

Informe de Política Monetaria Septiembre 2003

Jorge Desormeaux
Banco Central de Chile

QuickTime™ and a TIFF (Uncompressed) decompressor are needed to see this picture.

Estructura

I. Escenario Internacional

II. Escenario Nacional

- *Actividad y Empleo*
- *Mercados Financieros*
- *Precios y Costos*

III. Perspectivas Futuras

IV. Escenarios de Riesgo

V. Conclusiones

I. Escenario Internacional

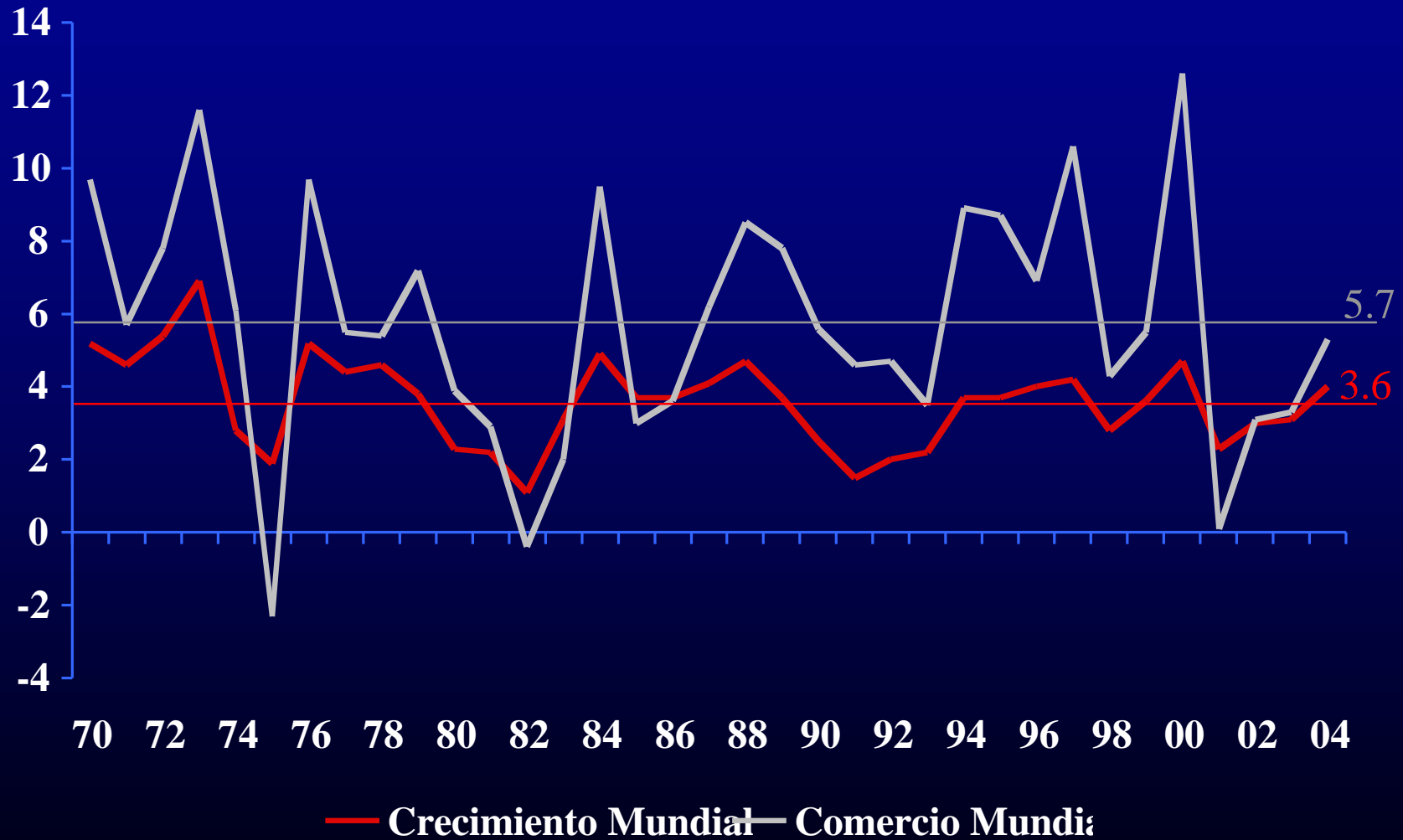
Escenario Internacional

- En **EE.UU.** comienza a consolidarse la recuperación de su economía.
- Un fuerte aumento de las utilidades, condiciones financieras más favorables, y una política fiscal estimulativa, darán impulso a esta recuperación en el segundo semestre.
- No se descarta que la economía de EE.UU. crezca a una tasa de 5% en el 3er. trimestre.
- En cambio, en la **Zona Euro** las perspectivas de crecimiento siguen revisándose a la baja.
- En **Japón**, en tanto, han comenzado a aparecer señales más favorables a partir del segundo trimestre de este año.

Escenario Internacional

- **Asia Emergente**, en tanto, se constituye como el segundo motor de crecimiento mundial, dejando atrás el SARS.
- Los principales cambios en el entorno externo en estos últimos 90 días han sido:
 - la recuperación de EE.UU.
 - mejores perspectivas de Asia Emergente
 - el sorpresivo crecimiento de Japón (2ºT: 3,9%)
 - y el aumento del apetito por riesgo.
- Este panorama permite prever un año 2004 normal para la economía mundial, después de 3 años de bajo crecimiento.

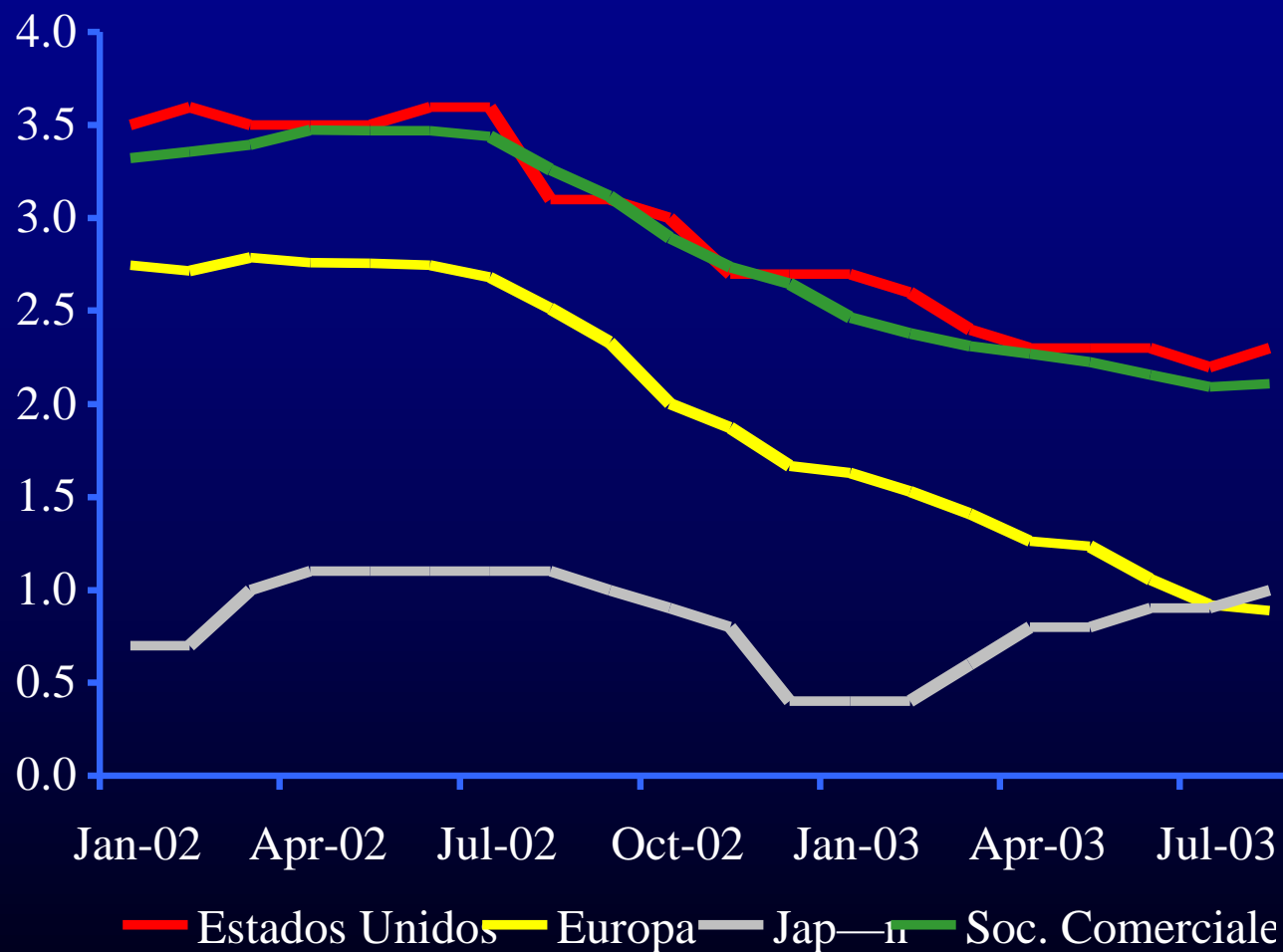
Crecimiento Economía Mundial 1970-2004 (%)



Evolución de Proyecciones de Crecimiento

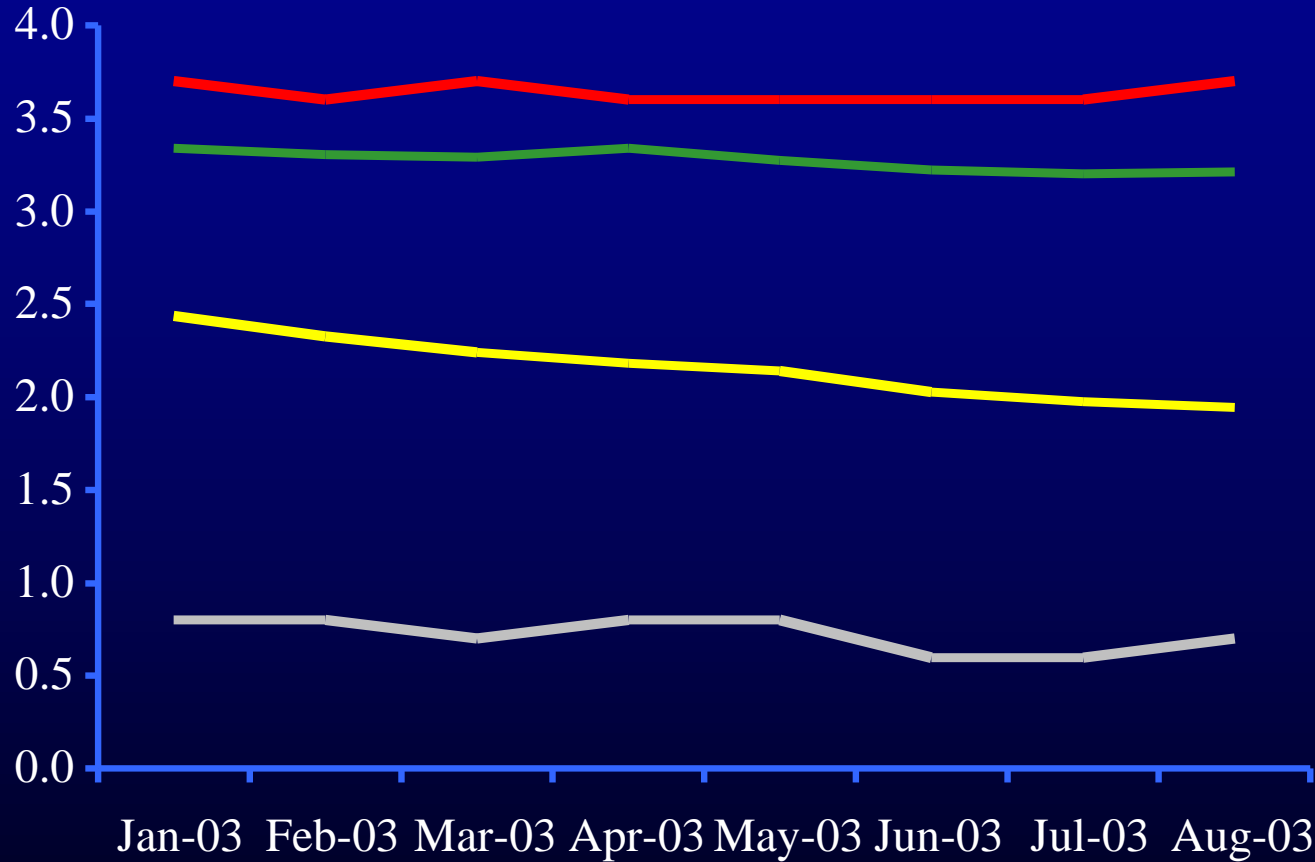
2003

(efectuadas en el mes indicado)



Evolucion de Proyecciones de Crecimiento 2004

(efectuadas en el mes indicado)



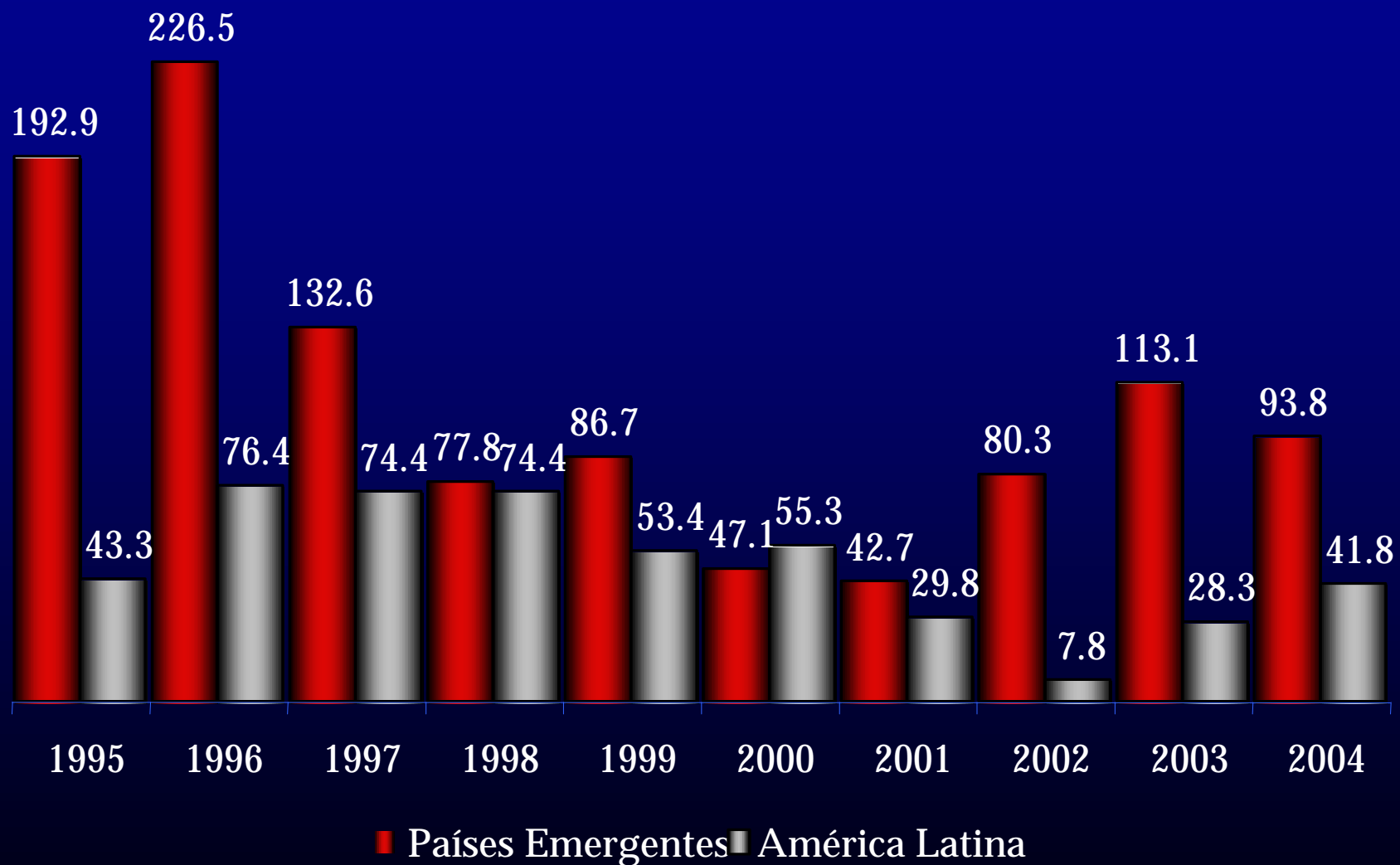
— Estados Unidos — Europa — Jap — Soc. Comerciale

Crecimiento Economía Mundial (%)

	90-99	2001	2002	2003				2004			
	Prom.			ene.	may.	sep.	24-sep	ene.	may.	sep.	24-sep
EE.UU.	3.0	0.3	2.4	2.6	2.3	2.4	↑ 2.7	3.5	3.2	3.5	↑ 4.0
Zona Euro	2.1	1.6	0.8	1.5	1.1	0.7	↓ 0.6	2.5	2.4	2.2	= 2.2
Europa	2.0	1.6	1.0	1.7	1.3	0.9	= 0.9	2.5	2.5	2.3	= 2.3
Jap—n	1.7	0.4	0.2	0.3	1.0	2.0	↑ 2.5	0.7	0.9	1.7	↑ 2.0
Resto de Asia	7.9	5.2	6.7	6.3	6.0	6.1	↑ 6.5	6.5	6.6	6.6	↑ 7.0
Am? rica Latina	2.8	0.3	-0.9	2.1	1.2	1.1	= 1.1	3.3	3.4	3.8	↓ 3.7
Mundial	3.3	2.1	2.7	3.1	2.9	3.0	↑ 3.2	3.8	3.8	3.9	↑ 4.2
Soc. Comerciales	3.0	1.4	2.1	2.7	2.3	2.3	↑ 2.5	3.4	3.4	3.6	↑ 3.7

Fuente: Consensus Forecasts y Bancos de Inversión

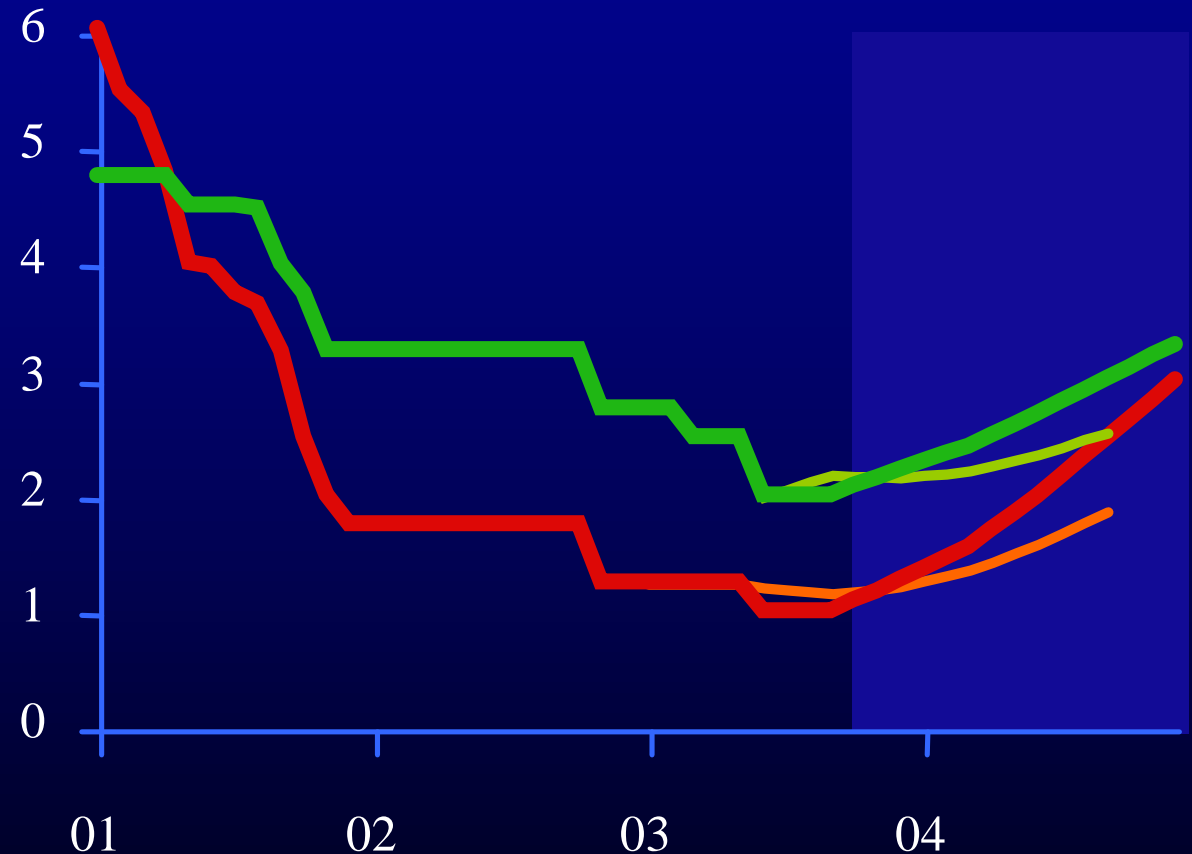
Flujos de Capitales Económicas Emergentes (en Miles de Millones de Dólares de EEUU)



FUENTE: FMI, World Economic Outlook, Septiembre 2003

Tasas de Política en EEUU y Europa

- El FED y el BCE recortaron sus TPM en 25 y 50pb, durante junio pasado.
- En Estados Unidos y Europa los mercados no esperan nuevos recortes de tasas.
- Ahora se espera el inicio de un ciclo de alzas de tasas para el año 2004.

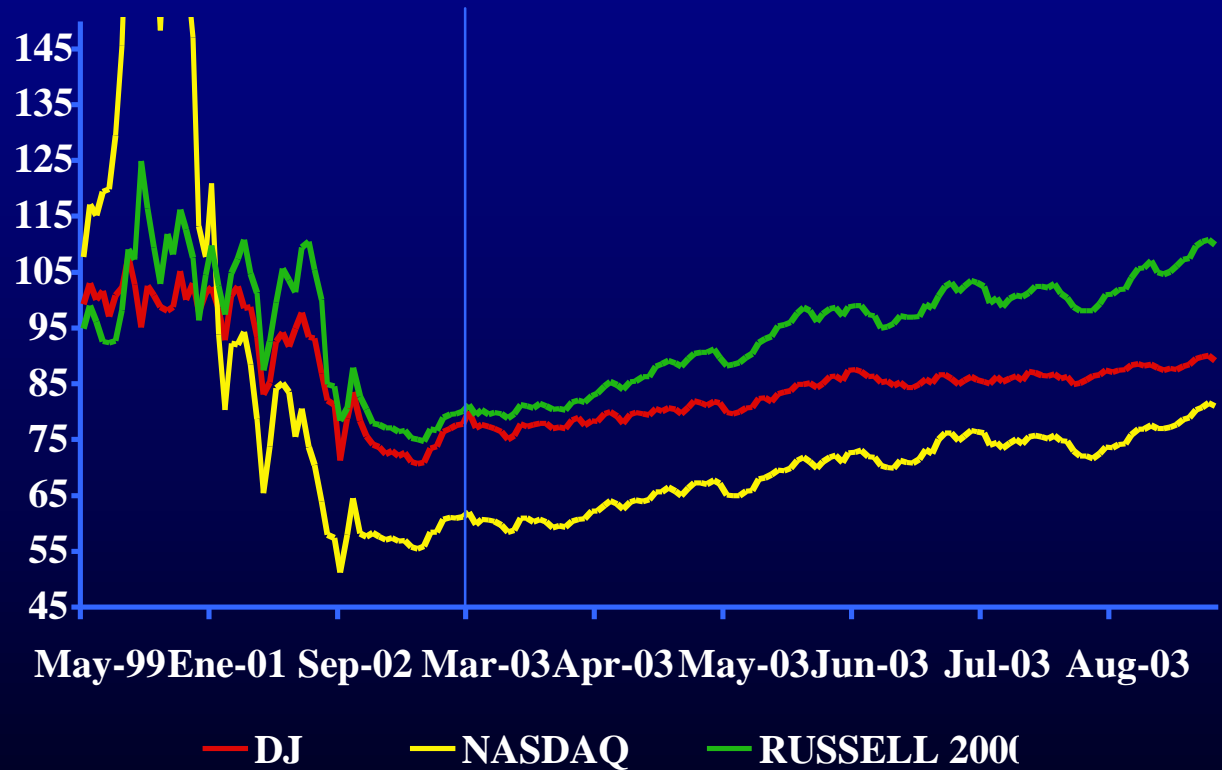


— FED — BCE
— FED mayo — BCE mayo

Mercados Accionarios

(Enero 2, 2001=100)

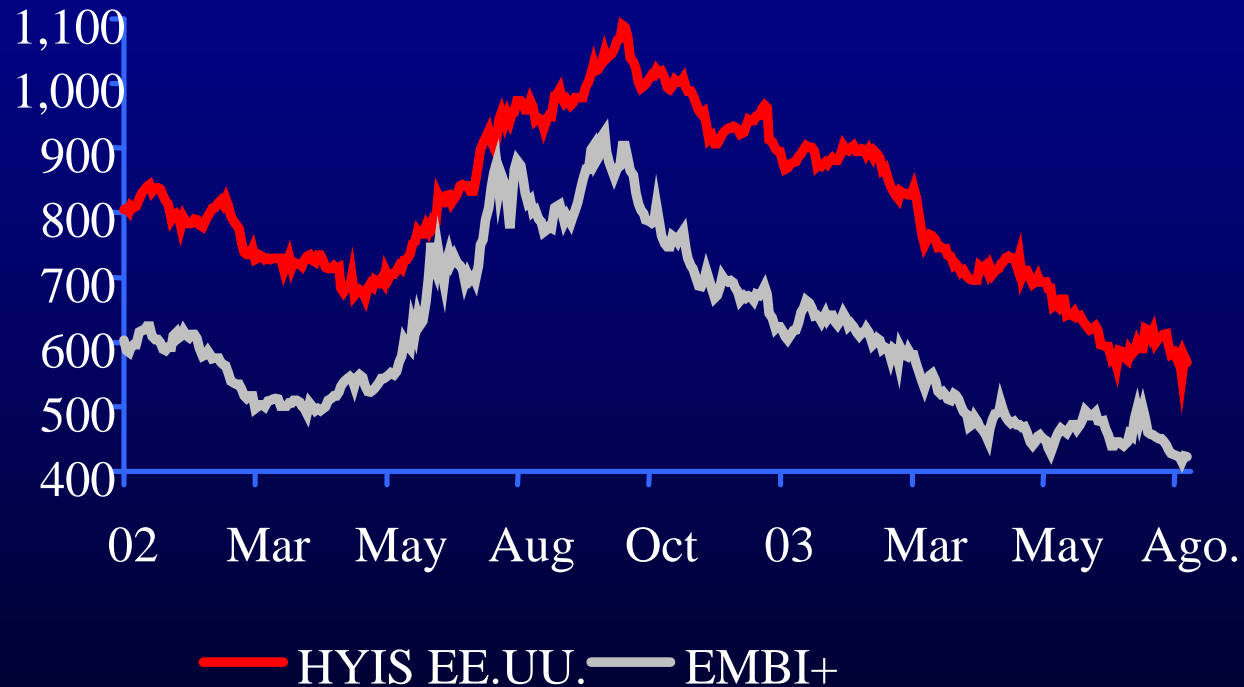
- La recuperación de los mercados bursátiles anticipó la recuperación que evidenciaría después la actividad.
- Ello es un reflejo de los buenos resultados de las empresas y un mayor apetito por riesgo.



Mercados Emergentes

- Los mercados financieros emergentes han continuado reduciendo su aversión al riesgo.
- Ello se ha reflejado en caídas en los *spreads soberanos* y de alto riesgo.
- Pese a ello, la volatilidad ha seguido presente en América Latina.

High Yield Index Spread EEUU-EMBI+
(Puntos base)

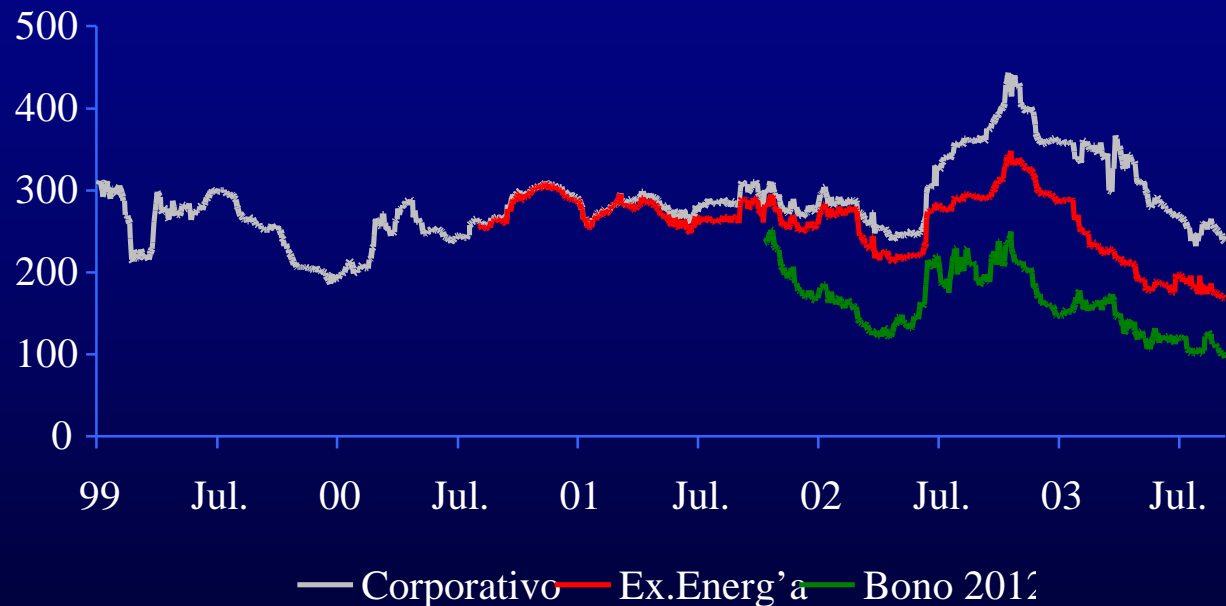


Fuentes: JP Morgan Chase, Goldman Sachs.

Chilenos

(puntos base)

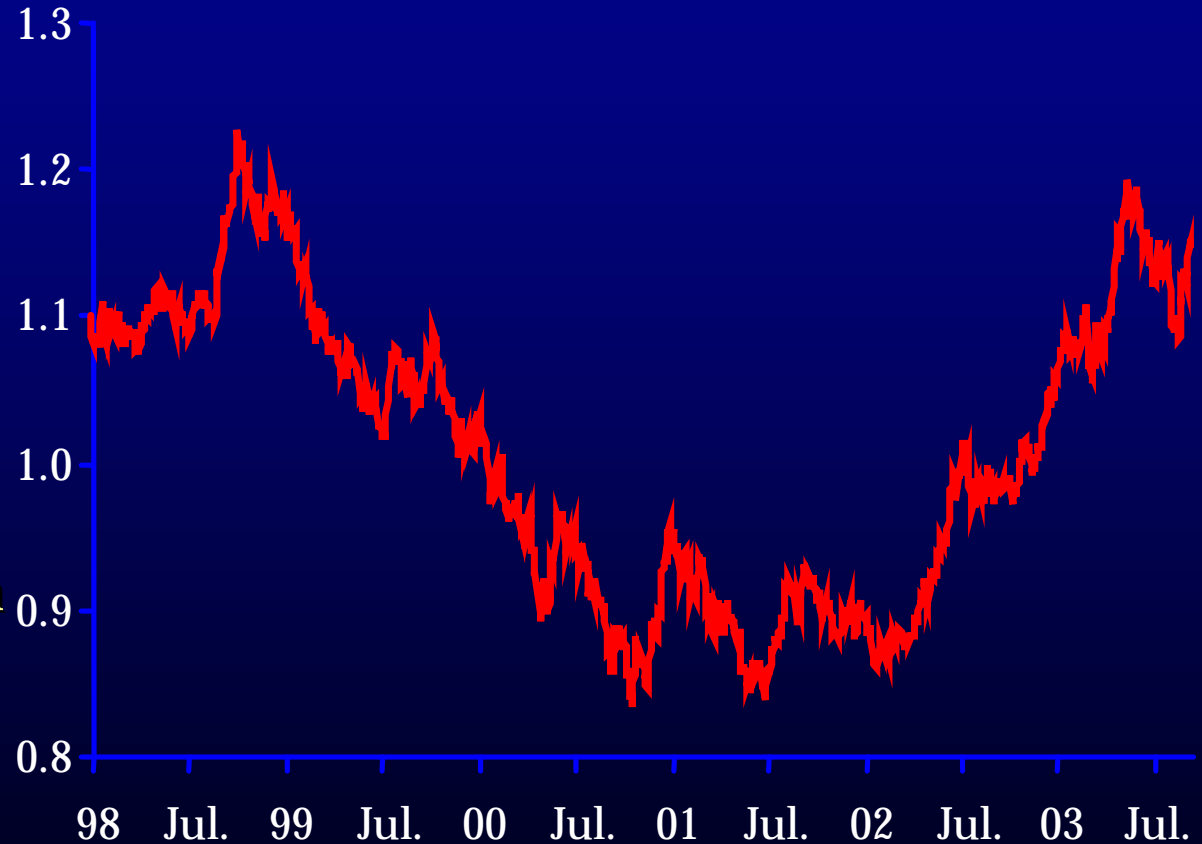
- El bono chileno 2012 se ubica en la actualidad en torno a los 100 puntos base.
- Esta trayectoria se relaciona con
 - la mejor situación de las economías emergentes,
 - el TLC con EE.UU.
 - y un aumento del apetito por riesgo



Fuentes: JP Morgan Chase.

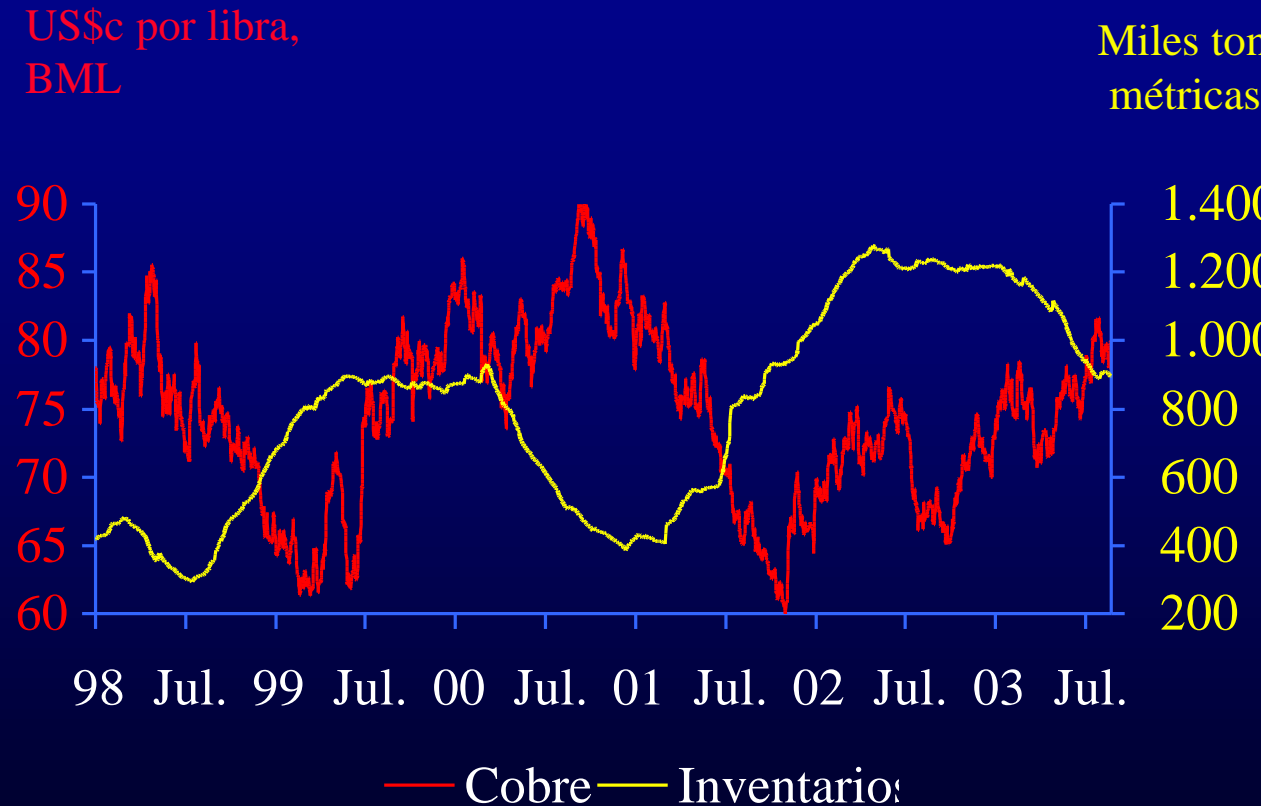
Paridad Dólar/Euro

- La paridad del dólar de EEUU – particularmente frente al euro–, volvió a depreciarse en las últimas semanas, luego de la apreciación del primer semestre.
- Por ello se espera un aumento de la inflación externa en dólares en 2003, y en menor medida en 2004-05.



Precio del Cobre

- El precio del cobre ha evolucionado al alza, con valores que han superado los US\$0,80 por libra.
- La mayor demanda de China y Corea explica en gran medida la reducción de 26% en los inventarios en relación a diciembre 2002.



Proyecciones Precio del Cobre

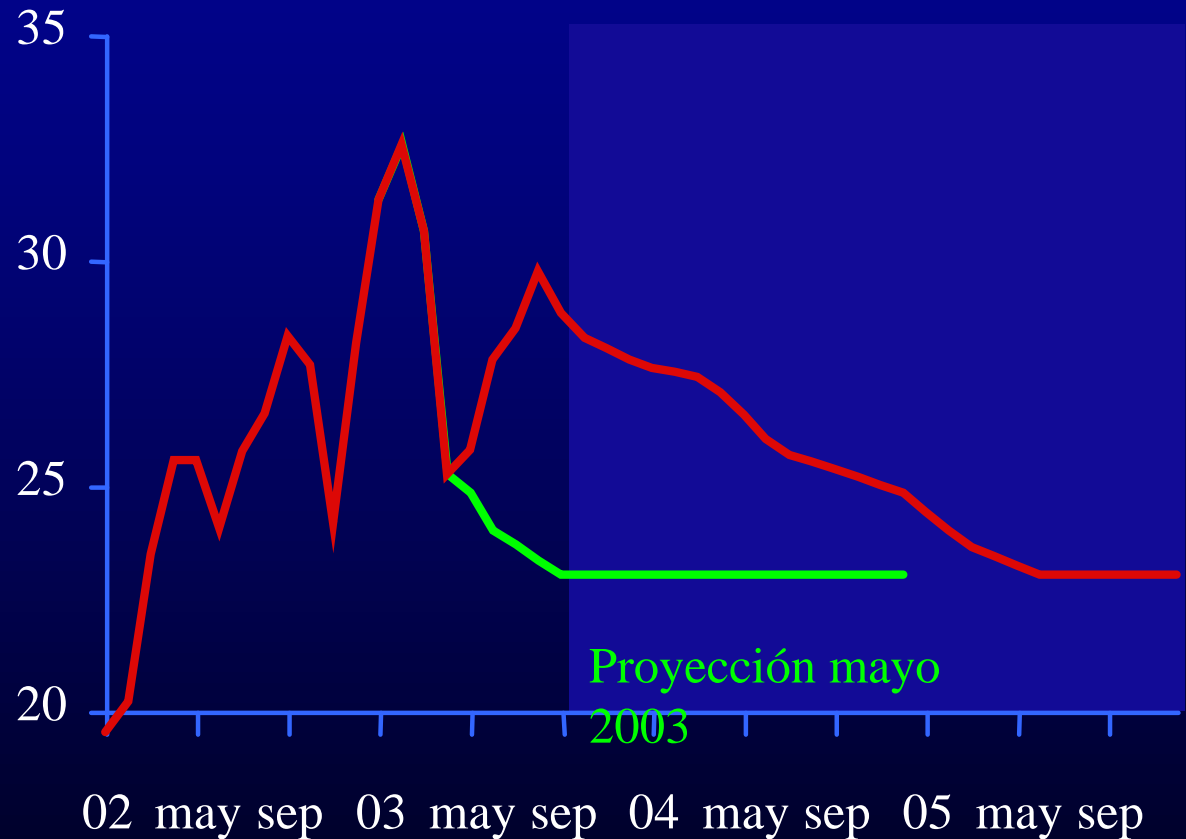
(US\$c por libra)

	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

Precio del Petróleo

- Las proyecciones del precio del petróleo se ubican en torno a US\$28 por barril este año y US\$26 el próximo.
- Ello restará cerca de 1% a los términos de intercambio.
- Se espera que el precio del petróleo descienda a US\$ 23 recién el 2006.



Proyecciones Precio del Petroleo Brent

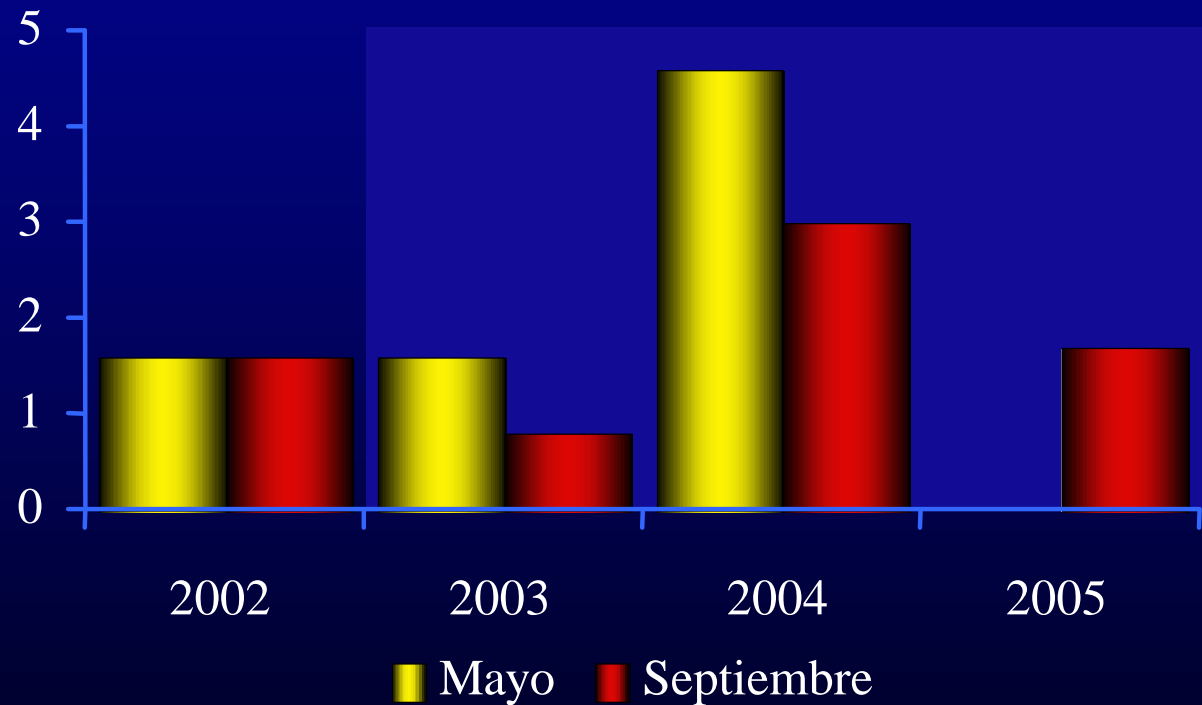
(US\$ por barril promedio)

	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.

Índice Terminos de Intercambio (Base 1996=100)

- Así, los términos de intercambio tendrán una recuperación más débil que la estimada en mayo.
- Para 2003 se proyecta un crecimiento anual de sólo un 0,8%.
- Para 2004 y 2005 se proyecta un incremento promedio cercano al 2,5% anual.



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 Brent (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. Escenario Nacional

Actividad y Empleo

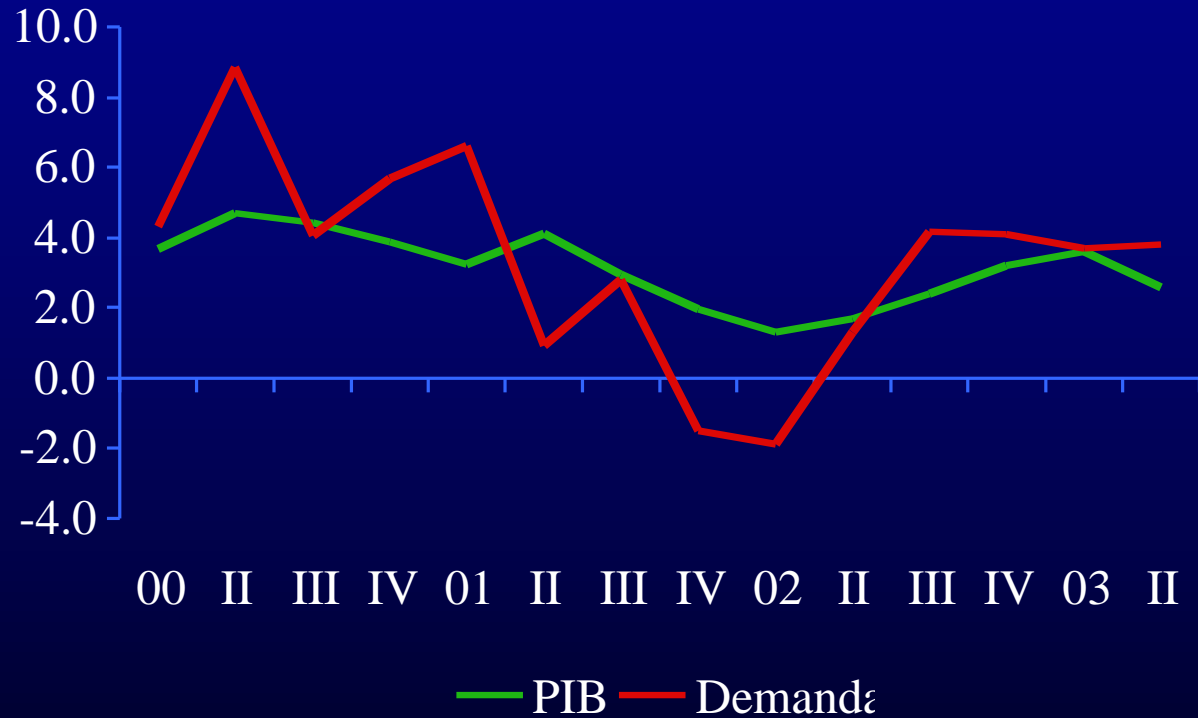
PIB y Demanda Interna

(% variación anual)

- En el 2º trimestre el crecimiento del PIB se debilitó, creciendo menos de lo estimado en mayo.
- El gasto interno, en tanto, mantuvo el dinamismo del trimestre anterior, algo inferior al del 2º semestre de 2002.
- Esta desaceleración se explica por un menor dinamismo en sector industrial.

Crecimiento del PIB y el Gasto

(tasas de crecimiento anual; %)



PIB y Demanda Interna

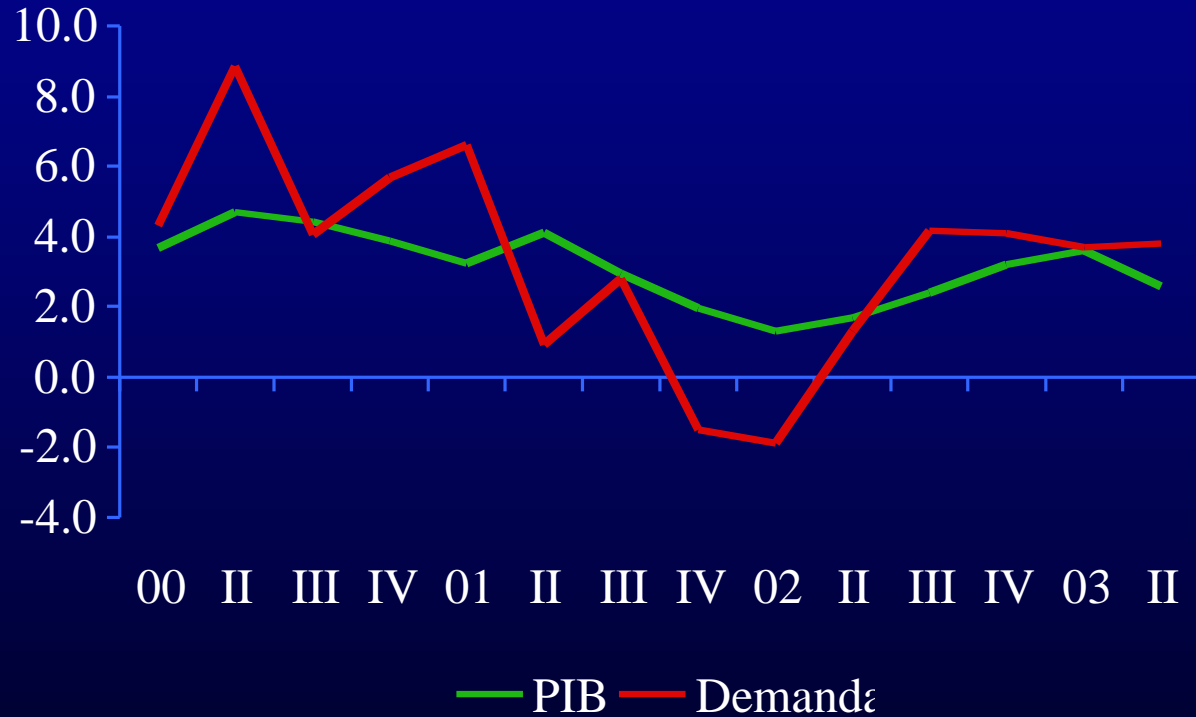
(% variación anual)

● Cuatro factores contribuyeron a explicar este menor crecimiento del PIB:

- Aumento de la competencia en sectores que sustituyen importaciones,
- Menor crecimiento de nuestros socios comerciales;
- Menores términos del intercambio;
- Menor acumulación de bienes durables.

Crecimiento del PIB y el Gasto

(tasas de crecimiento anual; %)



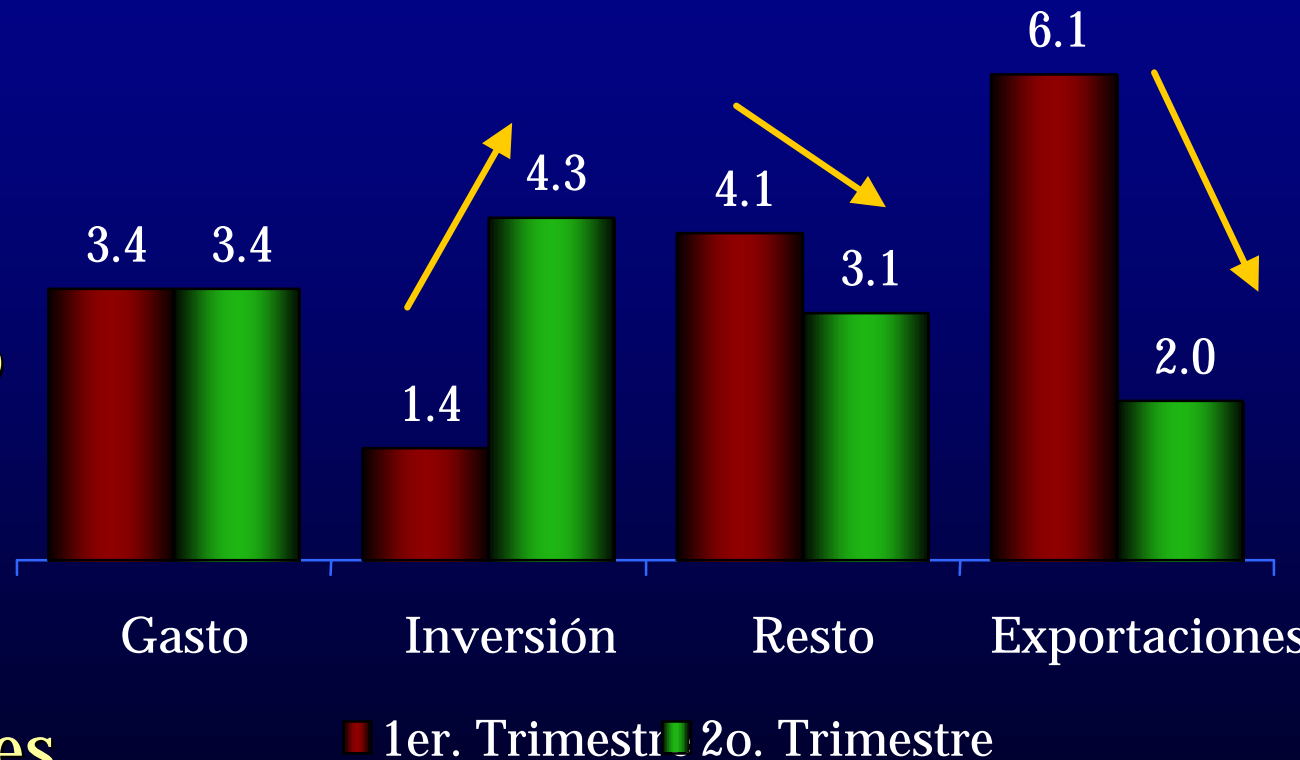
PIB y Demanda Interna

(% variación anual)

- Entre los componentes del gasto, el más dinámico del segundo trimestre fue la inversión.

- En contraste, el consumo perdió dinamismo en relación a los últimos tres trimestres.

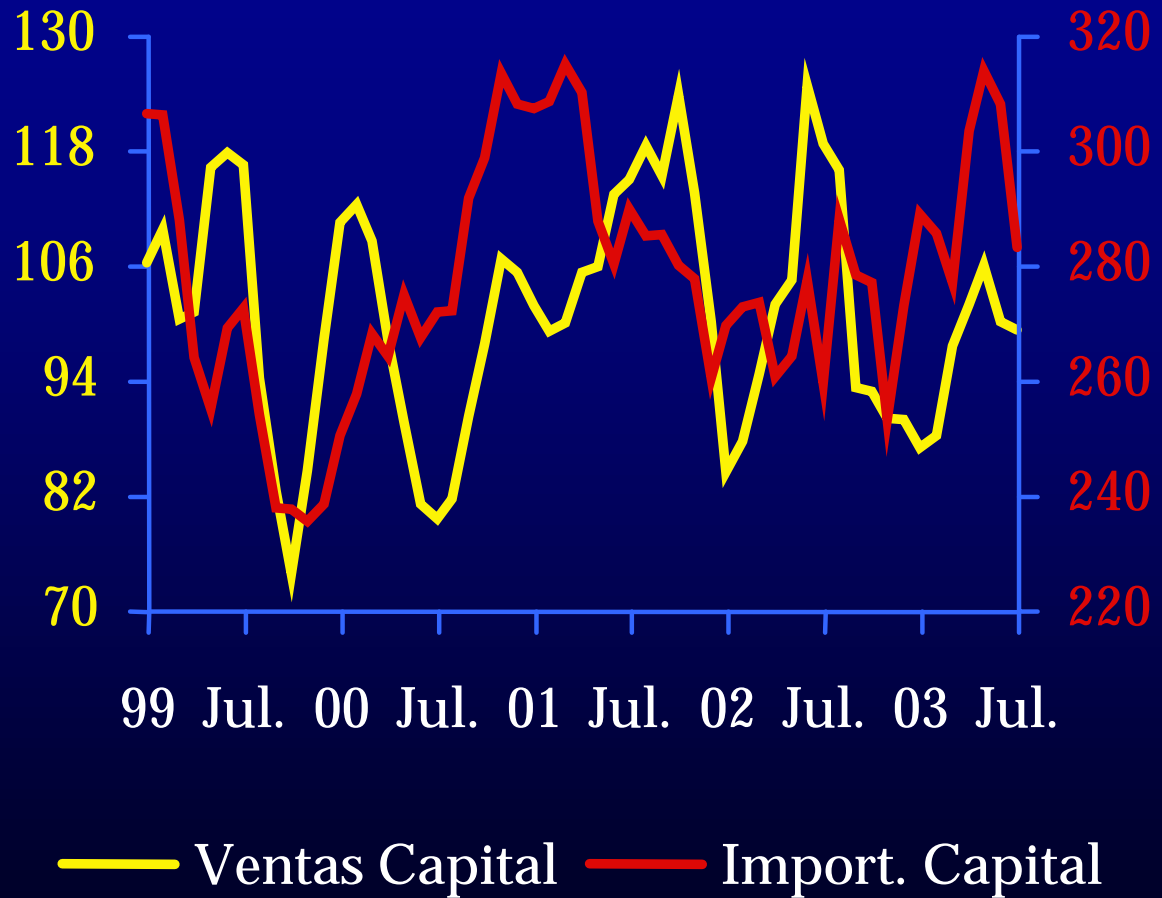
- Las exportaciones perdieron dinamismo en el segundo



Inversión: Maquinaria y Equipos

(promedio móvil trimestral, series desestacionalizadas)

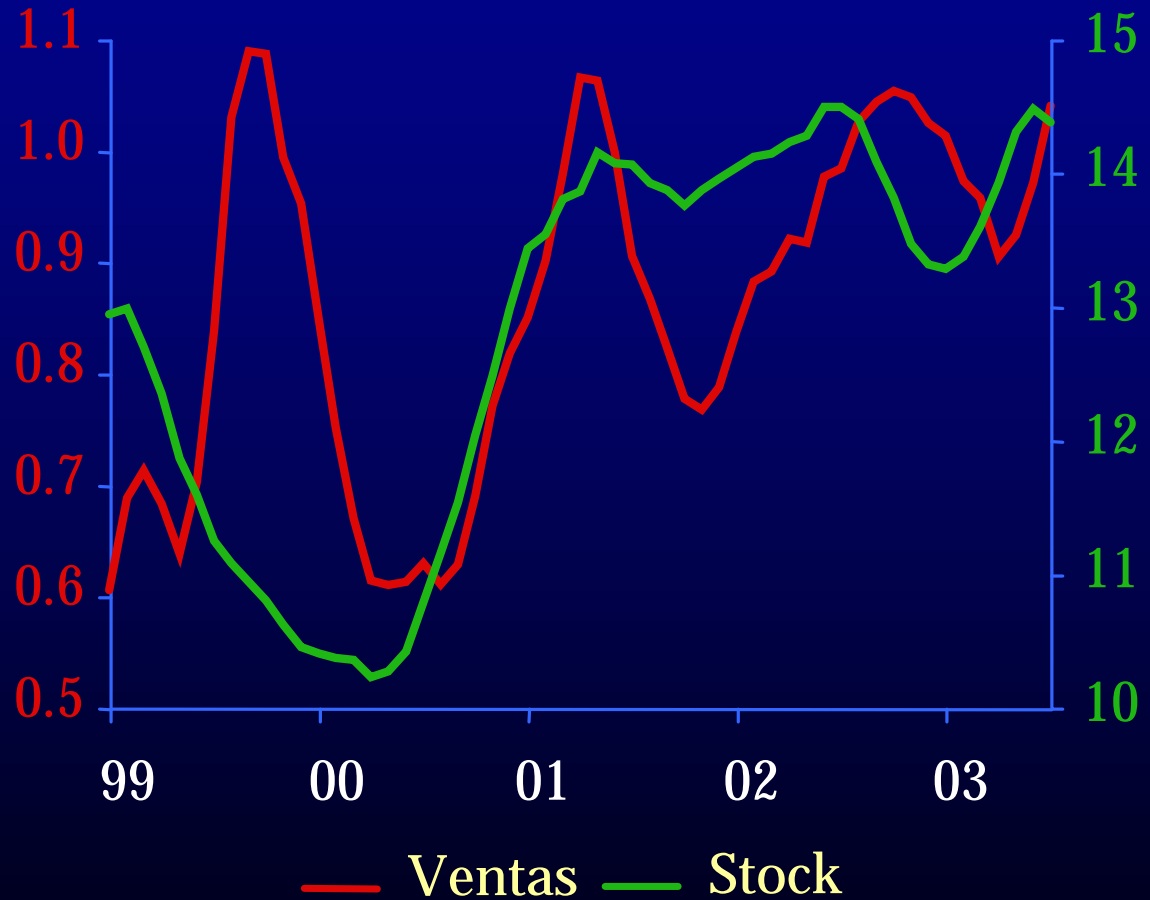
- El componente de maquinaria y equipos —que representa alrededor de 40% del total de la formación bruta de capital fijo— adquirió mayor dinamismo en ese período.
- En ello influyó un importante proyecto en el área de la celulosa.



Mercado Inmobiliario

(Promedio móvil trimestral, series desestacionalizadas)

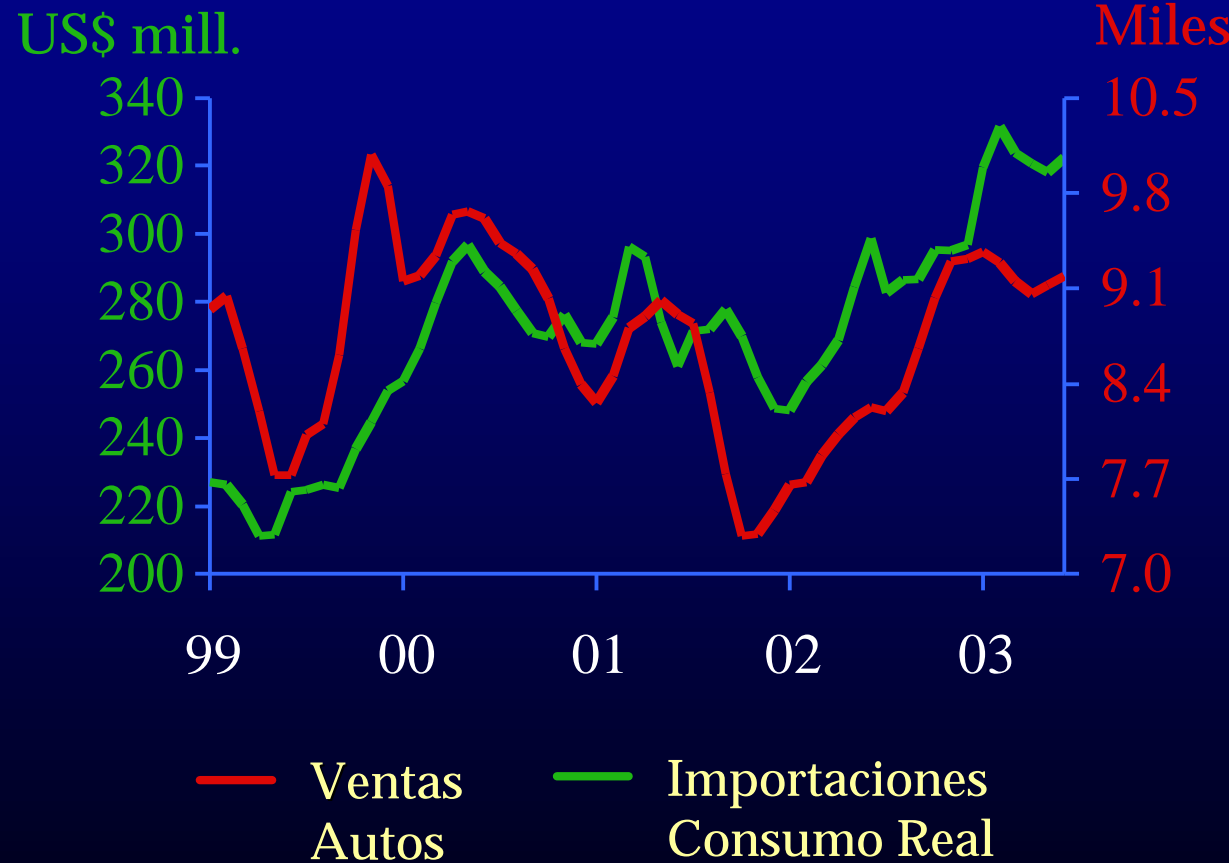
- Las ventas del sector inmobiliario, que corresponden a cerca del 20% de la formación bruta de capital fijo, también anotaron un importante crecimiento a partir del segundo trimestre.



Consumo Durable

(Promedio móvil trimestral, series desestacionalizadas)

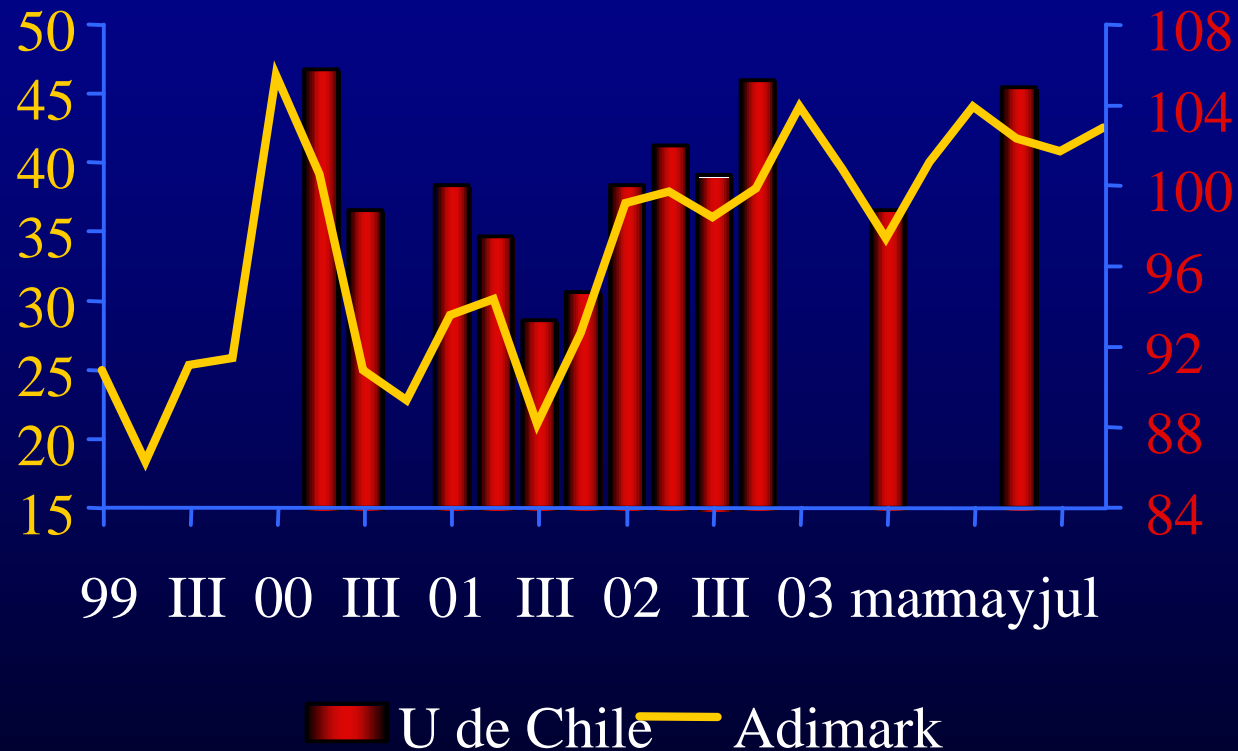
- Las ventas de bienes de consumo durable, en cambio, se han mantenido esencialmente constantes desde el primer trimestre.
- En este menor dinamismo influyó el deterioro de los términos del intercambio después del conflicto en Irak.



Confianza del Consumidor

(% que cree en mejoría)

- El menor dinamismo del consumo en el segundo trimestre también se explica por un deterioro parcial de las expectativas de los hogares.
- Los indicadores de agosto apuntan a una recuperación de la confianza de los consumidores en la situación económica futura.

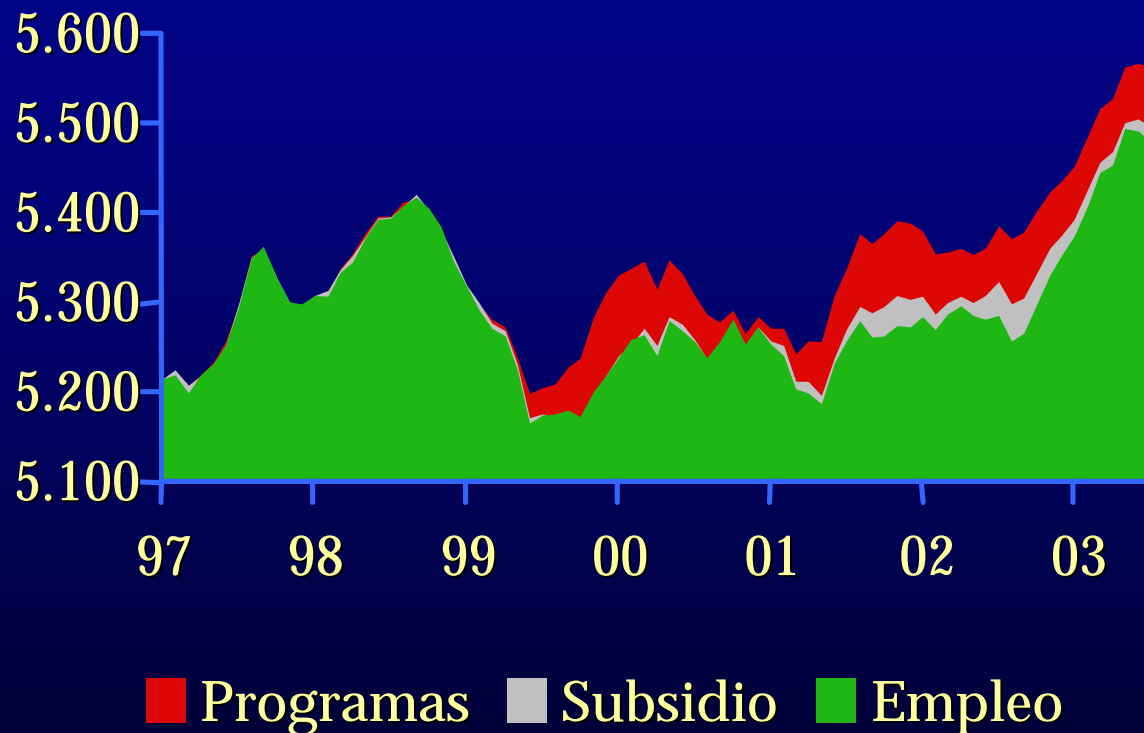


Fuentes: Adimark, U. de Chile.

Empleo Nacional

(miles de personas, serie desestacionalizada)

- El mercado laboral ha mostrado una dinámica mayor y más prolongada que lo esperado, aunque la información más reciente comienza a indicar señales de menor dinamismo.



Composicion del Empleo

(enero 1995=100, series desestacionalizadas)

- Respecto de la composición del empleo, destaca el crecimiento de los sectores de la fuerza de trabajo secundaria.
- También destaca el incremento de la participación de las mujeres en la fuerza de trabajo.

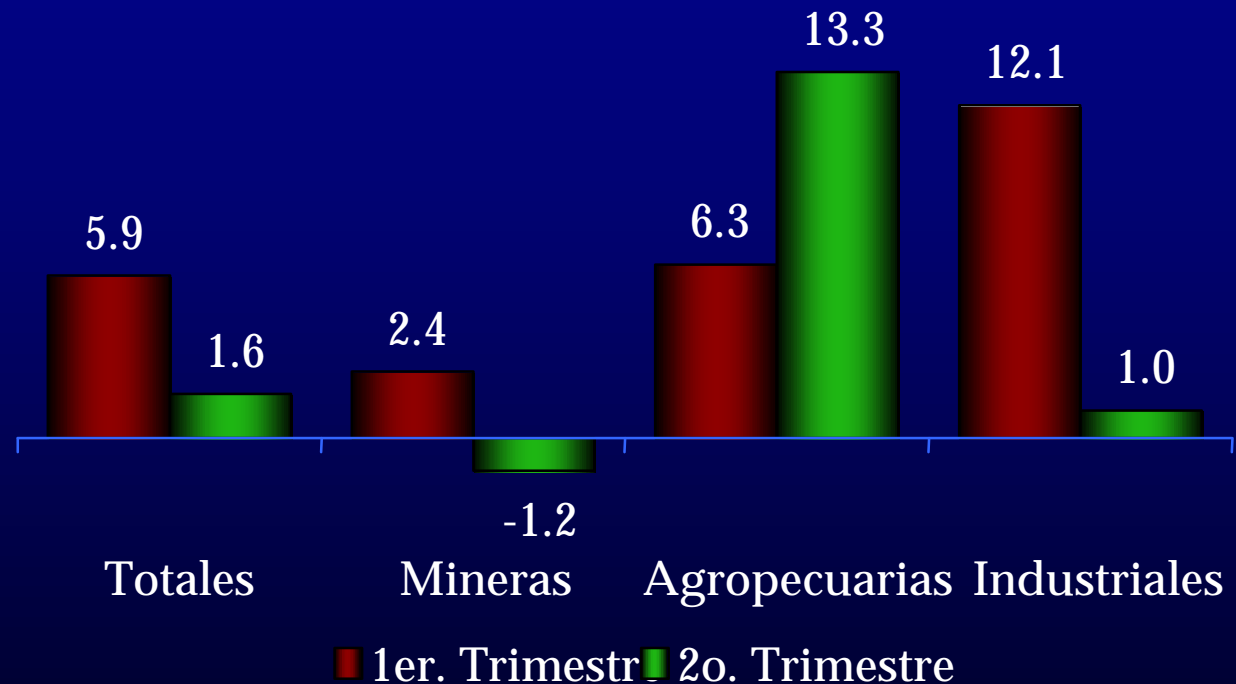


(*) Corresponde a trabajadores por cuenta propia y familiares no remunerados

Volumen de las Exportaciones

(% variación anual)

- La desaceleración de las exportaciones en el segundo trimestre se asocia a la evolución de los sectores minero e industrial.
- En el sector industrial incidió la desaceleración de nuestros socios comerciales en igual período.

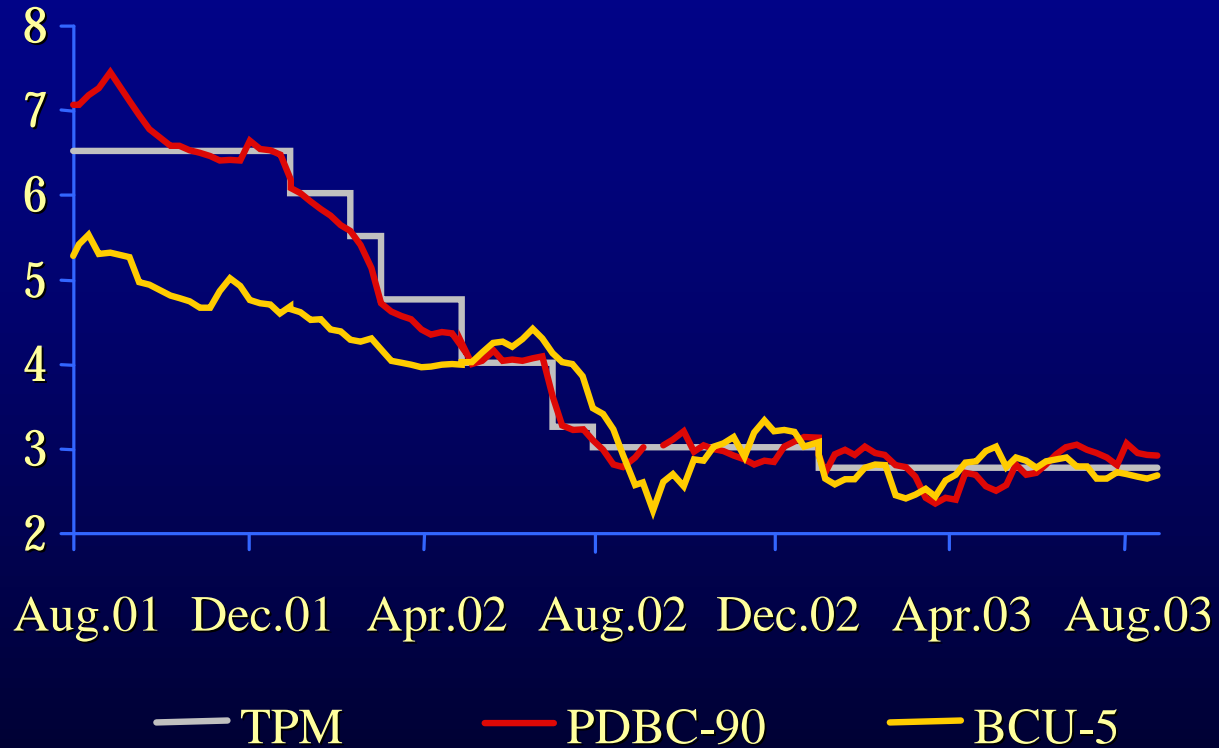


Mercados Financieros

Tasas de Interés Documentos Banco Central

(prom. semanal)

- Las condiciones monetarias siguen siendo expansivas si juzgamos por los niveles de las tasas de interés.



EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO DE CONSUMO Y VIVIENDA

- Pese a ello, el fuerte crecimiento del crédito de consumo se ha suavizado, y las tasas en pesos de éstos han aumentado.
- Pero los créditos hipotecarios siguen creciendo con fuerza.



Agregados Monetarios

(variación nominal anual, porcentaje)

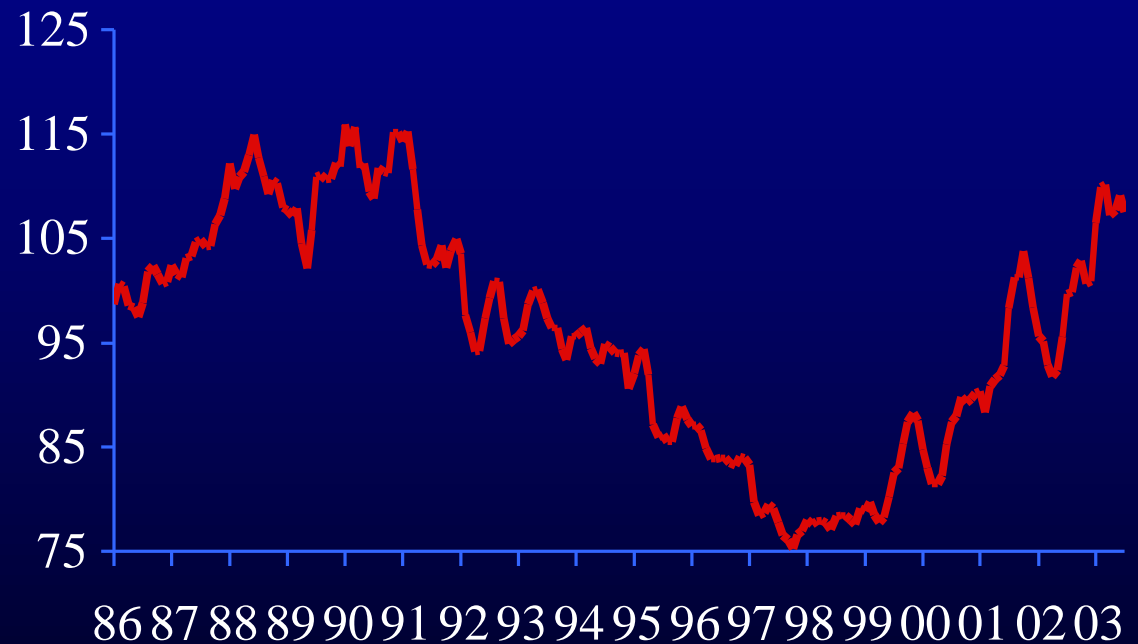
- Paralelamente, el crecimiento de los agregados monetarios se ha desacelerado.



Tipo de Cambio Real

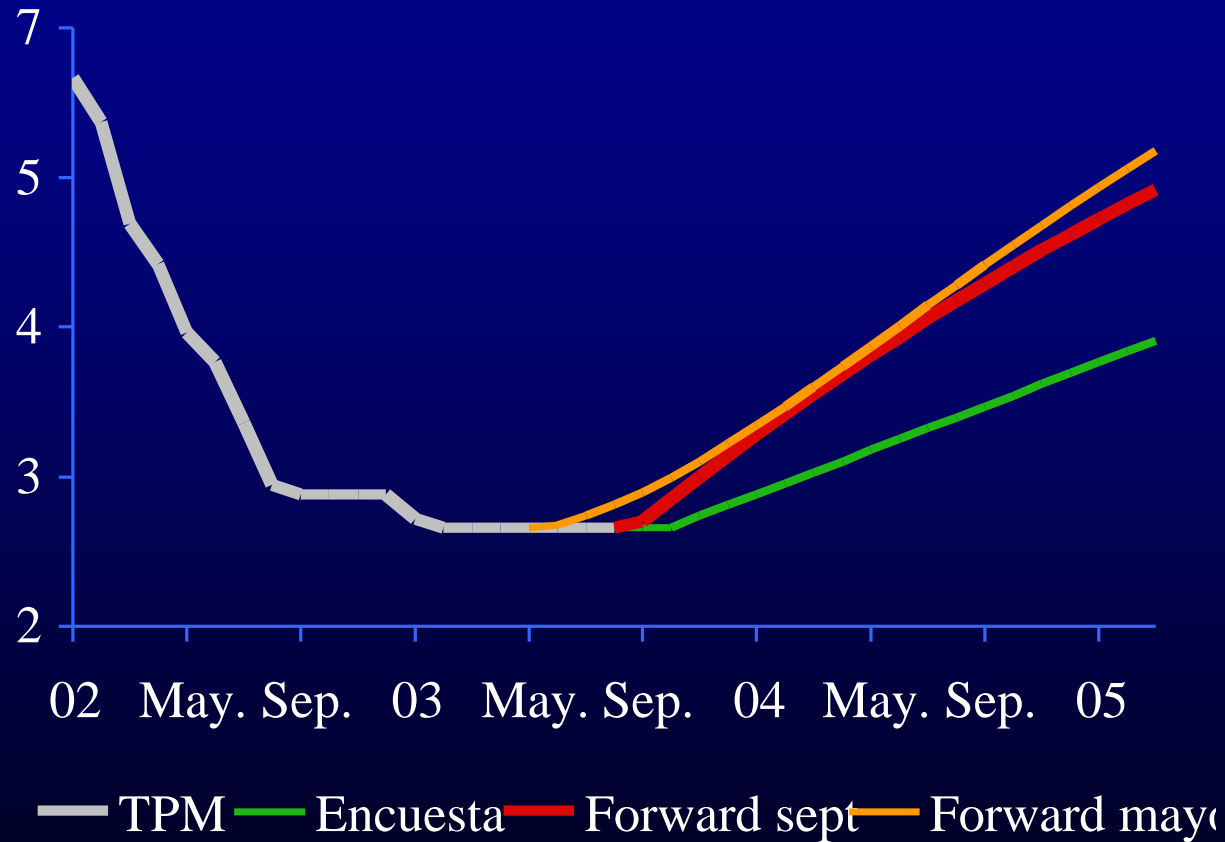
(1986=100)

- El peso muestra una tendencia a la apreciación en las últimas semanas.
- Ello es el resultado de la depreciación del dólar, mejores expectativas, un mayor apetito por riesgo, y el alza en el precio del cobre.
- El tipo de cambio real, sin embargo, sigue mostrando un nivel histórico elevado.



Expectativas para la TPM (%)

- El mercado proyecta un incremento de la TPM de entre 25 y 50 pb para el 4º trimestre de este año, y una tasa de aproximadamente un 5% para fines de 2004.
- La encuesta de expectativas del BC proyecta 2,75% para fines de 2003, y 4% para fines de 2004.



Precios y Costos

Inflación en el Corto Plazo

(% variación anual)

- La tasa de inflación ha observado descensos pronunciados a contar de marzo, tal como se previó en mayo.
- Las mediciones de inflación subyacente, sin embargo, han bajado más allá de lo previsto en mayo.



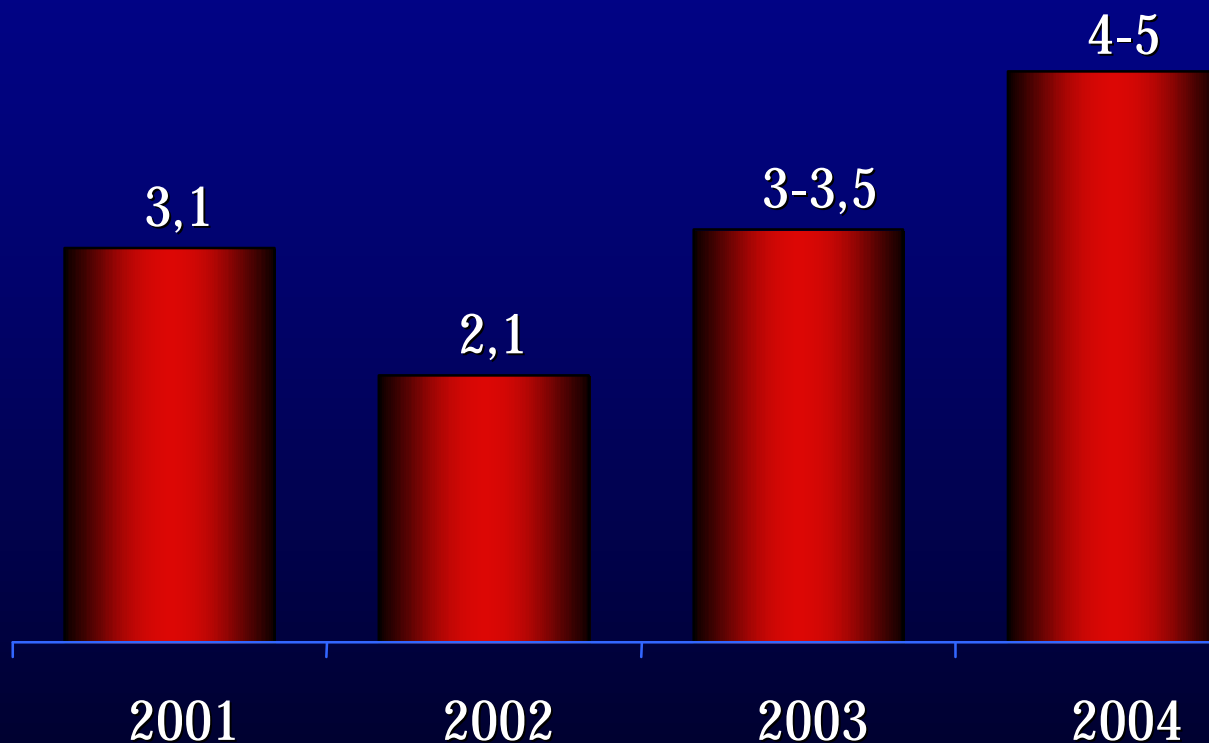
III. Perspectivas Futuras

Perspectivas de Actividad e Inflación

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

Perspectivas de Actividad e Inflación

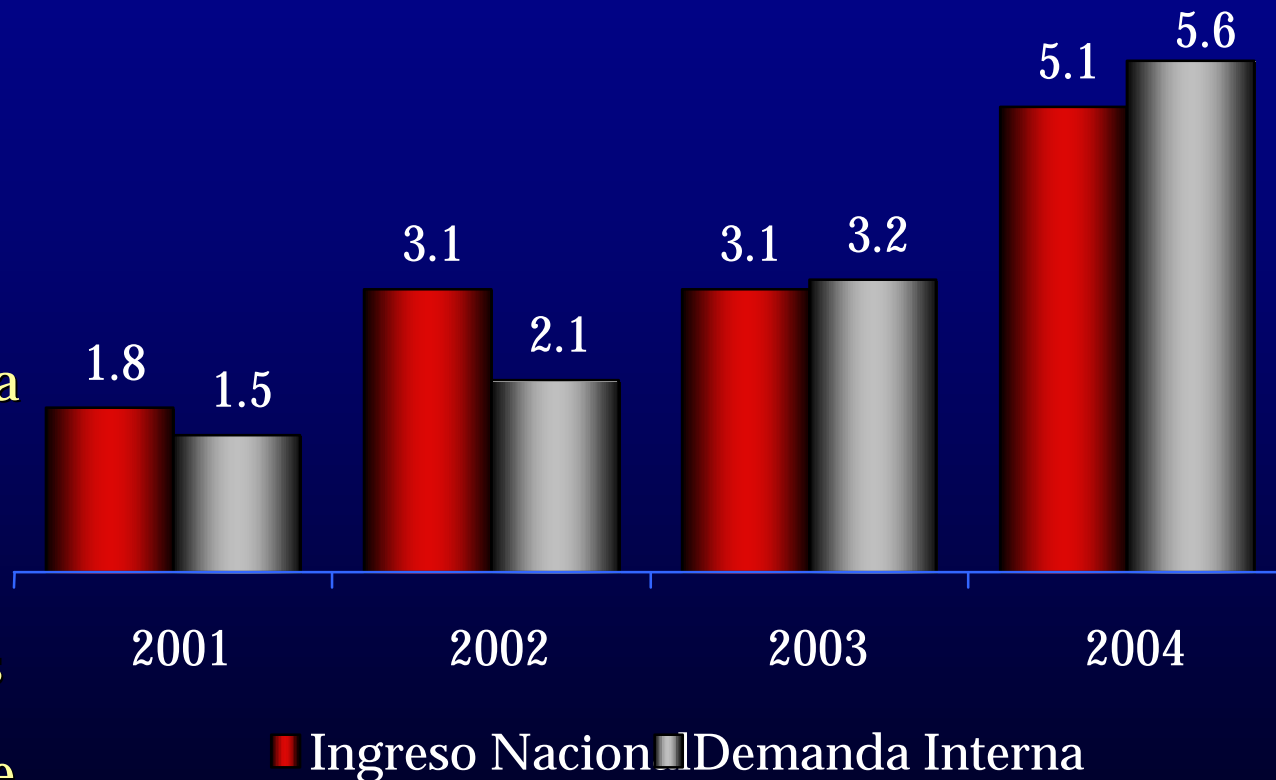
- Este conjunto de antecedentes llevarán el crecimiento económico del 2003 a un rango entre 3 y 3,5%.
- Para el año 2004 se espera un crecimiento del PIB entre 4 y 5%.
- Este mejor panorama se aprecia en los índices



Proyección de Actividad

(% variación real anual)

- El gasto interno crecerá a una tasa entre 0,5 y 1% por sobre la expansión del PIB durante 2004-2005.
- Este proceso será impulsado:
 - por el consumo, en respuesta a una mejoría del ingreso nacional;
 - y la inversión, en reacción a menores holguras de capacidad y una mayor tasa de rentabilidad.



Proyecciones de Crecimiento 2003-2004

(%)

	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 servi	7,9	0,5	5,7	6,4
Importaciones de bienes y servi	3,2	0,5	6,3	9,9
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,7	-0,8	-0,5	-0,7

Cuenta Corriente

(millones de dólares)

- Luego de alcanzar un déficit cercano a 0,5% del PIB este año, se proyecta que el saldo de la cuenta corriente oscile entre -0,5 y 1,0% del PIB en los próximos años.
- Este escenario no difiere mayormente de lo presentado en mayo pasado.

	2001	2002	2003 (p)
CUENTA CORRIENTE	-1,192	-553	-340
Bienes y servicios	1,136	1,556	1,880
Bienes	2,054	2,513	2,940
Exportaciones	18,466	18,340	20,490
Importaciones	16,412	15,827	17,550
Servicios	-918	-957	-1,060
Renta	-2,757	-2,536	-2,660
Transf. unilaterales	428	426	440

Proyecciones de Crecimiento 2003-2004

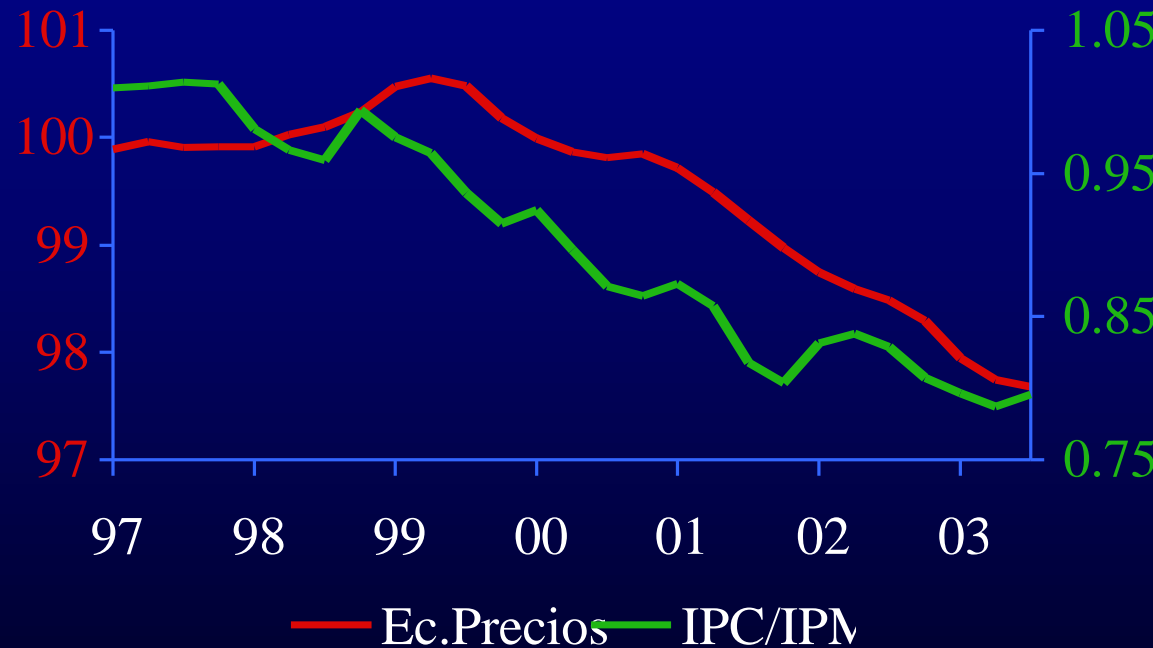
- Las proyecciones del sector privado no han cambiado de manera sustantiva desde mayo pasado, y se encuentran dentro del rango de proyección del Banco Central.

	2003	2004
Encuesta Expectativas	3,2	4,2
Consensus Forecasts	3,3	4,2
FMI	3,3	4,5
Banco Central	3,0-3,5	4,0-4,5

Medidas de Márgenes

(promedio móvil anual)

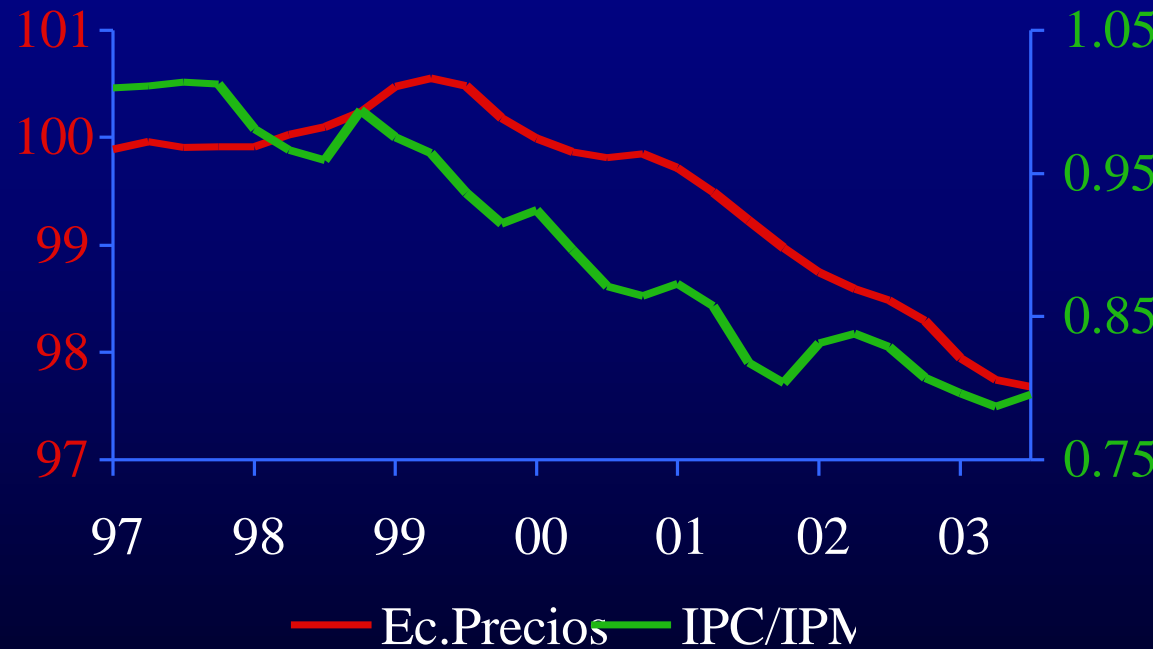
- La inflación de los próximos trimestres debiera verse afectada por 3 factores:
 - el progresivo cierre de las brechas de capacidad,
 - un proceso gradual de descompresión de márgenes;
 - un alza de costos laborales unitarios;
 - y mayores niveles de inflación externa.



Medidas de Márgenes

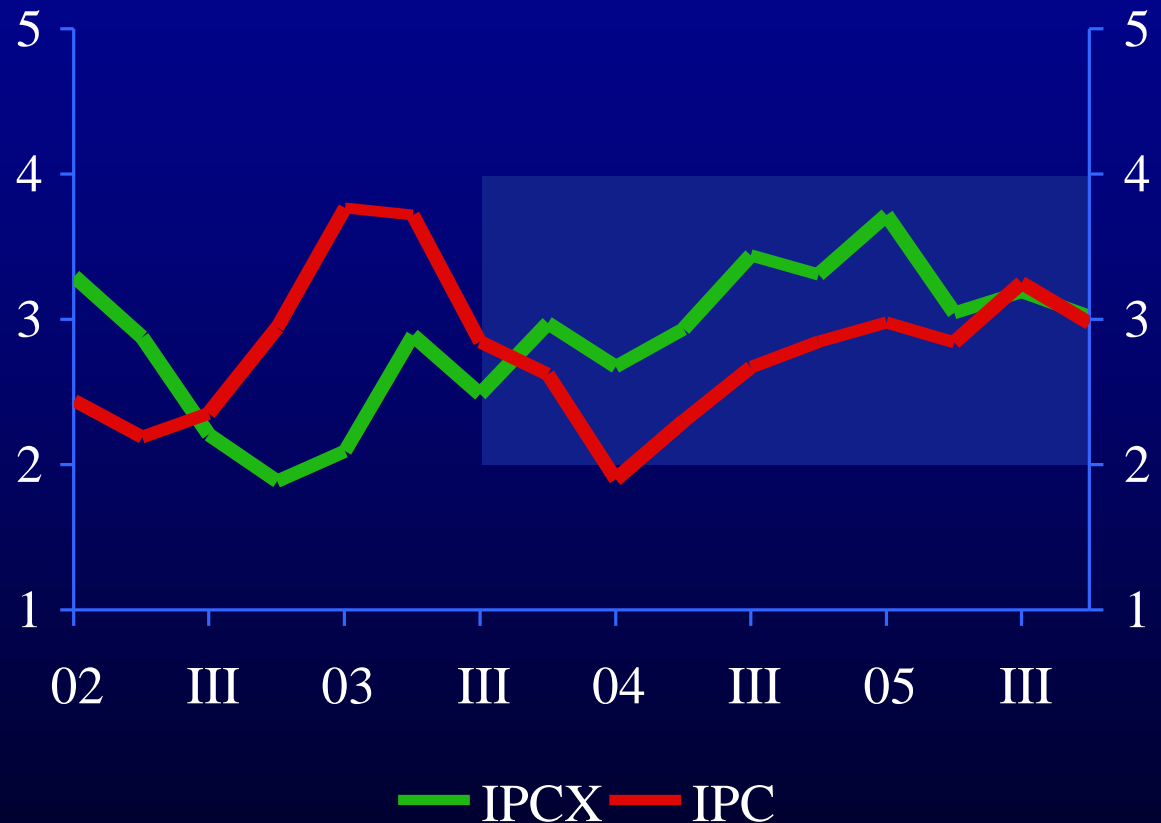
(promedio móvil anual)

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



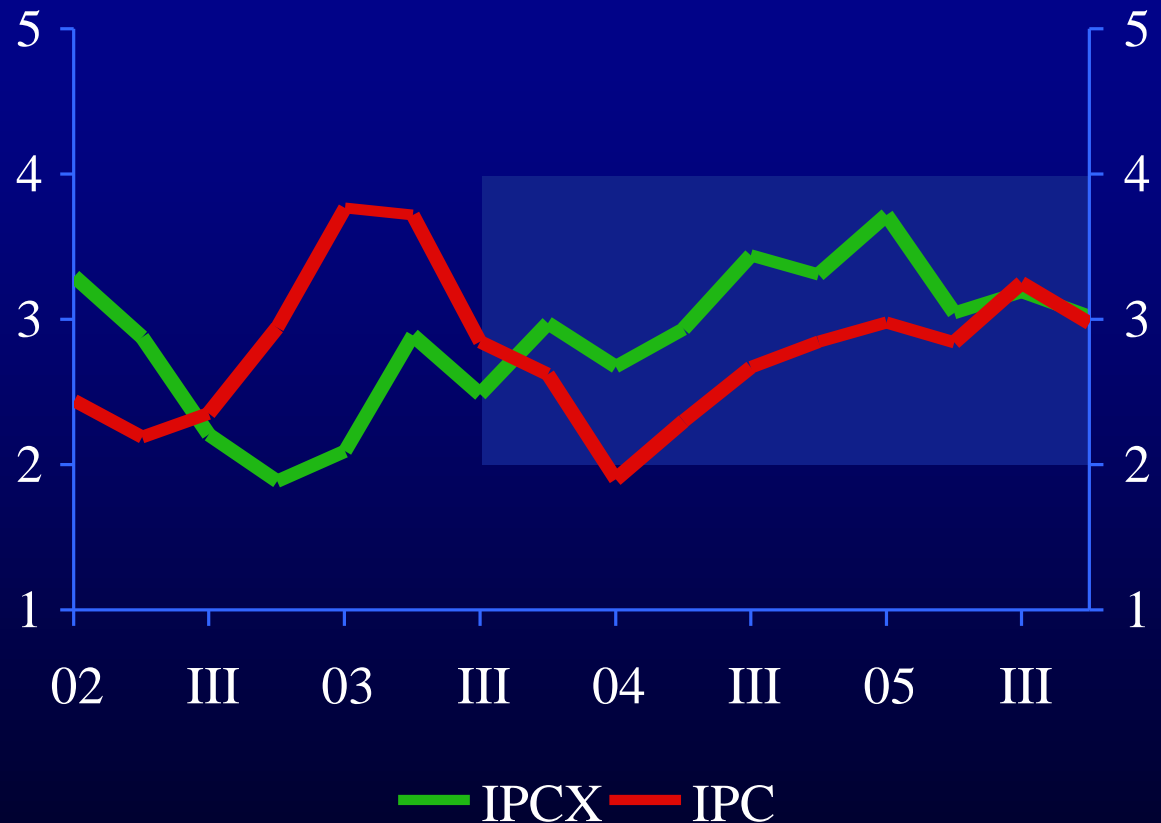
Perspectivas de la Inflación

- El *Consejo* estima que, en el escenario más probable, la tendencia de la inflación debiera mantenerse cerca del rango meta.
- El impacto del alza del IVA sobre el IPC será transitorio, porque sólo involucra un cambio por una sola vez en el nivel de precios.



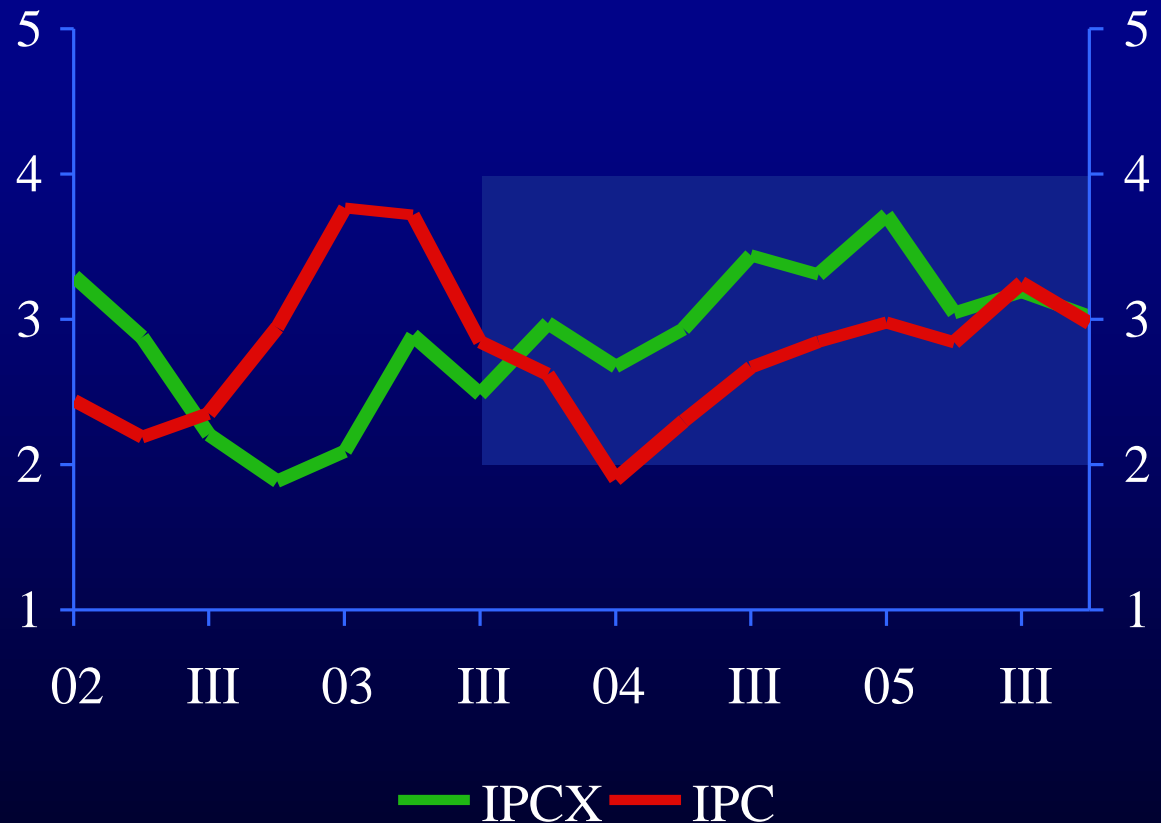
Perspectivas de la Inflación

- Sin embargo, la política monetaria debe cautelar para que este cambio por una vez no se propague hacia la inflación a través de efectos de segunda vuelta.
- La inflación anual del IPC alcanzará un promedio de 2,7% en los próximos 24 meses, con vaivenes pronunciados.



Perspectivas de la Inflación

- La inflación subyacente (IPCX), en tanto, alcanzará transitoriamente valores cercanos a 3,5%.
- Pero la persistencia de holguras y un panorama acotado de costos la hará descender hacia el centro del rango meta.



Proyección de inflación IPC

(% variación anual)

	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 del ***Informe de Política Monetaria*** consideran la ocurrencia de un Escenario Base, el que incluye la evolución que el ***Consejo*** considera más probable para 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 semanas han ocurrido cambios favorables en el tipo de cambio, el riesgo país y las expectativas, lo que reflejan un mayor optimismo.
- De mantenerse sostenidamente estas condiciones, se podría configurar un escenario con un crecimiento mayor al delineado aquí.

Escenarios de Riesgo

- Una fuente de preocupación es la posible divergencia que pueda darse en el futuro 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 está equilibrado, tanto para crecimiento como para inflación.

V. Conclusiones

Conclusiones

- El *Informe de Política Monetaria de Septiembre 2003* proyecta el inicio de una fase de mayor crecimiento en la economía chilena a partir de 2004, después de 6 años de bajo crecimiento.
- Este panorama se apoya en un mayor crecimiento mundial y mejores condiciones financieras internas y externas.
- En el escenario más probable, las medidas de inflación total (IPC) y subyacente (IPCX) se ubicarán en 3,2-3,3% en el tercer trimestre del 2005, con promedios de 2,7 y 3,2% para los próximos 24 meses, respectivamente.

Conclusiones

- El **Consejo** estima que la actual orientación de la política monetaria es compatible con el objetivo de mantener la inflación dentro del rango meta.
- En todo caso, de verificarse un cierre más rápido de las brechas de capacidad, la política monetaria tendería a una instancia menos expansiva.
- 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

Jorge Desormeaux
Banco Central de Chile

QuickTime™ and a TIFF (Uncompressed) decompressor are needed to see this picture.