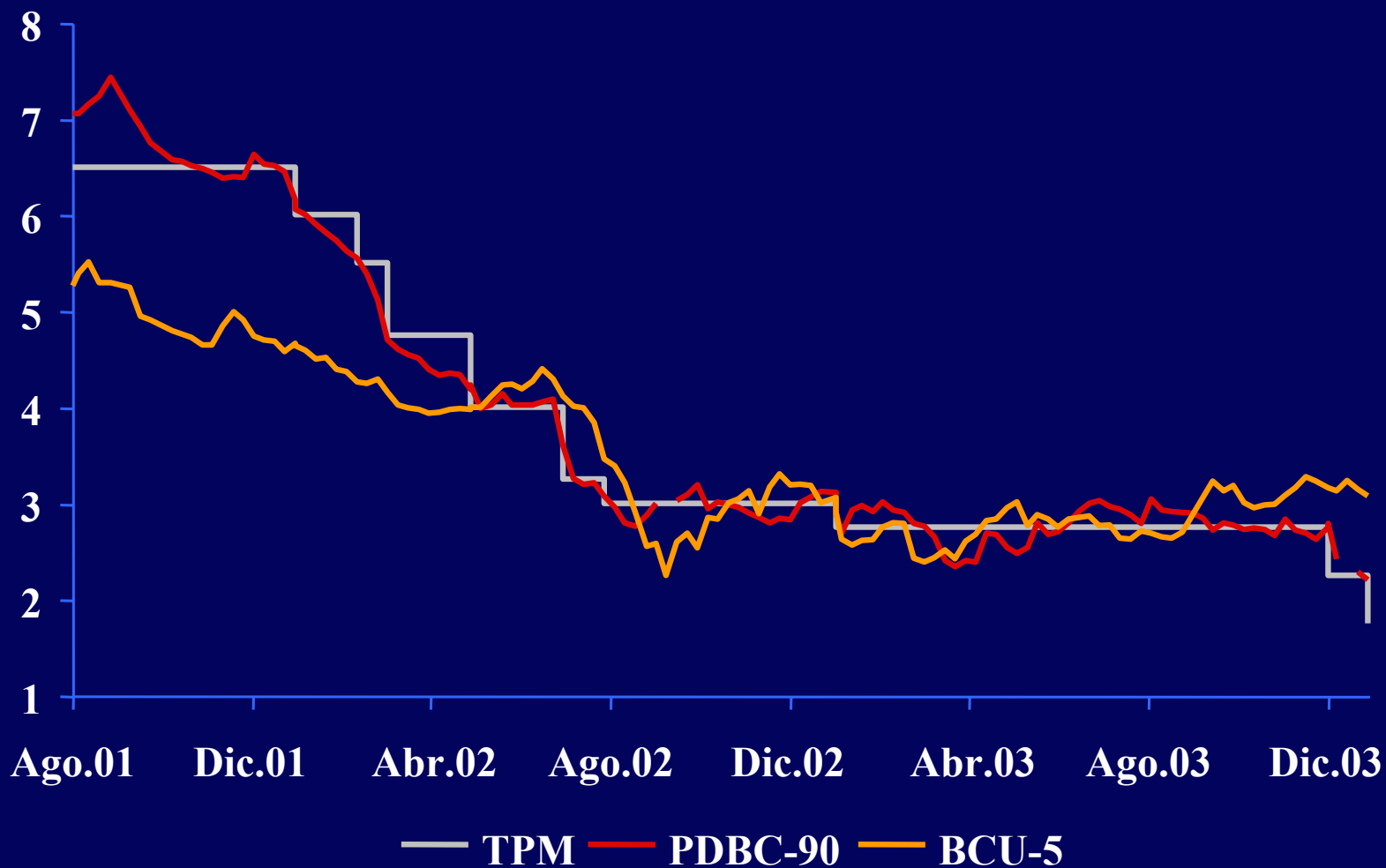
MERCADOS FINANCIEROS

Mercados Financieros

- Desde el último informe las condiciones monetarias y crediticias han seguido siendo expansivas:
 - Con trayectoria de variaciones de precios por debajo de lo previsto, el *Consejo* redujo la TPM en un punto porcentual desde el último Informe.
 - Desde septiembre 2003, las tasas de interés de los instrumentos nominales de mediano plazo del BCCh han bajado entre 160 y 200 pb.
 - Tasas de instrumentos reajustables han mostrado volatilidad y leve alza que refleja mejores perspectivas.

TPM y Tasas de Interés del Banco Central

(promedios semanales, %)



Mercados Financieros

- En cuanto a colocaciones:
 - Crédito a personas crece a dos dígitos en 12 meses (17% consumo y 11% vivienda);
 - Las tasas de colocación promedio de créditos en pesos caen en 560 pb. entre el primer semestre del 2000 y diciembre del 2003;
 - Créditos comerciales mantienen trayectoria más bien plana; esto se atribuye a factores de demanda.

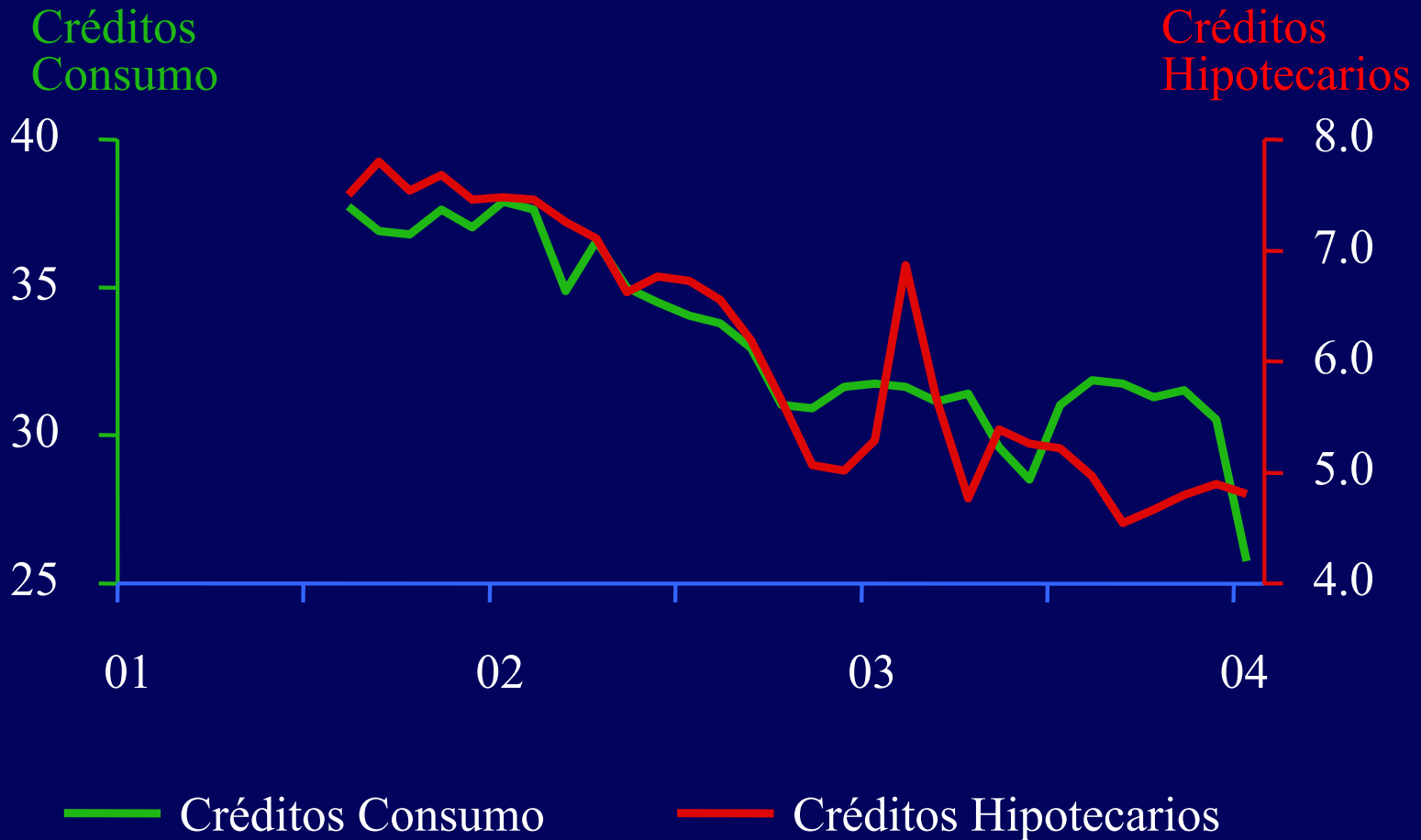
Crédito a Personas

(Millones de pesos de 1996)



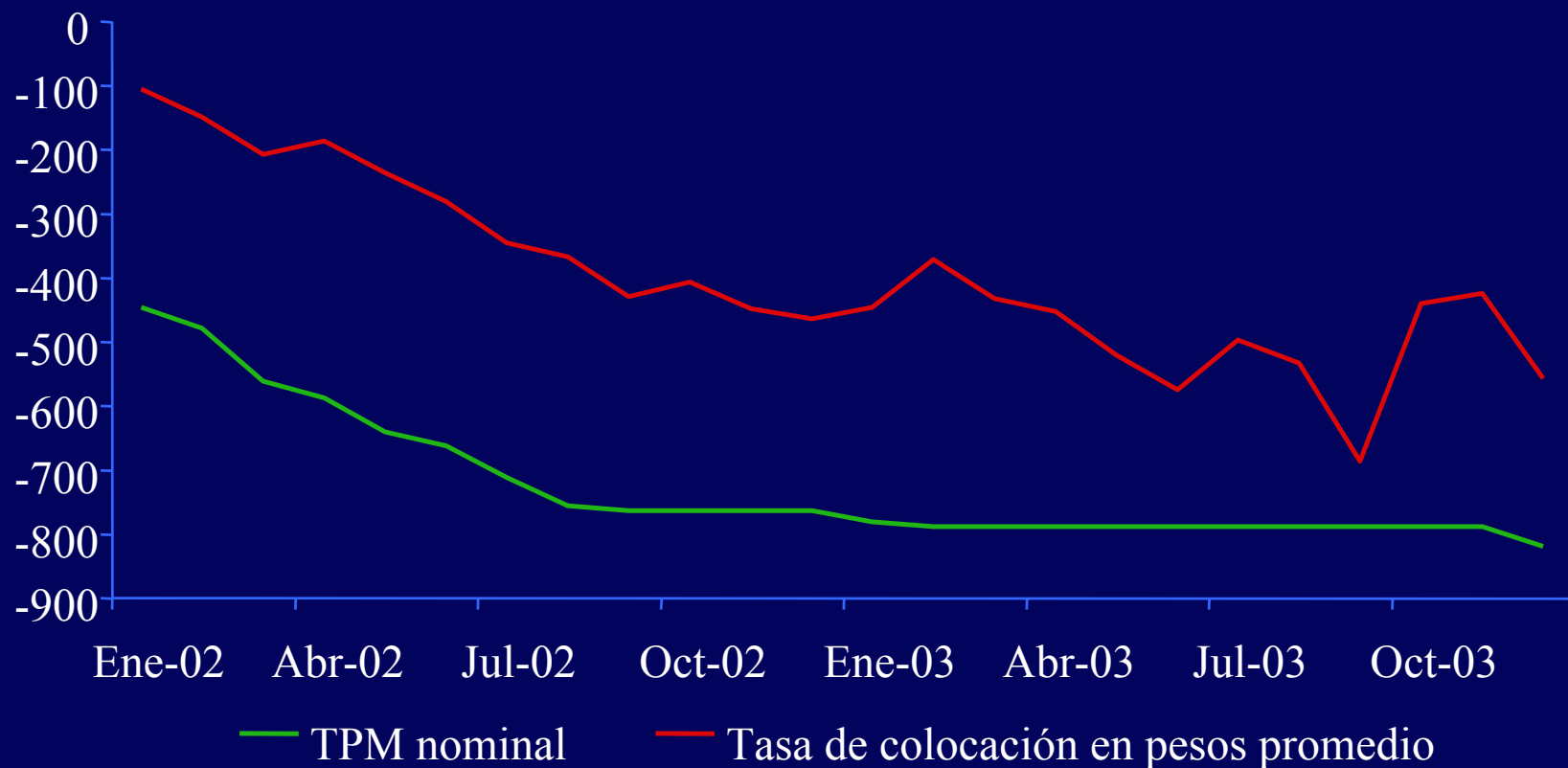
Fuente: SBIF

Tasas de Colocaciones



Cambio Acumulado Tasas de Interés

(Desde diciembre del 2001)



Mercados Financieros

- Desde septiembre el dólar se ha debilitado en forma significativa con respecto al peso.
- Detrás de esta apreciación del peso subyacen diversos factores:
 - La fuerte depreciación del dólar en los mercados internacionales;
 - Una serie de shocks reales favorables que afectan el tipo de cambio real:
 - Repunte de precios de productos primarios (cobre y otros);
 - Mayor confianza de los mercados sobre la estabilidad de Brasil;
 - Mejores condiciones financieras internacionales;
 - Mejores perspectivas de crecimiento.

Mercados Financieros

- Durante estos años la flotación ha jugado un rol clave para absorber los cambios en el entorno financiero y real que ha enfrentado la economía chilena.
 - Esto ha sido posible gracias al marco de políticas macro vigente.
- Esto ha permitido disminuir el impacto de los shocks externos en actividad e inflación.

Mercados Financieros

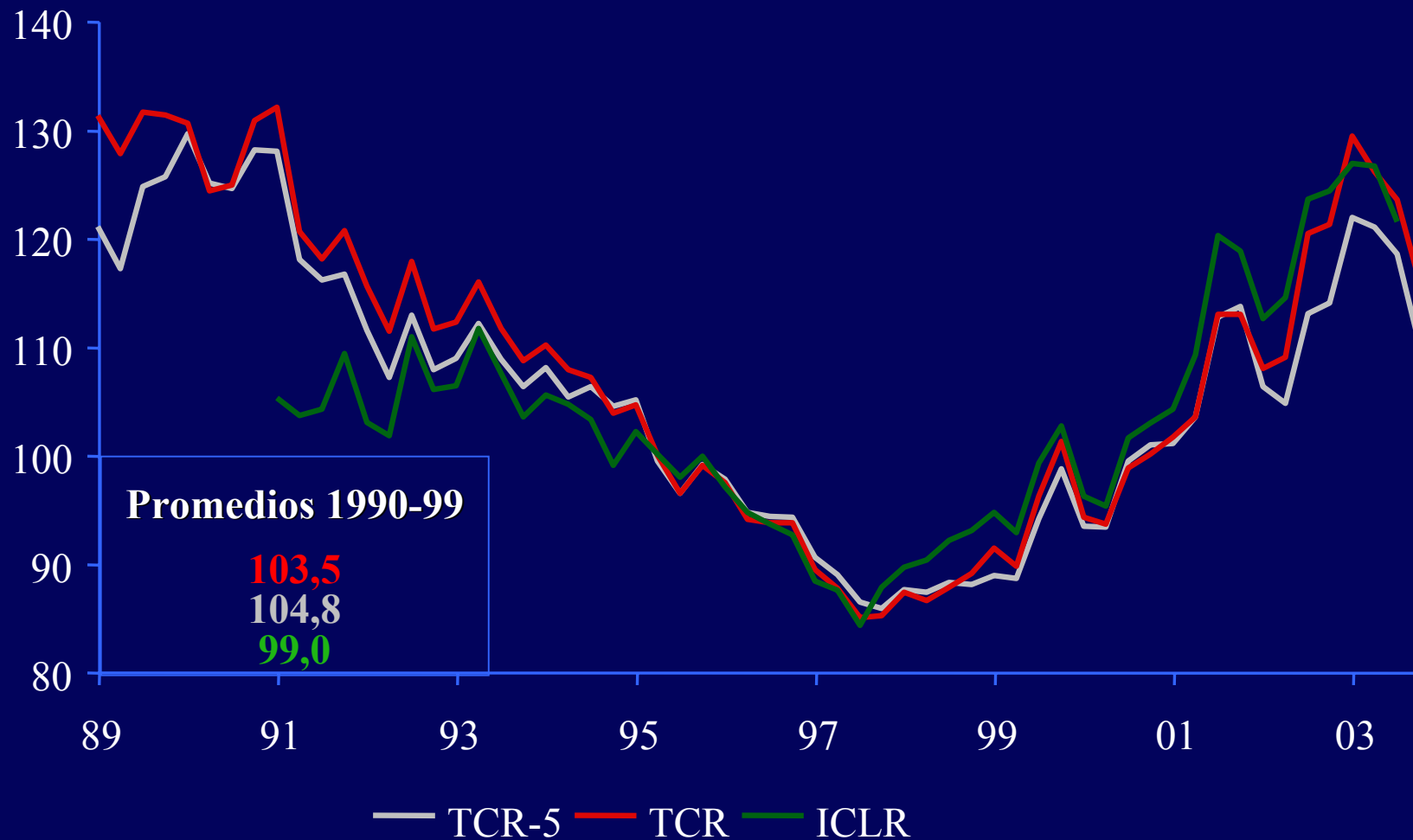
- Aunque el TCR ha caído un 13% con respecto a su valor máximo alcanzado a fines del primer trimestre del año pasado, su nivel actual es sólo 4% más bajo que el promedio de 1986-1999.
- La caída en el tipo de cambio real se debe principalmente a factores reales y no financieros.
- Además, cabe mencionar que la política fiscal tiende a estabilizar el TCR.

Mercados Financieros

- Contra factores reales es poco lo que el Banco Central puede hacer, aunque la autoridad monetaria ha sido muy activa.
- Para ilustrar el impacto internacional, con el tipo de cambio real de hoy (TCR-5) y las paridades internacionales de diciembre del 2001 el tipo de cambio peso dólar sería aproximadamente \$660.

Índice de Tipo de Cambio Real

(promedio 1995=100)



Tipo de Cambio Nominal

(Diciembre 2001=100)



Mercados Financieros

- De acuerdo a las expectativas sobre la trayectoria futura de la paridad peso dólar, éstas sitúan al dólar en torno a los \$580 durante el 2004 (Bloomberg).
- La encuesta de expectativas del Banco Central de enero anticipa un tipo de cambio estable en los próximos dos meses y una depreciación nominal de entre 3 y 4% hacia fines de año.

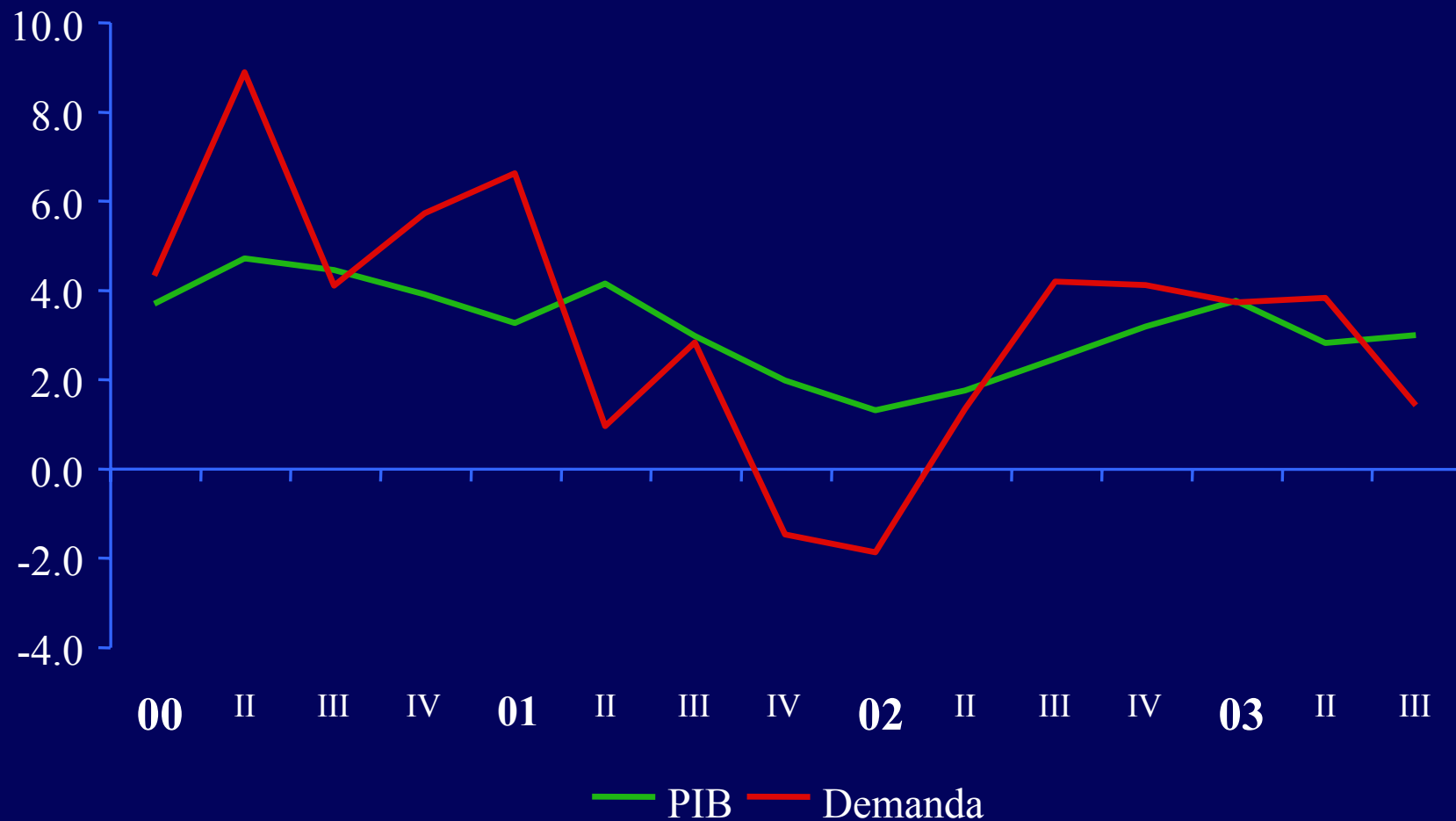
ACTIVIDAD

Actividad

- El crecimiento del PIB tomó un mayor dinamismo en los últimos dos trimestres y se estima que terminó en 3,2% para el año.
- Después de un tercer trimestre débil, se estima que la demanda interna creció en el cuarto trimestre cerca de 6%.

PIB y Demanda Interna

(Tasas de crecimiento en 4 trimestres)



Actividad

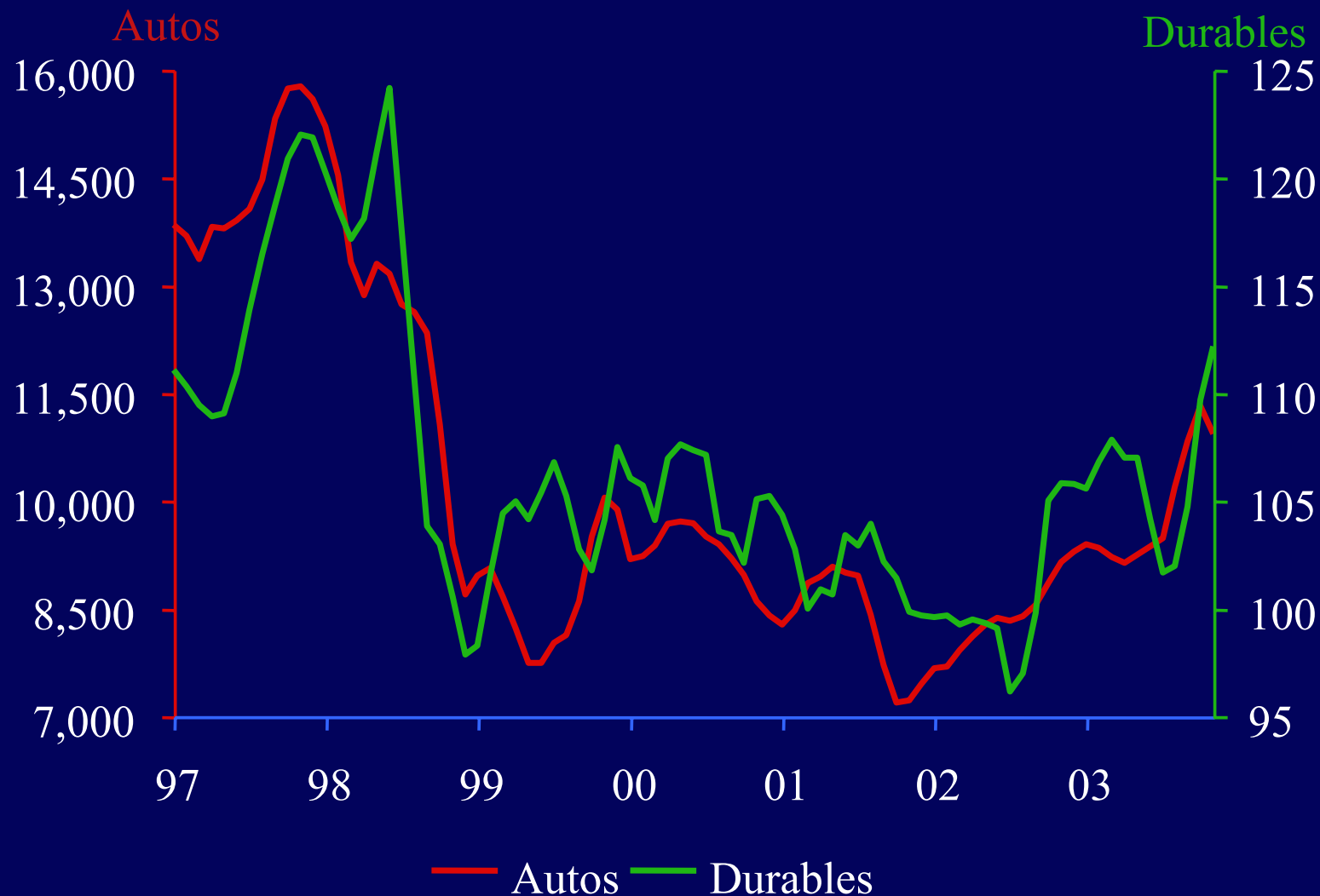
- En el segundo semestre hubo un menor dinamismo de los sectores ligados a los recursos naturales y un mayor dinamismo del resto.
- En el lado del gasto interno, luego de una leve desaceleración a fines del primer semestre, el consumo aceleró su crecimiento.
- Mayor confianza de los consumidores (nivel más alto desde 1998), aumento del empleo y menores tasas de interés están detrás de este mayor dinamismo.

Actividad

- Recuperación que se inició con los durables se extiende, a partir del tercer trimestre, a los no-durables.
- Aunque la inversión sigue débil, su bajo dinamismo es compatible con los excesos de capacidad existente y con la etapa inicial del ciclo de recuperación.
 - Sin embargo, se espera una importante recuperación de ésta en los próximos trimestres.

Gasto en Bienes Durables

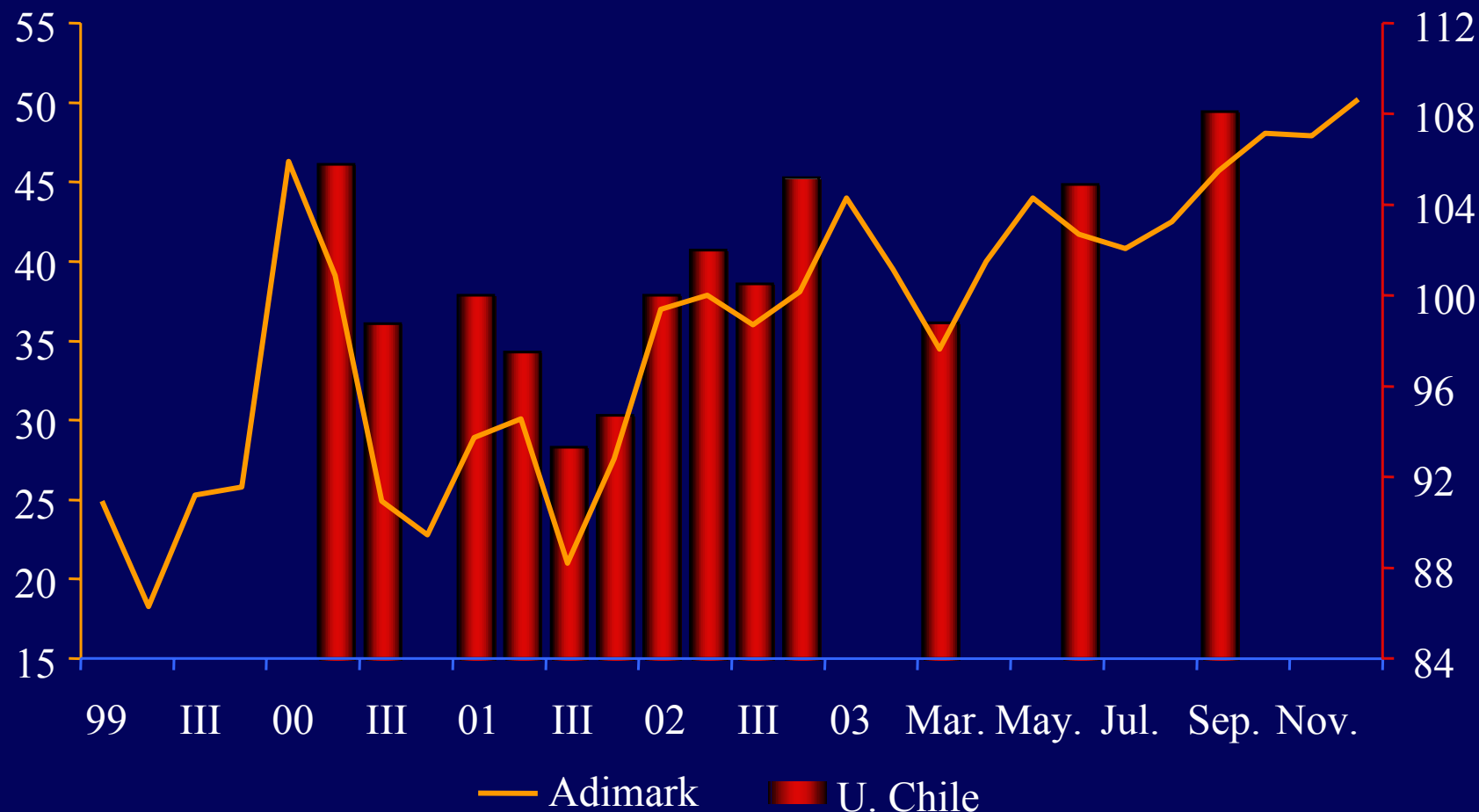
(Automóviles: unidades. Durables: índice promedio 2002=100)



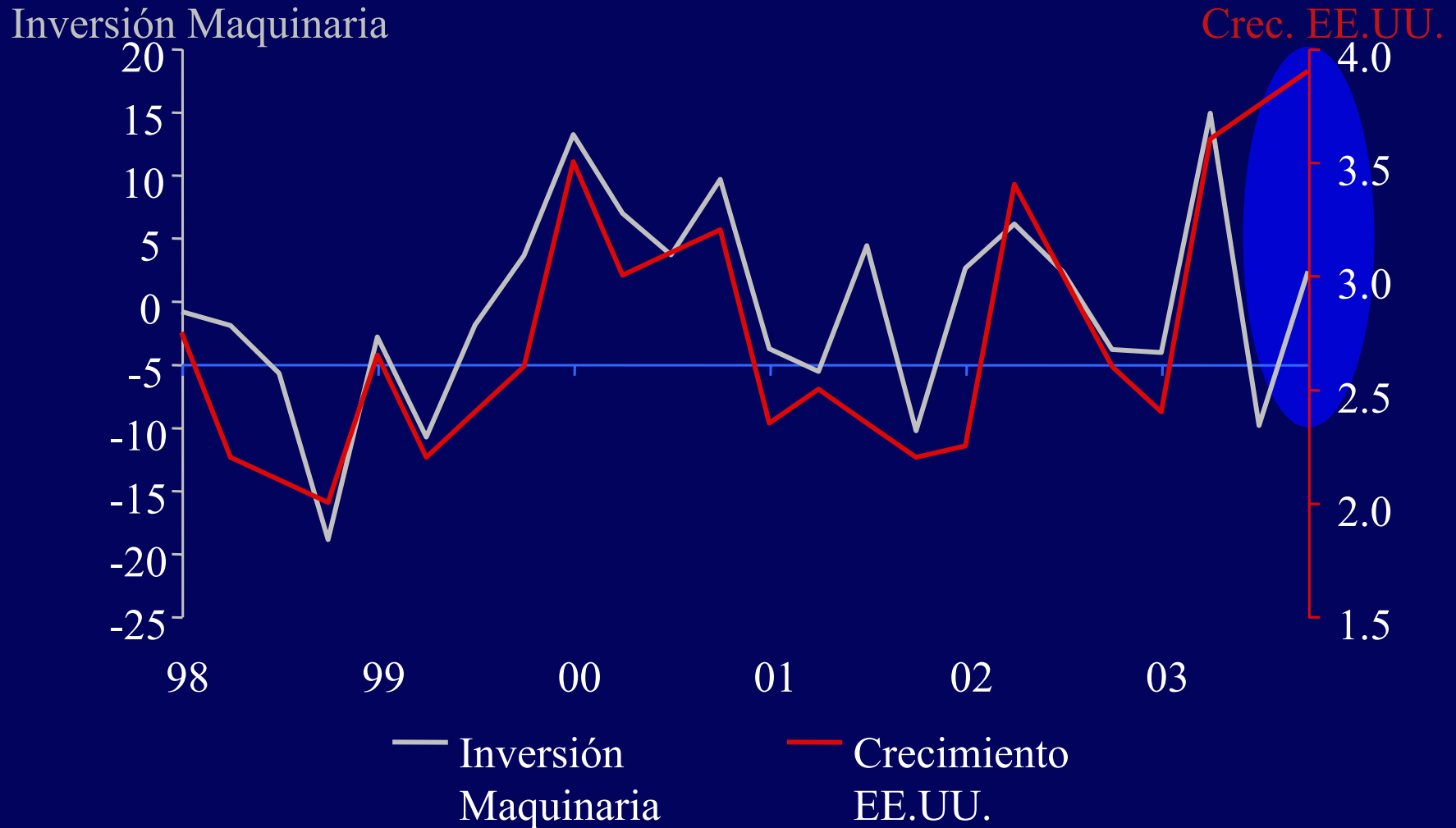
Índice de Confianza del Consumidor

Adimark

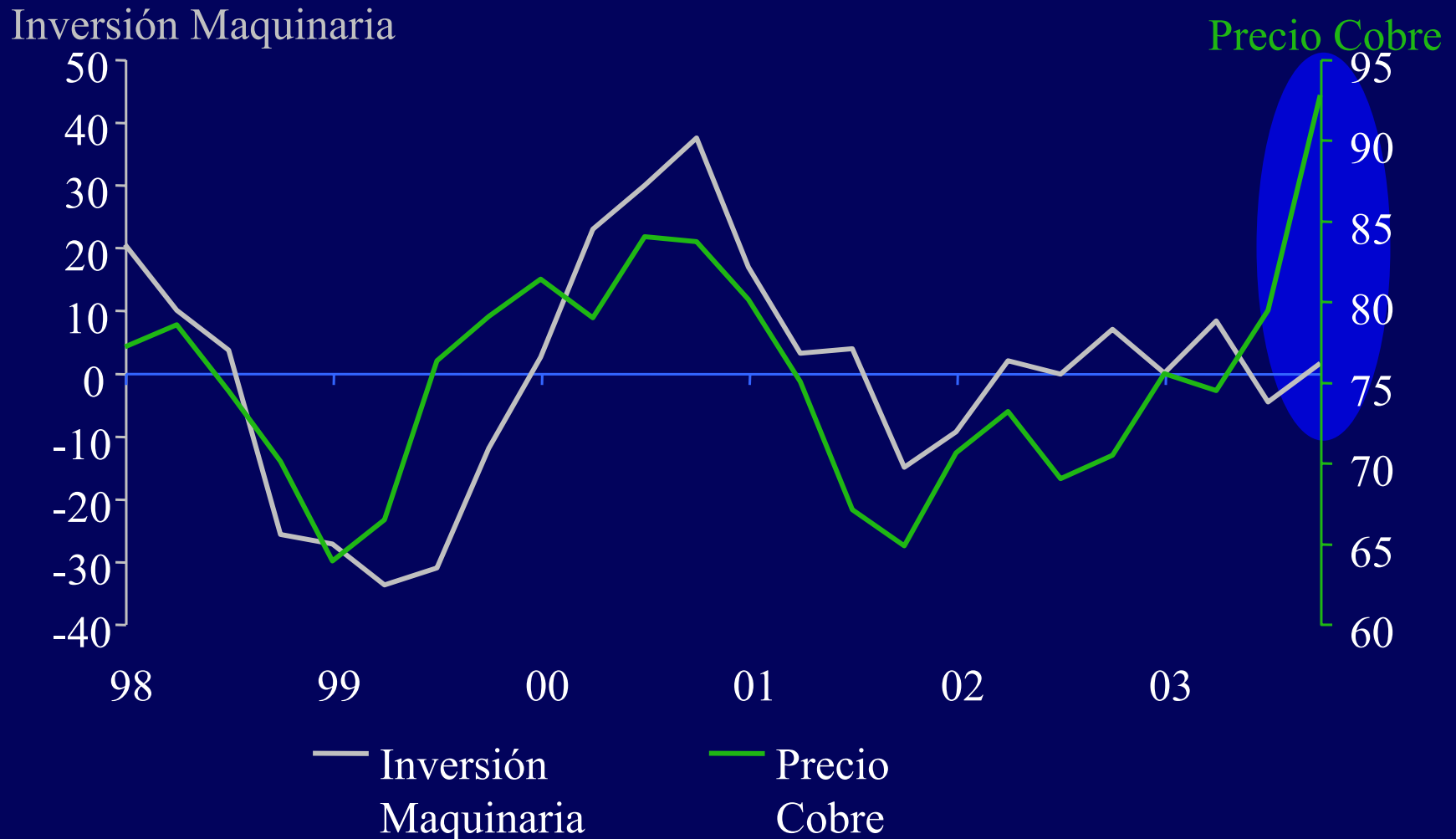
U. Chile



Inversión y Crecimiento EE.UU.



Inversión y Precio de Cobre



Actividad

- Los volúmenes exportados retomaron dinamismo en el tercer trimestre el cual continuó en el cuarto.
- Como resultado, las exportaciones reales de bienes terminaron creciendo un 6,5% el 2003 (cifra similar a la que se esperaba en el informe anterior).

Volumen de Exportaciones

(Variación anual, %)

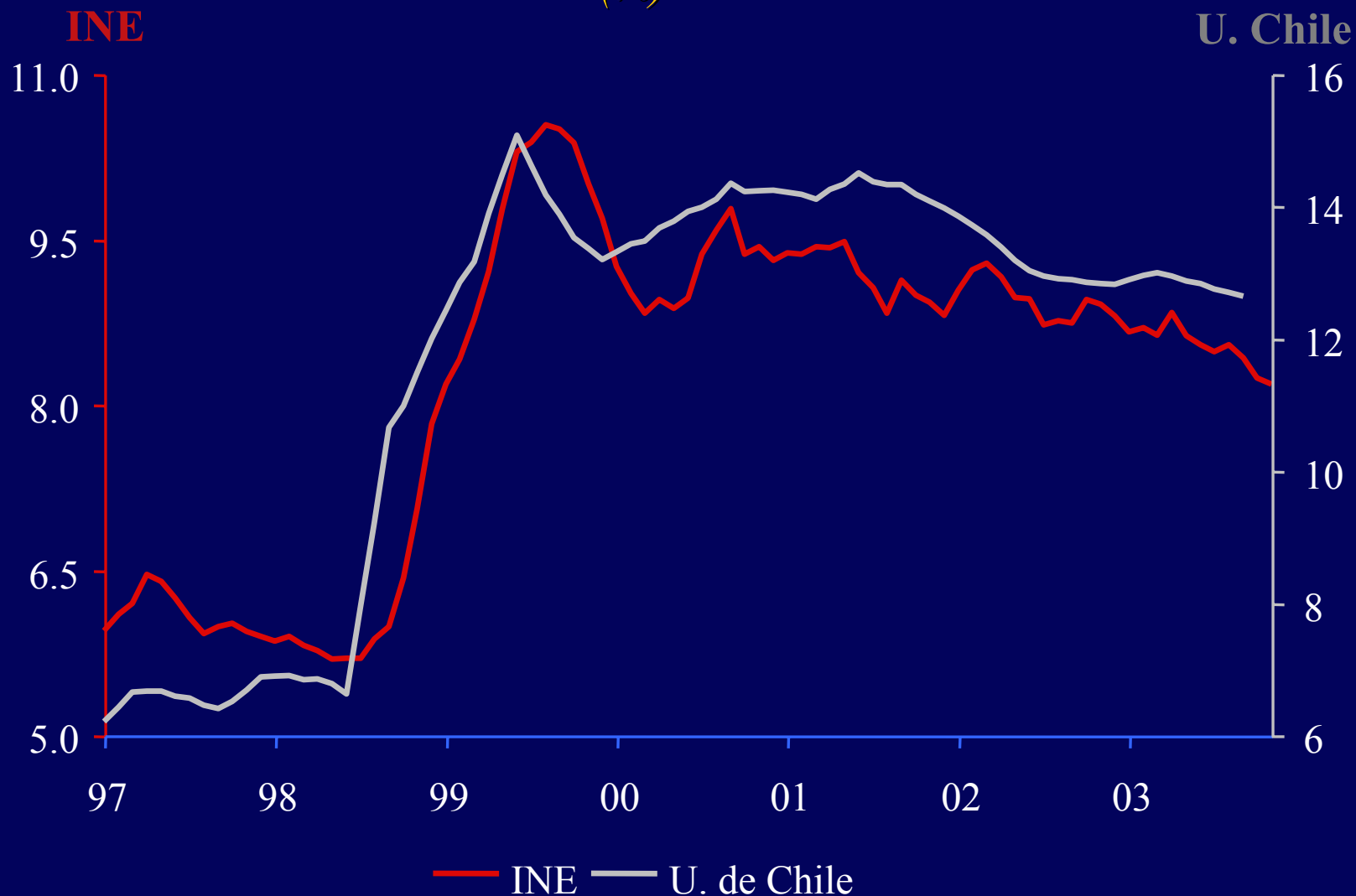
	2002					2003				
	I	II	III	IV	Año	I	II	III	IV	Año
TOTALES	3.5	5.4	-4.0	1.0	1.4	5.9	1.8	14.4	6.9	6.5
Mineras	2.6	2.9	-15.8	-1.3	-2.9	2.4	-1.2	18.1	6.7	5.7
Agríc.-Silvíc. Pesca	5.5	14.2	7.3	25.0	10.8	6.3	13.3	19.2	4.5	9.1
Industriales	3.2	7.2	5.4	1.2	3.7	12.1	1.0	11.0	8.7	7.4

Actividad

- El mercado laboral continúa recuperándose con un mayor dinamismo del empleo y una caída en la tasa de desocupación, la que en sep-nov 2003 alcanzó su nivel más bajo de los últimos años.
 - A diferencia del 2002 y comienzos del 2003, el aumento del empleo se concentra ahora en los sectores primarios y grupo de asalariados.
 - La tasa de crecimiento de los salarios nominales descendió en la primera mitad del año 2003 para estabilizarse en el segundo semestre.

Tasa de Desempleo

(%)



Actividad

- En el ámbito de las finanzas públicas, el supuesto de trabajo es que se mantiene la regla de superávit estructural.
- El *Consejo* estima que el mantenimiento de esta regla ha sido positivo para las condiciones macroeconómicas del país.

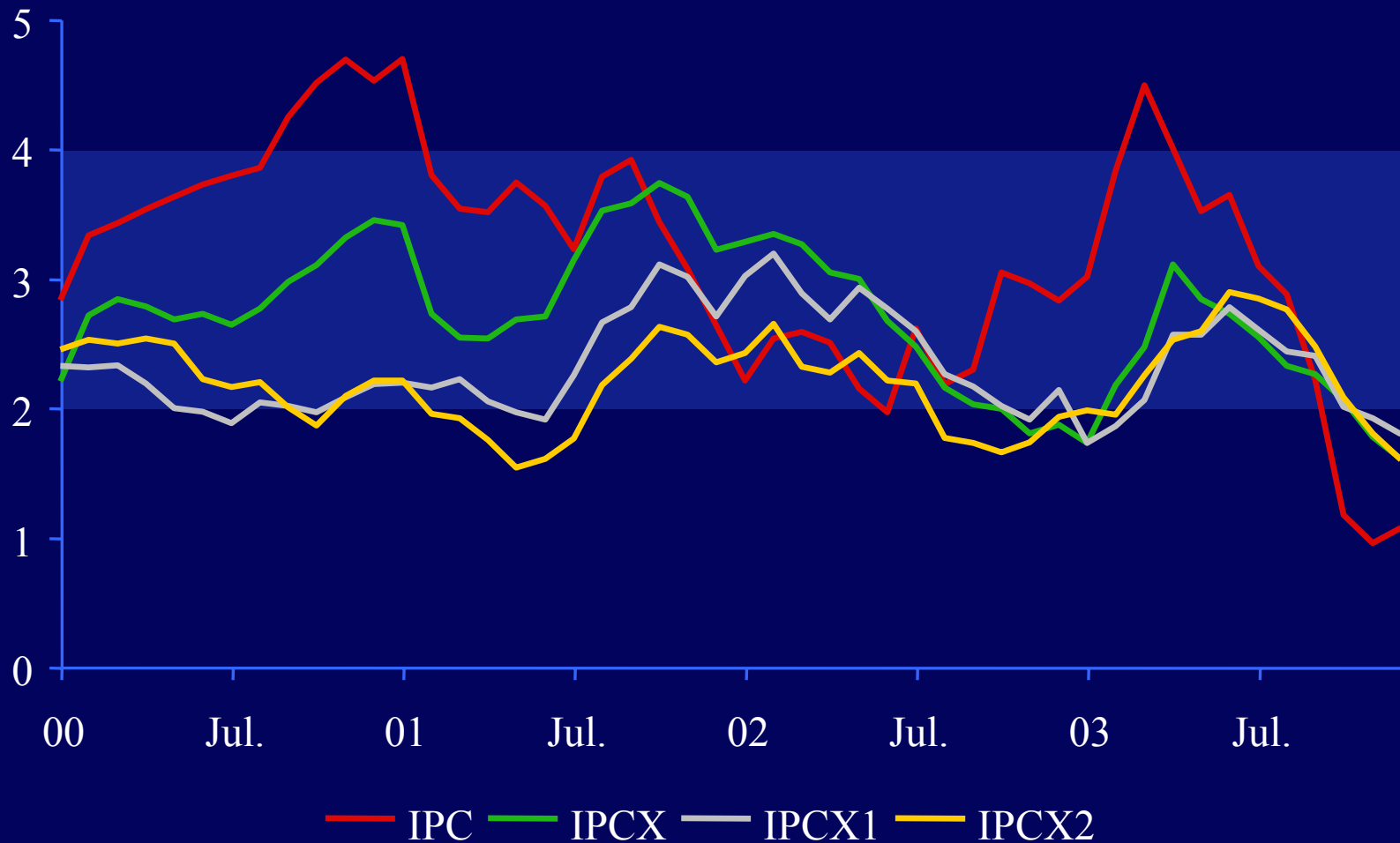
PRECIOS Y COSTOS

Precios y Costos

- En cuanto a inflación, ésta se ha reducido fuertemente en los últimos meses, terminando el 2003 en sólo un 1,1% anual (versus el 3% que se estimaba en el Informe de septiembre).
- Una combinación de factores, inesperados al momento de hacer las proyecciones, llevaron a este resultado:
 - La pronunciada apreciación del peso;
 - Ganancias de eficiencia y mayor competencia en la distribución (caída en precios de no perecibles);
 - Caída en precios de combustibles;
 - Indización y otros.

Inflación

(variación en 12 meses, %)



Diferencia entre Inflación Proyectada y Efectiva

(a diciembre 2003, ptos. porcentuales)

Tipo de Cambio	0,8
Mayor Competencia	0,6
Combustibles (US\$)	0,2
Indización y otros	0,3
TOTAL	1,9

Precios y Costos

- La evolución de los salarios y de la productividad media del trabajo ha configurado un cuadro de menores presiones de costos laborales unitarios.
- Las brechas de producto y empleo se han mantenido sin cambios de consideración.
- En algunas mediciones las expectativas privadas de inflación están bajo el 2%.

Brechas de Producto y Empleo

(%)

Brecha PIB

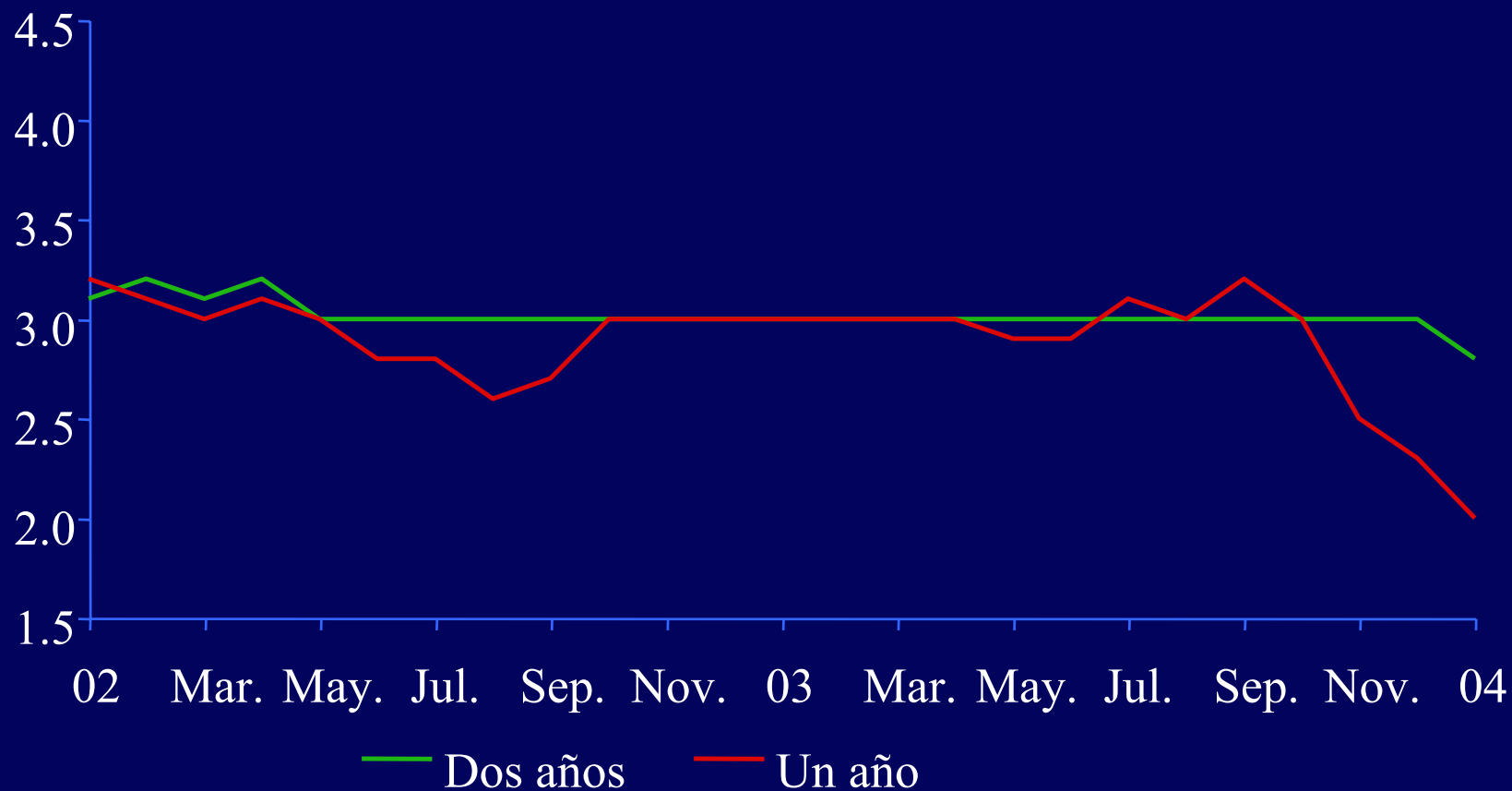
Desempleo Primario



— Brecha PIB — Desempleo Primario

Inflación Esperada a 1 y 2 Años

(%, hechas en el mes indicado)



IV. Perspectivas de Actividad e Inflación

Perspectivas Económicas

- Las noticias recientes no sólo afectan los últimos registros de inflación, sino que tendrán efectos más persistentes.
- Además:
 - Los valores unitarios de los productos importados en dólares han seguido cayendo;
 - La compresión de márgenes ya se ha reducido (ayudado en parte por la apreciación del peso) y éstos están convergiendo a niveles comparables a los internacionales;
 - La indización de salarios y algunos precios le da persistencia al efecto de los shocks.

Perspectivas Económicas

- Se estima que en el primer semestre del 2004 la inflación del IPC en 12 meses continuará por debajo del rango meta.
 - Incluso mostrará cifras negativas hacia fines del primer trimestre y comienzos del segundo (debido a noticias recientes más base de comparación).
- En las proyecciones se supone también que:
 - El precio del petróleo sigue una trayectoria de baja gradual y que no hay cambios importantes en la trayectoria del tipo de cambio real.

Perspectivas Económicas

- El mejor escenario externo y las mejores expectativas internas resultarían en un crecimiento entre 4,5% y 5,5% el 2004.
 - Proyecciones privadas pasaron de 4,2% en septiembre a 4,5% en enero, mientras Consensus Forecasts subió de 4,3% a 4,6%.
- Este escenario de crecimiento es mayor al presentado en el Informe anterior.

Perspectivas Económicas

- La evolución de la inflación en el corto plazo está determinada principalmente por factores de costos y expectativas.
- En el mediano y largo plazo la inflación está determinada fundamentalmente por el crecimiento del dinero.

Perspectivas Económicas

- Por el lado de la evolución de los costos se anticipa que:
 - Costos laborales unitarios crecerían en línea con la inflación proyectada;
 - Fortaleza del peso acotaría los costos de productos importados;
 - Presiones inflacionarias derivadas de descompresión de márgenes deberían ser menores a lo proyectado anteriormente.

Perspectivas Económicas

- En el escenario en que la actividad crezca en el rango planteado, la inflación del IPC (dic-dic) alcanzaría 2,0% este año y 3,0% el próximo.
- En cuanto al IPCX, su variación en 12 meses alcanzaría 2,7% este año y llegaría a 3,2% a fines del 2005.
- En cuanto a variaciones entre promedios-año, la inflación del IPC alcanzaría a sólo 0,7% este año y 2,7% el próximo.

Proyecciones de Inflación

(% variación anual)

	2001	2002	2003	2004(f)	2005(f)
Inflación IPC promedio	3.6	2.5	2.8	0.7	2.7
Inflación IPC diciembre	2.6	2.8	1.1	2.0	3.0
Inflación IPCX promedio	3.1	2.6	2.3	1.5	3.2
Inflación IPCX diciembre	3.2	1.8	1.6	2.7	3.2

(f) Proyección

Proyección de Actividad

(% variación real anual)

	2001	2002(p)	2003(e)	2004(f)
PIB	3.1	2.1	3.2	4.5 - 5.5
Ingreso nacional	1.8	3.1	3.3	6.6
Demanda interna	2.1	1.9	3.3	7.1
Exportaciones de bienes y servicios	6.1	1.3	6.8	8.1
Importaciones de bienes y servicios	3.2	0.5	7.4	14.6
Cuenta corriente (% del PIB)	-1.7	-0.8	-0.5	-0.4

(p) Preliminar

(f) Proyección

(e) Estimado

IV. Escenarios de Riesgo

Escenarios de Riesgo

- En el frente externo, los principales riesgos se refieren a:
 - El ajuste que pudiera experimentar el dólar y/o las tasas de interés internacionales frente a los déficit de EE.UU.;
 - Los efectos de estos ajustes (especialmente las tasas de interés) sobre algunas economías de la región;
 - Atentados terroristas;
 - Tendencia a subestimar el crecimiento en períodos de recuperación económica.

Escenarios de Riesgo

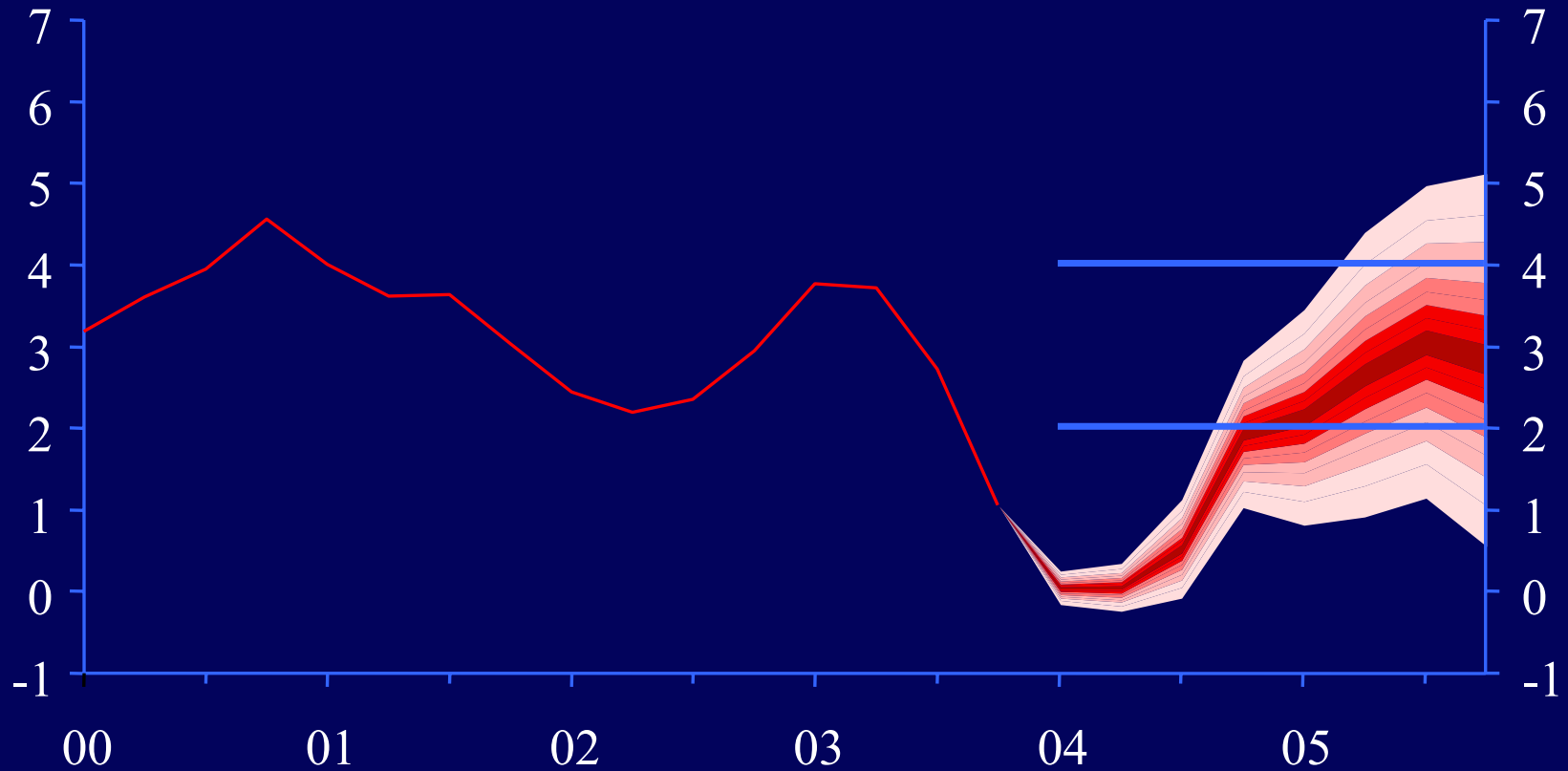
- En el frente interno, los principales riesgos se refieren a:
 - Un crecimiento incierto de la demanda puede llevar a un cierre de brechas distinto de lo esperado;
 - Un crecimiento de los salarios nominales no acorde con las menores tasas de inflación observadas podría generar mayores presiones inflacionarias;

Escenarios de Riesgo

- Por otra parte, una desviación de las expectativas respecto de la meta de inflación establecida por el BCCH puede llevar a que las decisiones de precios y salarios sean incoherentes con la meta de 3%.
- El Consejo considera que el balance de riesgos para la inflación y el crecimiento está equilibrado.

Proyección de Inflación

(variación % respecto igual trimestre año anterior)



V. Conclusiones

Conclusiones

- Todo parece indicar que este será un buen año, con mayor crecimiento y baja inflación.
- La brecha de capacidad debería continuar estrechándose el 2005.
- La baja sorpresiva de la inflación se ha enfrentado agresivamente para intentar conducir la inflación a 3%.
- Así la política monetaria ha jugado un marcado rol anti-cíclico.

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

ENERO 2004



BANCO CENTRAL DE CHILE