Informe de Política Monetaria

19 DE ENERO DE 2005

AGENDA

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

- Durante el segundo semestre del año pasado el cuadro macroeconómico se fortaleció gracias a las positivas condiciones externas y al impulso de la política monetaria.
- El alto crecimiento debería continuar este año para tener una suave desaceleración el 2006, de manera de copar gradualmente las holguras de capacidad que aún persisten.
  - Luego de que el PIB creciera en torno a 5,8% el 2004, la economía chilena debería alcanzar una tasa de crecimiento entre 5 1/4 y 6 1/4 % el 2005.

I. INTRODUCCIÓN

- En el cuarto trimestre, el mercado laboral comenzó a mostrar mayor dinamismo, lo que disipa parte importante de las dudas respecto de lo observado en septiembre.
  - La información disponible muestra que la ocupación, en especial el empleo asalariado, se ubica muy por encima de lo observado en años recientes.
- El lento descenso de la aún elevada tasa de desempleo se debe, principalmente, al aumento de la tasa de participación femenina y no a una debilidad generalizada en el mercado laboral.

I. INTRODUCCIÓN

- La inflación del IPC retornó gradualmente al rango meta, mientras la inflación subyacente ha exhibido en los últimos trimestres un aumento lento.

- Esto muestra cómo la economía chilena ha podido acomodar incrementos de la demanda agregada sin inducir presiones inflacionarias indeseables, lo que ha permitido continuar de manera pausada la normalización de la política monetaria.

I. INTRODUCCIÓN

- Esta normalización ha sido gradual y acumula 75 puntos base desde septiembre a la fecha.
  - El estímulo monetario sigue siendo marcado, lo que se advierte en los niveles de las tasas de interés y en el fuerte crecimiento del crédito.
- Con el objetivo de mantener la inflación proyectada en torno a 3%, en el horizonte habitual de política, el Consejo estima que en el escenario más probable continuará normalizando la política monetaria a un ritmo pausado.

II. ESCENARIO INTERNACIONAL

II. ESCENARIO INTERNACIONAL

- El escenario externo se mantiene positivo, asociado a crecimiento mundial dinámico, alto precio del cobre y condiciones financieras favorables.
- El crecimiento mundial para el horizonte de proyección se vislumbra sólido, si bien menos excepcional que el 2004, superando el promedio de la década de los noventa.
- Las condiciones favorables en mercados financieros han sido aprovechadas por las economías emergentes para fortalecer su posición financiera.

II. ESCENARIO INTERNACIONAL

- Con todo, la segunda mitad del año 2004 mostró un cuadro mixto:
  - En EE.UU. se fortalece el panorama de crecimiento, respaldado por la recuperación del empleo y consumo privado.
  - Europa y Japón se muestran más débiles, afectados por la apreciación de sus monedas y débil demanda interna.
  - América Latina aparece más dinámica por altos precios de productos primarios, alto crecimiento mundial y favorables condiciones de financiamiento externo.
  - Asia Emergente mantiene su dinamismo.

II. ESCENARIO INTERNACIONAL

- Las proyecciones de crecimiento mundial para 2005-2006 siguen siendo muy favorables, sin grandes cambios respecto del último IPoM.
- Actividad mundial estaría liderada por sólidas tasas de crecimiento de EE.UU. y Asia Emergente.
- Las proyecciones de inflación para las economías desarrolladas han permanecido estables, con un efecto acotado de los actuales precios del crudo.

II. ESCENARIO INTERNACIONAL

Crecimiento en el Mundo

(porcentaje)

	Promedio 1990 - 1999	2004 (p)	2005 (f)			2006 (f)		
			May-04	Sept-04	Ene-05	Sept-04		Ene-05
Mundial	3,3	4,9	4,3 ▼	4,1 ▲	4,2	4,0	▲	4,2
Estados Unidos	3,1	4,4	3,9 ▼	3,5 ▲	3,7	3,2	▲	3,6
Europa	2,1	2,1	2,3 ▼	2,0 ▼	1,9	2,2	▼	2,1
Japón	1,7	3,0	2,2 ▲	2,3 ▼	1,7	1,8	▲	1,9
Asia Emergente	7,9	8,1	7,0 ▼	6,6 ▲	6,9	6,5	▲	7,1
América Latina	2,8	5,5	3,4 ▲	3,5 ▲	3,9	3,7	▼	3,5
Socios Comerc.	3,1	4,5	3,6 ▼	3,5 =	3,5	3,5	=	3,5

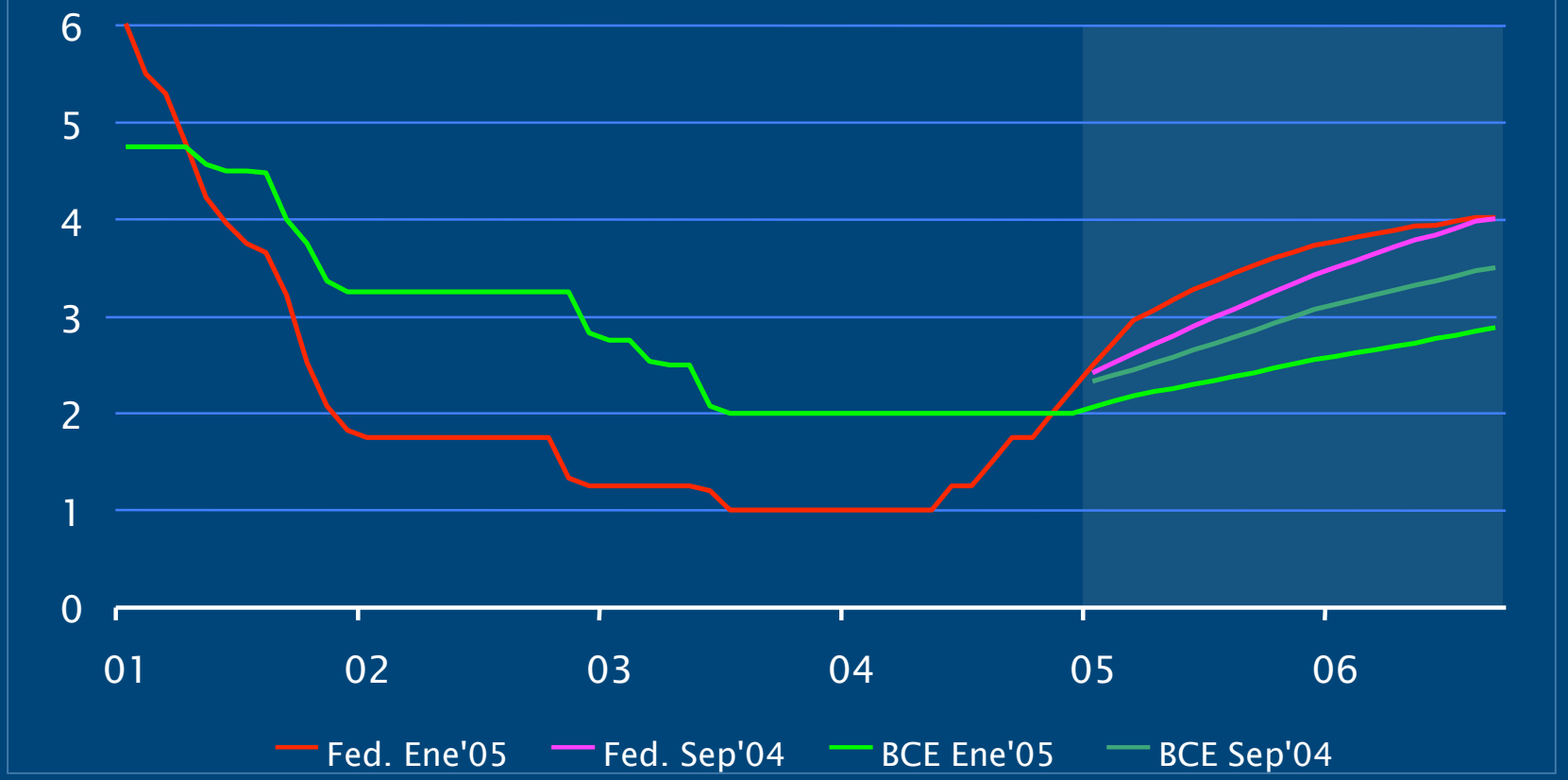
(p) Provisional. (f) Proyección.
Fuentes: FMI y Banco Central de Chile.

II. ESCENARIO INTERNACIONAL

- Condiciones en mercados financieros para economías emergentes seguirían favorables:
  - Tasas de interés en economías desarrolladas se han mantenido en niveles bajos.
  - Mercados esperan que normalización del impulso monetario en EE.UU. siga siendo mesurado.
  - *Spreads* soberanos en mínimos históricos.
  - Se ha verificado alza en los indicadores bursátiles y una apreciación de las monedas respecto del dólar de EE.UU.

II. ESCENARIO INTERNACIONAL

Tasas de Política y Futuros *LIBOR*
(porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

II. ESCENARIO INTERNACIONAL

Spreads Soberanos de Países Emergentes
(puntos base)

Fuentes: JP Morgan Chase, Bloomberg.

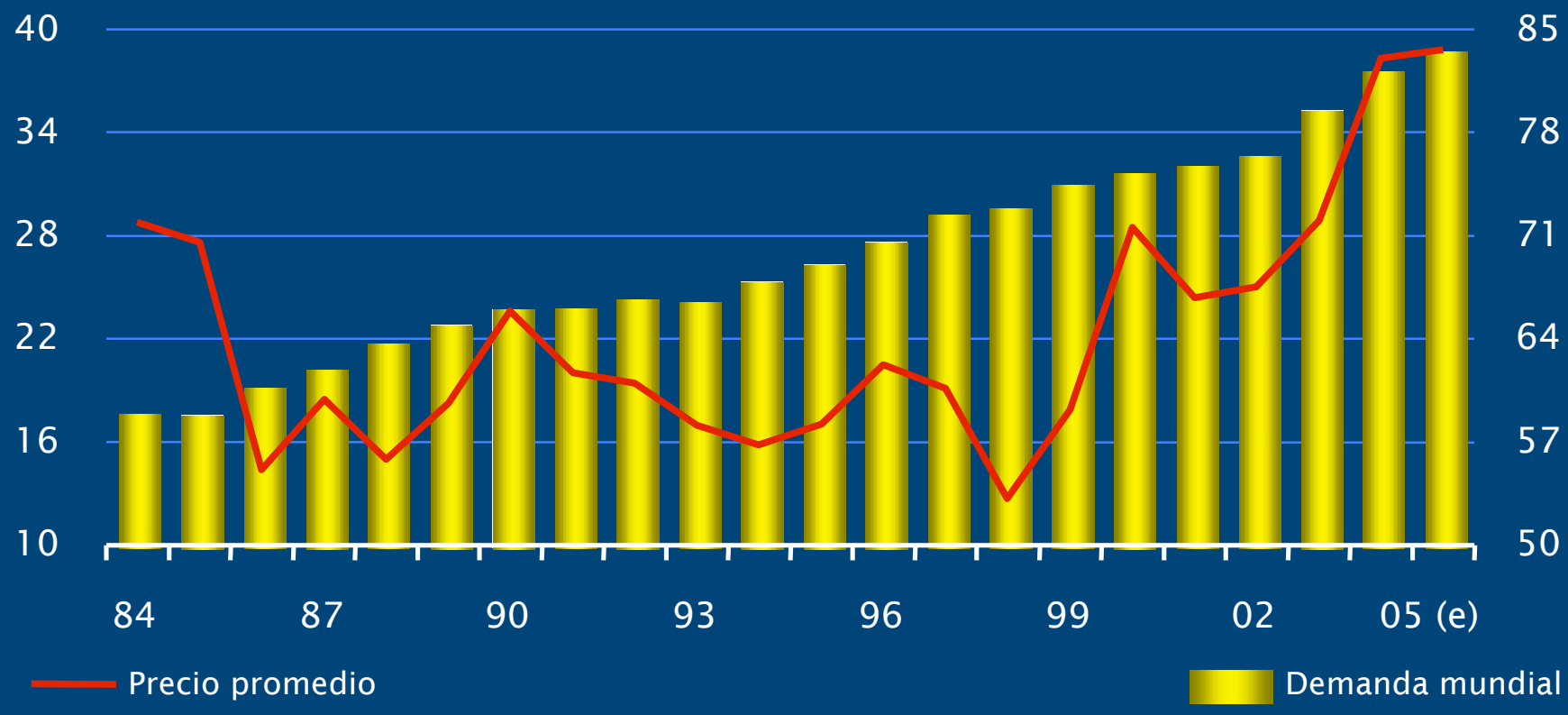
II. ESCENARIO INTERNACIONAL

- La trayectoria reciente del precio en dólares del petróleo y sus perspectivas hacia 2005-2006 se explican por fuerte demanda, escasas holguras de oferta, riesgo de interrupciones de suministro, recortes de la OPEP y depreciación del dólar.

- Lo anterior ha llevado a la generalidad de los analistas a revisar al alza sus proyecciones de precios.

II. ESCENARIO INTERNACIONAL

Petróleo: Precio y Demanda Mundial
(promedio anual: dólares por barril y millones de barriles)



Fuentes: Bloomberg, *BP Statistical Review of World Energy*, International Energy Agency.
(e) Estimación.

II. ESCENARIO INTERNACIONAL

Precio del Petróleo

(US$ por barril, promedio)

	2004	2005 (f)	2006 (f)
Banco Central	38	39	34
Futuros (1)	-	41	39
EIA	-	44	-
Scotiabank	-	38	34
Goldman Sachs	-	47	-
JP Morgan Chase	-	36	32
Deutsche Bank	-	38	36
Merrill Lynch	-	35	31

(1) Considera el promedio del último mes al 10 de enero de 2005.
(f) Proyección.

II. ESCENARIO INTERNACIONAL

- El precio del cobre mostró trayectoria al alza durante los últimos meses, apoyado por fuerte crecimiento de la demanda de los principales consumidores y depreciación real multilateral del dólar.
  - Se agregan conflictos laborales en la industria, en un contexto de inventarios reducidos, los que generan un incremento en la volatilidad del precio.
- Se espera un descenso gradual del precio, relacionado con crecimiento mundial algo menos dinámico y materialización de proyectos de inversión.

II. ESCENARIO INTERNACIONAL

Mercado del Cobre

(centavos de dólar por libra y miles de toneladas métricas)

Fuente: Bloomberg.

II. ESCENARIO INTERNACIONAL

Precio del Cobre

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

	2004	2005 (f)	2006 (f)
Banco Central	130	120	105
Futuros (1)	-	132	-
Deutsche Bank	-	133	122
Scotiabank	-	127	105
Goldman Sachs	-	125	135
JP Morgan Chase	-	119	99
Macquarie Research	-	135	110
Morgan Stanley	-	125	115
Cochilco	-	116-120	-

(1) Considera el promedio del último mes al 10 de enero de 2005.
(f) Proyección.

III. EVOLUCIÓN RECIENTE DEL ESCENARIO INTERNO

III.1. Mercados Financieros

III.1. Mercados Financieros

- El estímulo monetario sigue siendo considerable.
  - Niveles de tasas reales y nominales reducidos.
  - Importantes tasas de expansión del crédito.
  - Favorables condiciones de acceso a financiamiento no bancario.
  - Agregados monetarios que siguen creciendo fuerte, pero sin una aceleración adicional.
  - Los hogares siguen enfrentando positivas condiciones financieras, sin un mejoramiento adicional.

III.1. Mercados Financieros

Tasas de Interés
(porcentaje, promedios semanales)

Fuente: Banco Central Chile.

III.1. Mercados Financieros

Colocaciones Comerciales y de Personas (*)

(variación nominal anual, porcentaje)

(*) Datos de diciembre 2004 corresponden a estimaciones.
Fuentes: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.
Banco Central de Chile.

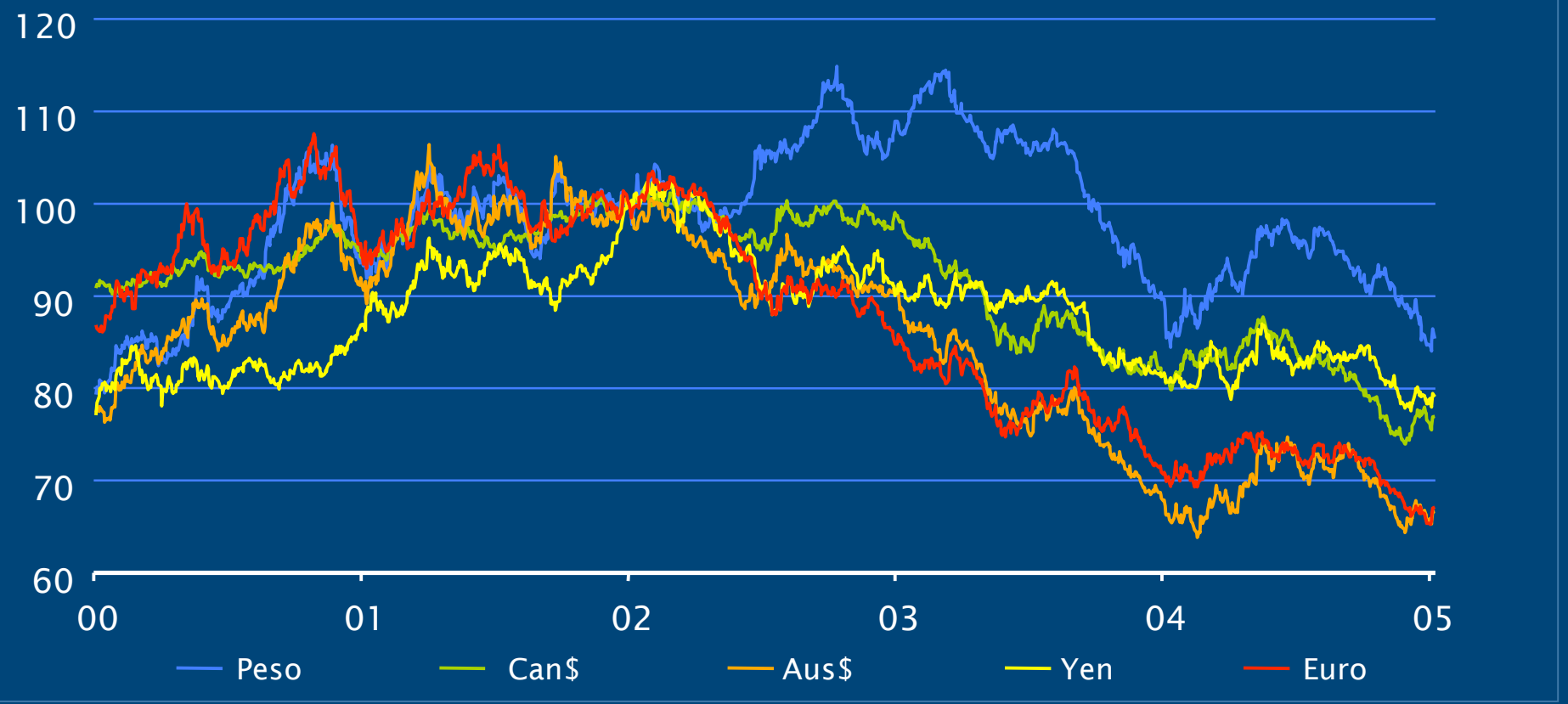
III.1. Mercados Financieros

- El elemento principal tras los movimientos cambiarios de los meses recientes ha sido la caída del dólar estadounidense frente a la mayoría de las monedas del mundo.
  - Desde el último IPoM el peso chileno se ha apreciado 7,9% respecto del dólar y 0,2% respecto del yen y del euro, con una leve apreciación multilateral, tanto real como nominal.
- Volatilidad del peso chileno ha sido similar a la de monedas de economías desarrolladas.

III.1. Mercados Financieros

Paridades respecto del dólar de EE.UU.

(base 3 de enero de 2002 =100)



Fuente: Bloomberg.

III.1. Mercados Financieros

Paridades respecto del dólar de EE.UU.

(variaciones entre el fin de período y el 10 de enero de 2005)

	CH$	Euro	Yen	AUS$	CAN$	NZ$	SAF$
2001	-14,2	-32,0	-20,7	-32,7	-23,2	-40,0	-49,8
2002	-21,3	-19,7	-12,2	-25,9	-22,2	-24,4	-29,9
2003	-4,3	-3,7	-2,7	-0,7	-5,7	-5,5	-10,1
2004	2,1	3,7	1,7	3,0	1,8	3,5	6,1

Fuentes: Bloomberg, Banco Central de Chile.

III.1. Mercados Financieros

Medidas de Tipo de Cambio Nominal
(índice, enero 2004 = 100)

(*) Excluye, ordenados por su ponderación; EE.UU., China y Ecuador.

Fuente: Banco Central de Chile.

III.2. Actividad y Demanda

III.2. Actividad y Demanda

- En el segundo semestre del 2004, la actividad tuvo una aceleración adicional, particularmente en el sector industrial, con lo que el crecimiento anual del PIB durante el año pasado habría llegado a 5,8%.

- La demanda interna, principalmente la inversión, también ha sorprendido por su vigor, aumentando a tasas sustancialmente superiores a las del PIB.

III.2. Actividad y Demanda

PIB y Gasto Interno
(variación anual, porcentaje)

(*) Variación trimestral anualizada.

Fuente: Banco Central de Chile.

III.2. Actividad y Demanda

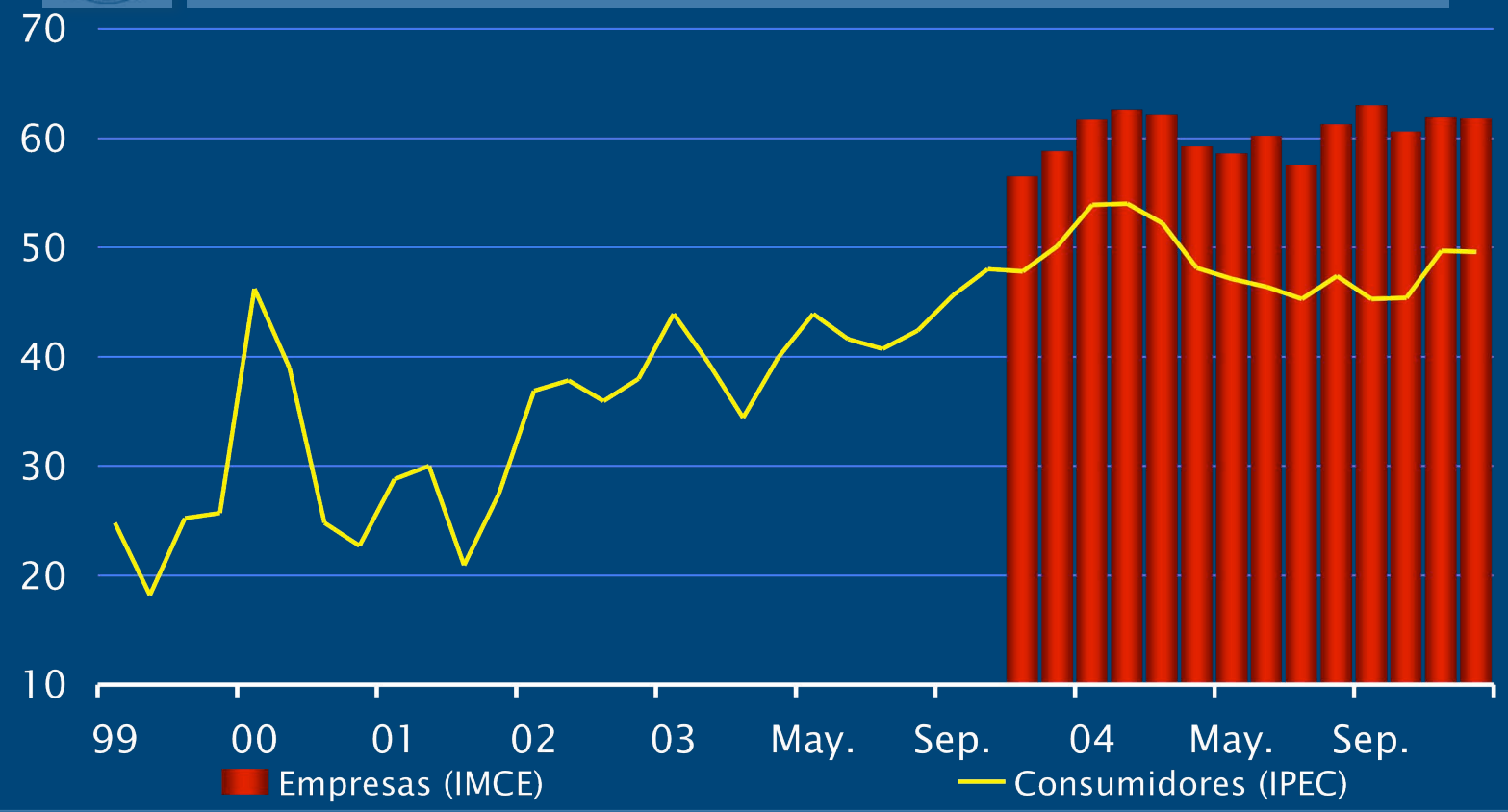
- El consumo privado se mantuvo robusto a pesar del incremento del precio de los combustibles.

- Mejora en la confianza de los hogares, crecimiento del empleo y favorables condiciones financieras anticipan para los próximos trimestres un mayor crecimiento del consumo.

III.2. Actividad y Demanda

Índices de Confianza

(Valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo))

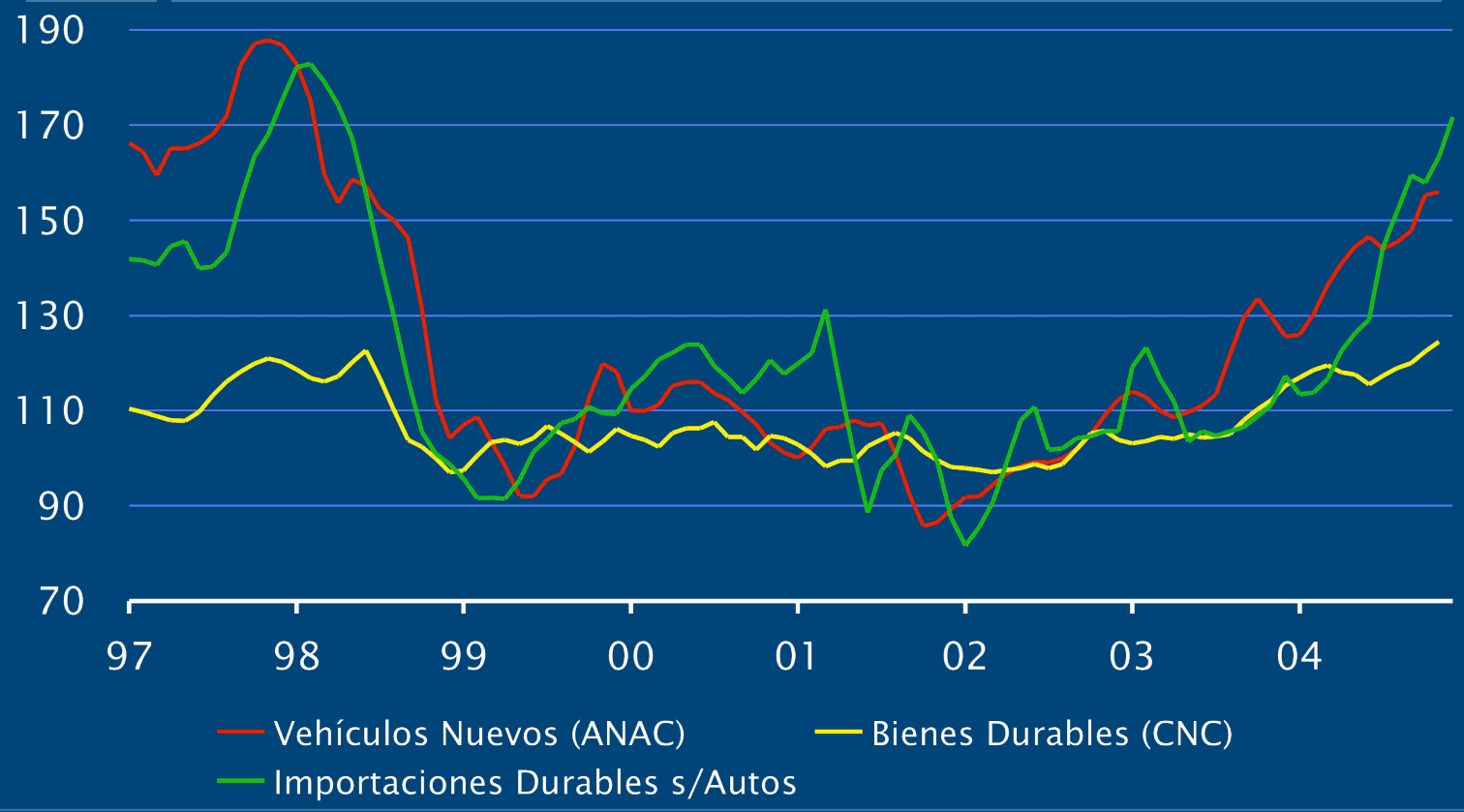


Fuentes: Adimark (IPEC).
Icare, Universidad Adolfo Ibáñez (IMCE).

III.2. Actividad y Demanda

Consumo Durable

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



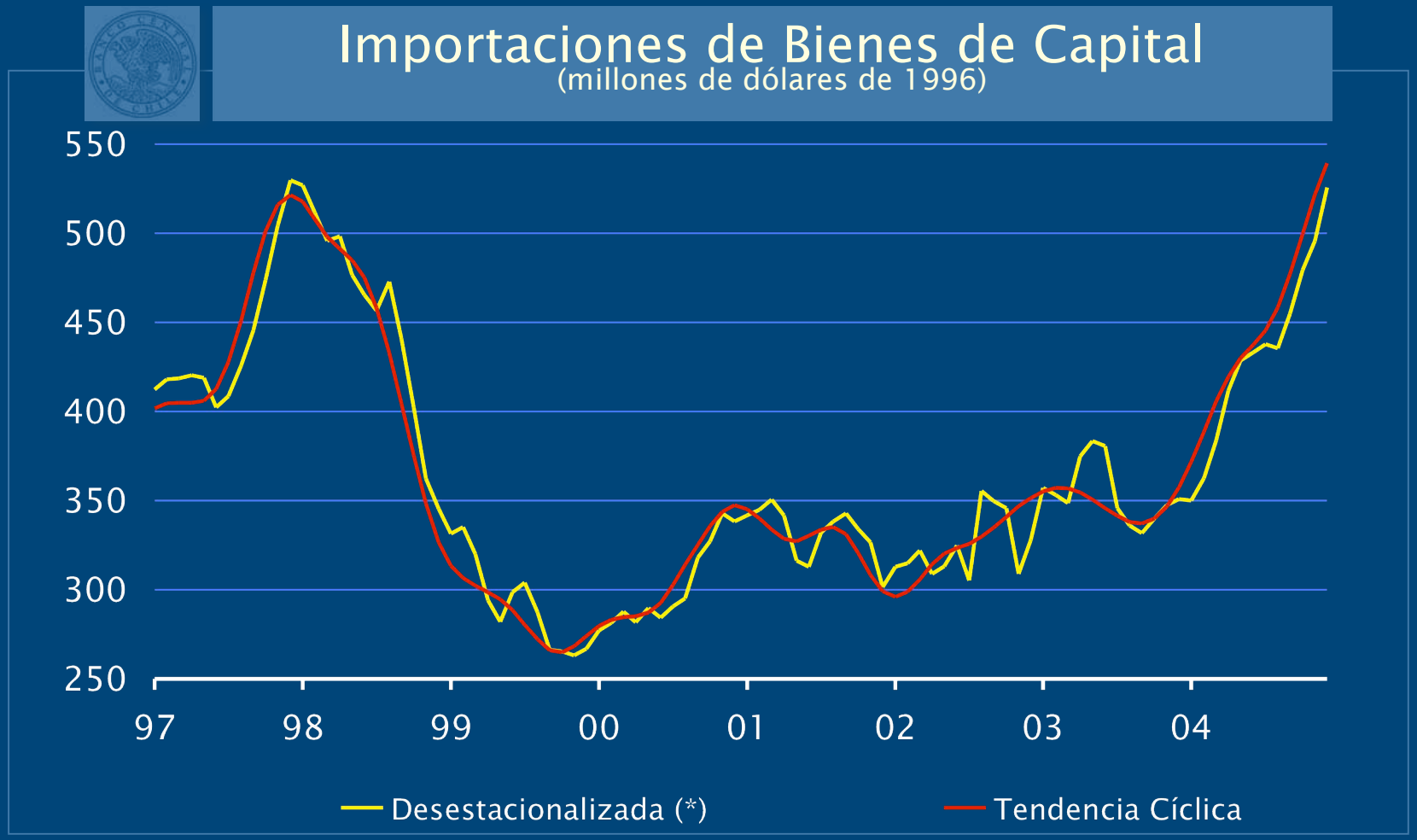
Fuentes: ANAC, CNC, Banco Central de Chile.

III.2. Actividad y Demanda

- La aceleración de la inversión se ha visto más marcadamente en el componente de maquinaria y equipos y parece ser bastante generalizada a través de sectores económicos y tipos de bienes de capital.
  - Las mejores perspectivas empresariales y los buenos resultados del tercer trimestre han apoyado este mayor dinamismo de la inversión.

- Se ha disipado plenamente el rezago que mostraba este componente del gasto hace un año atrás.

III.2. Actividad y Demanda

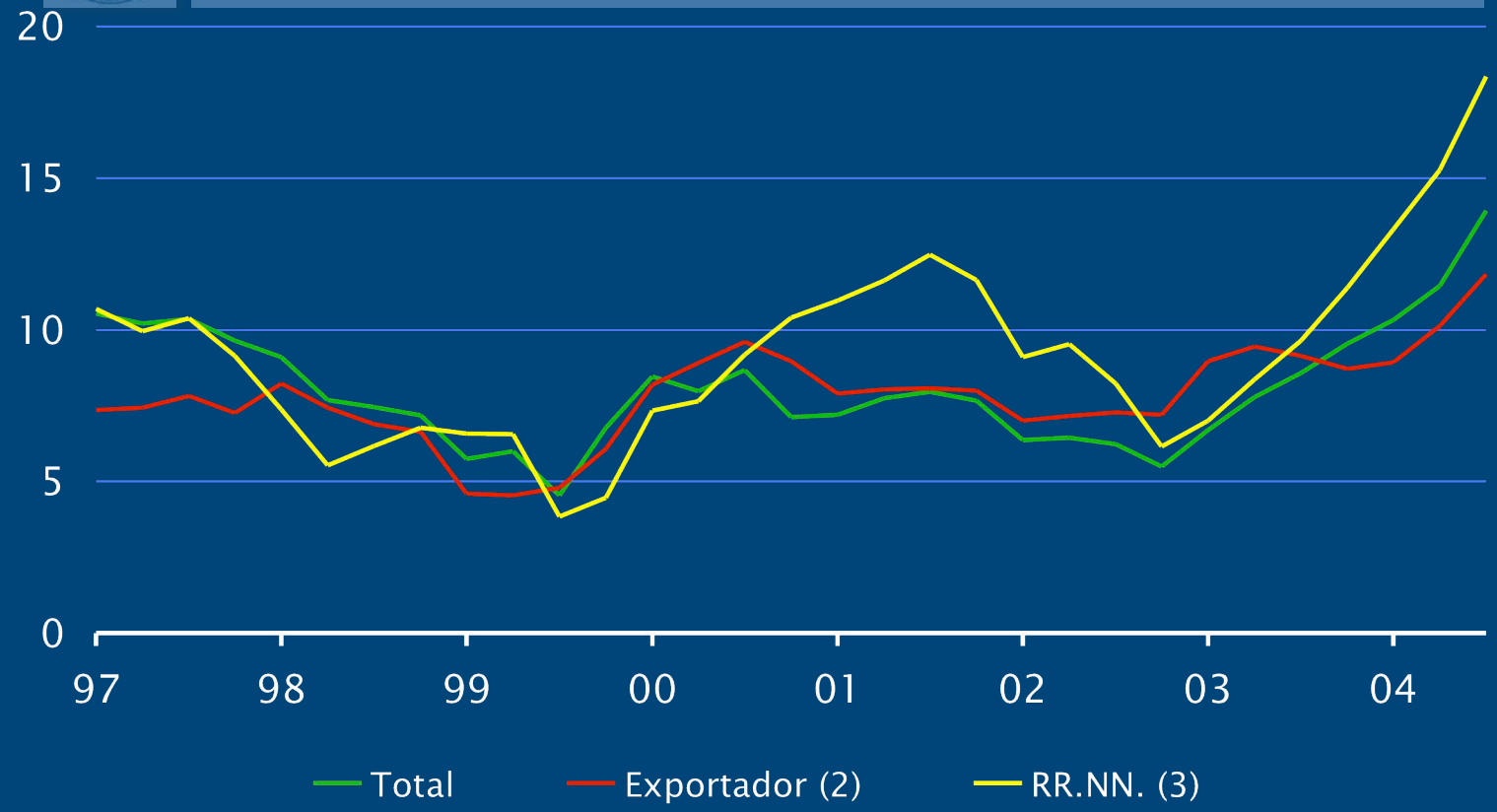


(*) Promedio móvil trimestral.

Fuente: Banco Central de Chile.

III.2. Actividad y Demanda

Rentabilidad Sectorial (1)
(promedio móvil anual, porcentaje)

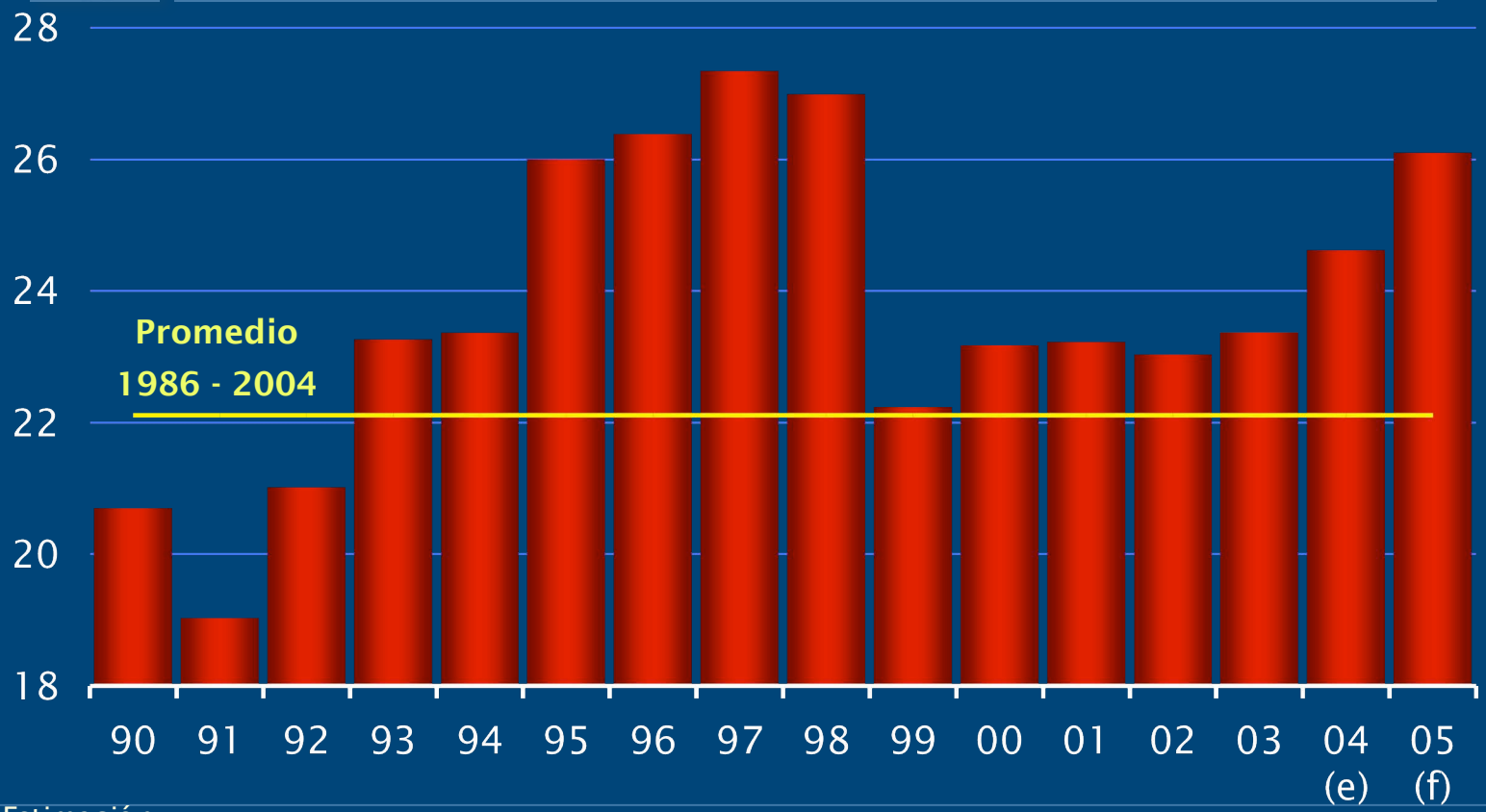


Fuentes:
Banco Central de Chile.
Fecu - SVS.

(1) Utilidad del ejercicio sobre el patrimonio.
(2) Incluye sectores alimenticio, vitivinícola, forestal e industrial.
(3) Incluye sectores eléctrico, forestal, minero, servicios sanitarios y gas.

III.2. Actividad y Demanda

Formación Bruta de Capital Fijo
(porcentaje del PIB en pesos de 1996)



(e) Estimación.
(f) Proyección.
Fuente: Banco Central de Chile.

III.2. Actividad y Demanda

- La mantención de la regla fiscal en un contexto de un importante repunte de los ingresos ha redundado en un incremento sustancial del ahorro público y en un superávit fiscal que se estima superó el 2% del PIB.

- El presupuesto para el 2005 conlleva un mayor incremento del gasto público, en el marco de la aplicación de la regla fiscal actual, lo que añadirá un moderado empuje al impulso macroeconómico que seguirá proveyendo la política monetaria.

III.2. Actividad y Demanda

- El escenario de mediano plazo más probable sigue siendo coherente con un crecimiento de tendencia que pasaría desde aproximadamente 4% anual en el 2004 hasta tasas más cercanas a 5% anual hacia fines del horizonte de proyección.

- Este cuadro, unido a la continuación de condiciones externas favorables y un impulso macroeconómico que persiste, anticipa un cierre algo más rápido de las holguras de capacidad que lo previsto.

III.3. Mercado Laboral

III.3. Mercado Laboral

- En la segunda mitad del 2004 el mercado laboral comenzó a mostrar mayor dinamismo, disipando parte importante de la heterogeneidad que mostraba a mediados de año.
  - Ahora se aprecia un panorama más coherente con el cuadro macroeconómico general.

- La información disponible muestra un significativo aumento de la ocupación, por encima de lo observado el 2003, el que se asocia al importante incremento del empleo asalariado.

III.3. Mercado Laboral

- Esto, junto con el incremento de la participación femenina y la composición de la desocupación, muestran que no es evidente que la persistente tasa de desempleo indique una debilidad generalizada en el mercado laboral.

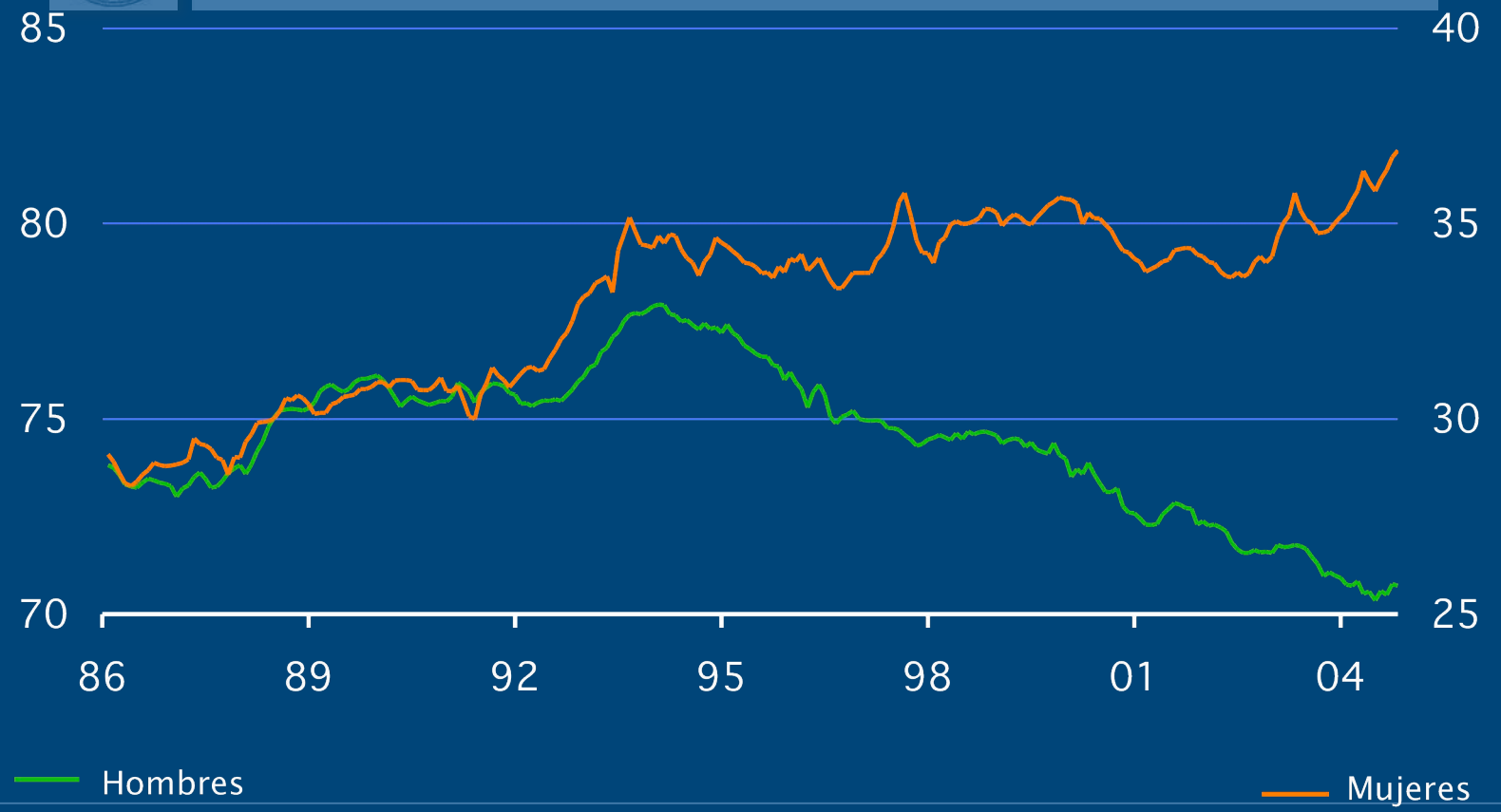
- La mejora en el mercado laboral repercute en los indicadores de expectativas de los hogares.
  - Estos comenzaron a revertir las caídas observadas desde principios de año, ubicándose al borde de los niveles considerados optimistas a fines del 2004.

III.3. Mercado Laboral

Fuentes:
Instituto Nacional de Estadística.
Ministerio del Trabajo y Previsión Social.

III.3. Mercado Laboral

Tasa de Participación por Género
(porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

III.4. Evolución de la Inflación

III.4. Evolución de la Inflación

- Durante los últimos trimestres, las medidas de inflación subyacente han evolucionado por debajo de lo inicialmente previsto y el ritmo de convergencia de la inflación del IPC al rango meta ha sido gradual.

- Como ha sido la tónica en años recientes, la volatilidad del precio de los combustibles y del tipo de cambio ha tenido una incidencia transitoria en la inflación del IPC, mediante sus efectos directos y vía tarifas reguladas.

III.4. Evolución de la Inflación

- La dinámica gradual de la inflación subyacente ha sido el resultado, en parte, de una trayectoria acotada de los costos laborales unitarios.
  - Incremento de las remuneraciones nominales sigue siendo moderado.
  - Crecimiento de la productividad del trabajo sigue siendo significativo.

- Evaluamos que ha habido menores presiones de precios por el lado de los márgenes.

III.4. Evolución de la Inflación

- Los movimientos de la paridad bilateral peso/dólar no deberían tener mayor incidencia en la inflación de mediano plazo, en la medida que ellos no respondan a cambios persistentes en el tipo de cambio real multilateral.

IV. PERSPECTIVAS DE ACTIVIDAD E INFLACIÓN

IV. PERSPECTIVAS DE ACTIVIDAD E INFLACIÓN

- Luego de crecer en torno a 5,8% el 2004, más de lo previsto en septiembre, el Consejo estima que durante este año el PIB crecería entre 5 1/4 y 6 1/4 %, con una expansión mayor de la demanda interna.

- Luego de que la economía chilena acomodara las tendencias macroeconómicas del 2004, a través de un sustancial incremento del ahorro nacional, para el 2005 y el 2006 se espera una gradual ampliación del déficit en cuenta corriente.

IV. PERSPECTIVAS DE ACTIVIDAD E INFLACIÓN

- Se estima que, más allá de efectos en sectores específicos, las restricciones en la disponibilidad de gas natural argentino, incluso si son similares a las del 2004, no tendrían implicancias macroeconómicas significativas.

- El escenario central contempla que las sorpresas de actividad de los últimos meses no se repiten.

IV. PERSPECTIVAS DE ACTIVIDAD E INFLACIÓN

Proyección de Actividad

(variación real anual, porcentaje)

	2002	2003	2004 (e)	2005 (f)
PIB	2,2	3,3	5,8	5 1/4 - 6 1/4
Ingreso nacional	2,5	3,9	7,2	5,5
Demanda interna	2,5	3,5	6,8	7,4
Formación bruta de capital fijo	1,4	4,8	11,4	11,9
Resto demanda interna	2,8	3,1	5,3	5,8
Exportaciones de bienes y servicios	1,5	7,8	12,9	7,5
Importaciones de bienes y servicios	2,4	8,8	16,2	12,5
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,3	-0,8	2,0	-0,6

(e) Estimación. (f) Proyección.
Fuente: Banco Central de Chile.

IV. PERSPECTIVAS DE ACTIVIDAD E INFLACIÓN

- El bajo incremento de los salarios nominales y el fuerte repunte de la productividad indican que las presiones de costos en la economía, más allá del precio de los combustibles, son moderadas.

- Como supuesto de trabajo se ha considerado que la reducción de jornada laboral no aumenta los costos laborales y que el tipo de cambio real en el largo plazo es similar al observado en las últimas dos semanas.

IV. PERSPECTIVAS DE ACTIVIDAD E INFLACIÓN

- El ritmo efectivo de inflación subyacente de los últimos trimestres parece indicar que las presiones inflacionarias por descompresión de márgenes son también más débiles que lo considerado hasta ahora.

- Las reducciones esperables del precio de los combustibles implican que la inflación del IPC proyectada para el 2005 se mantendría cercana a la parte inferior del rango meta, incluso posiblemente por debajo del 2% para parte del año.

IV. PERSPECTIVAS DE ACTIVIDAD E INFLACIÓN

- Hacia el mediano plazo, el cierre de holguras más rápido que lo anticipado compensará esas menores presiones de precios, por lo que el panorama inflacionario hacia fines del horizonte de proyección no difiere mayormente de lo previsto en el IPoM de septiembre.

IV. PERSPECTIVAS DE ACTIVIDAD E INFLACIÓN

Proyecciones de Inflación

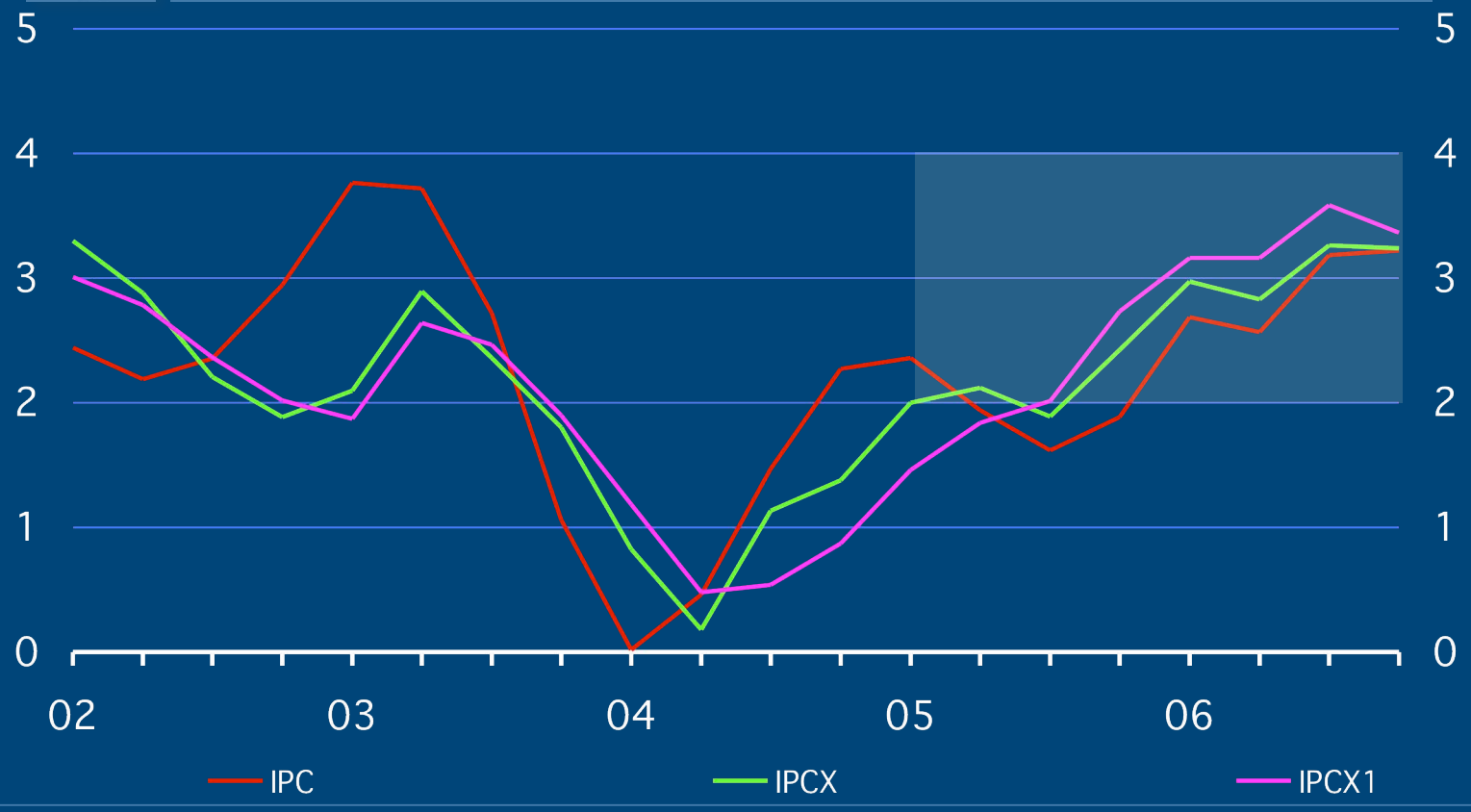
(variación anual, porcentaje)

	2003	2004	2005 (f)	2006 (f)
Inflación IPC promedio	2,8	1,1	2,0	2,9
Inflación IPC diciembre	1,1	2,4	2,0	3,2
Inflación IPCX promedio	2,3	0,9	2,1	3,1
Inflación IPCX diciembre	1,6	1,8	2,5	3,3
Inflación IPCX1 promedio	2,2	0,8	2,0	3,3
Inflación IPCX1 diciembre	1,8	1,0	2,8	3,3

(f) Proyección.
Fuente: Banco Central de Chile.

IV. PERSPECTIVAS DE ACTIVIDAD E INFLACIÓN

Inflación
(variación anual, porcentaje)



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

IV. PERSPECTIVAS DE ACTIVIDAD E INFLACIÓN

- En este contexto, el Consejo estima que ello permitiría continuar con un ritmo pausado de normalización de la política monetaria, cuya velocidad precisa dependerá de los antecedentes que se vayan acumulando en el tiempo.

IV. PERSPECTIVAS DE ACTIVIDAD E INFLACIÓN

- En el escenario central las proyecciones son consistentes con una trayectoria para la tasa de la política monetaria que aumenta a un ritmo levemente mayor que el implícito en los precios de activos durante las últimas dos semanas, y congruente con una convergencia gradual de la inflación del IPC al 3%.

V. ESCENARIOS DE RIESGO

V. ESCENARIOS DE RIESGO

- Los principales escenarios de riesgo están asociados a la forma como evolucione la economía mundial en este año y el próximo.
  - La gradual desaceleración de la actividad global puede ser más abrupta que lo anticipado.
  - Puede darse un ajuste intenso y desordenado de las cuentas corrientes, tasas de interés y monedas de las principales zonas económicas.
  - El mercado internacional del petróleo sigue siendo estrecho y persiste la posibilidad de problemas geopolíticos.

V. ESCENARIOS DE RIESGO

- En todo caso, a diferencia de años recientes, la mayor fortaleza financiera que muestran las economías emergentes, especialmente Chile, las hace menos vulnerables a estos eventos.

- Internamente, se considera que las mayores incertidumbres tienen relación con la posibilidad de que la actividad y el gasto interno continúen reaccionando a las favorables condiciones macroeconómicas actuales, con más intensidad que la prevista.

V. ESCENARIOS DE RIESGO

- El importante incremento que siguen mostrando los diversos agregados monetarios puede ser indicativo de que este hecho ocurra.
- Tampoco se puede descartar que el mejor tono del mercado laboral o las perspectivas de mayor crecimiento futuro incidan en un mayor dinamismo del consumo y de la inversión. El escenario central contempla que las sorpresas de actividad de los últimos meses no se repiten.

V. ESCENARIOS DE RIESGO

- Por el lado de precios y costos, es posible que las presiones de márgenes lleven a una aceleración de los precios subyacentes mayor que la contemplada en el escenario base.

- También cabe considerar escenarios en que el tipo de cambio sufre una apreciación adicional a la observada hasta ahora, por ejemplo por una depreciación mayor del dólar en los mercados internacionales.

V. ESCENARIOS DE RIESGO

- Las implicancias de los escenarios alternativos sobre la política monetaria en Chile dependen crucialmente de cómo ellos se manifiesten en el mediano plazo en presiones inflacionarias.

- Con todo, el Consejo considera que estos escenarios alternativos configuran un balance de riesgos que es equilibrado para el crecimiento y con un sesgo al alza, en el mediano plazo, para la inflación.

VI. CONCLUSIONES

VI. CONCLUSIONES

- La suma de antecedentes confirma que la economía chilena está en un claro ciclo expansivo, apoyada por un muy buen escenario externo y una política monetaria aún estimulativa.
- La actividad económica y la inversión se han acelerado más de lo previsto, con lo que el 2005 debería ser otro buen año.
- Esto permite anticipar un crecimiento de entre 5 1/4 y 6 1/4 % para el 2005, con una expansión mayor de la demanda interna.

VI. CONCLUSIONES

- La inflación sigue aumentando de manera gradual y su dinámica subyacente seguirá determinada principalmente por el cierre de brechas de capacidad y la reducción del impulso monetario.

- En el escenario central las proyecciones son consistentes con una trayectoria para la tasa de la política monetaria que aumenta a un ritmo levemente mayor que el implícito en los precios de activos durante las últimas dos semanas, y congruente con una convergencia gradual de la inflación del IPC al 3%.

VI. CONCLUSIONES

- El Consejo estima que en el escenario más probable, y con el objetivo de mantener la inflación proyectada en torno a 3% en el horizonte habitual, podrá continuar con el ritmo pausado de normalización de la política monetaria.

- La velocidad precisa con que se desarrolle este proceso dependerá de los antecedentes que se vayan acumulando en el tiempo.

Informe de Política Monetaria

19 DE ENERO DE 2005