

Política Monetaria del Banco Central: Año 2003

María Elena Ovalle de V.
Banco Central de Chile,
12 de Septiembre de 2003,
Antofagasta.

I. Introducción

En primer lugar, quiero expresarles el agrado que tenemos de estar hoy en Antofagasta, en este 3er encuentro del Banco Central con Regiones. Como ustedes saben, el Banco Central conduce la política monetaria y cambiaria del país para cumplir con los objetivos de estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos. Para cumplir con estos fines, es esencial, un conocimiento profundo de la economía del país y tener una comunicación muy transparente de la forma de hacer política. Por ello, la razón de estos encuentros es estrechar vínculos con ustedes e incrementar, por parte nuestra, el conocimiento de las realidades de cada uno de los sectores y regiones del país, y a la vez, permitirles conocer en forma directa los marcos de política y procedimientos del Instituto Emisor.

Mi presentación se va a centrar principalmente en el Informe de Política Monetaria (IPOM) que el consejo del Banco Central presentó el miércoles recién pasado en la Comisión de Hacienda del Senado, pero antes, me gustaría hacer una breve introducción sobre el camino escogido por el Banco Central para lograr el control de la inflación y sobre su actual esquema de políticas.

- **Control de la inflación y actual esquema de políticas.**

Para comenzar, quisiera señalar algo que van a oír muchas veces a lo largo de este encuentro, esto es, que la política monetaria del Banco Central de Chile tiene como principal objetivo mantener la inflación en un nivel bajo y estable, definido como un rango de 2 a 4%, centrado en 3%. El control de la inflación es la manera en que la política monetaria contribuye al bienestar de la población, ya que, ello promueve un mejor funcionamiento de la economía y un mayor crecimiento económico, al tiempo que evita la erosión de los ingresos de las personas, principalmente de los más pobres. Además, la orientación de la política monetaria hacia el logro de una meta de inflación situada en un nivel bajo y estable, ayuda a que se moderen las fluctuaciones del empleo y la producción nacional.

El Banco Central busca conseguir su objetivo inflacionario de la manera más eficiente posible, desde una perspectiva de crecimiento y empleo. En otras palabras, si para mantener la inflación en torno a la meta hay más de una trayectoria posible de las tasas de interés de política, escogeremos aquella que tenga el menor sacrificio potencial de crecimiento de la demanda interna y, por añadidura, de la actividad económica y el empleo. Esto se refleja, en parte, en la decisión de centrar el objetivo inflacionario a un plazo de 24 meses, de modo de tomar en cuenta que los efectos de la política monetaria sobre la inflación se sienten con más fuerza en un plazo mediano y que shocks transitorios sobre los precios no requieren necesariamente de cambios en

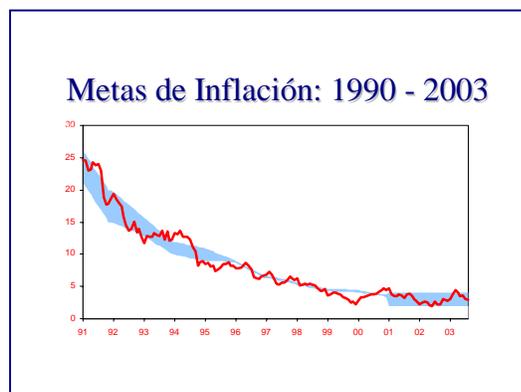
la política monetaria, como por ejemplo, los probables efectos sobre el IPC que tenga el incremento del IVA en octubre. En contraste, si tuviéramos una meta a conseguir en un plazo más corto, la política monetaria tendría que ser mucho más activa, con el riesgo de exacerbar el ciclo económico y eventualmente generar costos innecesarios para la economía.

En términos históricos, la obtención de tasas de inflación comparables al nivel de países industrializados se logró en Chile sobre la base de dos directrices de política: el uso de mecanismos *gradualistas*, pero persistentes de contención de la inflación, y la *consistencia* en el manejo de los distintos instrumentos de la política monetaria. La gradualidad y consistencia obedecen tanto al reconocimiento que el alto grado de indización de la economía nacional limitaba la velocidad, a la cual es posible disminuir la inflación, como a los costos de credibilidad en que se incurriría si los logros inflacionarios se revirtiesen.

La experiencia de los noventa, fue de un avance gradual y sostenido, en que el control de la inflación no motivó desequilibrios mayores y que, por su solidez, permitía augurar que sus resultados fueran duraderos. En este período, la reducción de la inflación en Chile se basó en:

- una gran disciplina y convicción para avanzar sostenidamente en la lucha anti-inflacionaria;
- el reconocimiento de las restricciones que impone la existencia de mecanismos de indización en la economía;
- la implementación de un ancla nominal bien definida y actualizable ante nuevos desarrollos del entorno macroeconómico;
- una política cambiaria basada en el objetivo de mantener un déficit de cuenta corriente acotado y evitar el uso del tipo de cambio nominal como herramienta anti-inflacionaria; y
- un esquema de política macroeconómica flexible y capaz de reaccionar oportunamente ante cambios de las condiciones macroeconómicas.

Lámina 1: Metas de Inflación 1990 – 2003



Al analizar la experiencia chilena con las metas de inflación se pueden distinguir claramente dos etapas. La primera y más extensa corresponde a la transición desde tasas de inflación altas hacia los niveles de largo plazo que son el objetivo del Banco Central, es decir, el período que va desde septiembre de 1990 a septiembre de 1999. En esta etapa, el Banco Central efectuó una política monetaria de corte duro, definiendo un horizonte de corto plazo para la meta de inflación (un año) y aplicó una meta punto desde 1994. Sin embargo, la reducción de la inflación se planificó

para ser materializada de manera muy gradual, reflejando preocupación por el crecimiento económico en el corto y mediano plazo. En este período, el Banco Central también persiguió un objetivo de carácter secundario, definido como un nivel de déficit de la cuenta corriente considerado sostenible en el tiempo, dentro de un contexto de tipo de cambio nominal flotando al interior de una banda indizada.

La segunda etapa de la implementación de metas de inflación comenzó en septiembre de 1999, cuando la banda cambiaria fue finalmente abandonada implantándose un régimen de libre flotación para nuestra moneda. Llegar a la flexibilidad en el mercado cambiario requirió de una cuidadosa preparación, la que se venía realizando desde 1997 y culminó con la flotación del peso en septiembre de 1999. Lo ocurrido en ese período demostró que pretender mantener un tipo de cambio dentro de una banda no ayuda a absorber impactos externos, como el de la crisis asiática, o internos como el exceso de gasto de la economía, dándole muy pocos grados de libertad a la política monetaria. En el comienzo de esta segunda etapa, se anunció, además, el paso de las metas punto anuales a una meta rango de carácter permanente: se había logrado llevar la inflación a niveles que no dañan la economía, después de 10 años de esfuerzo y por primera vez en setenta años.

La credibilidad en las políticas del BCCh y la madurez del sistema financiero chileno permitieron lograr, en los últimos años avances significativos con la eliminación de regulaciones que llevaron a la liberalización de la cuenta de capitales de la balanza de pagos. Ello es consistente con evitar movimientos del tipo de cambio real más allá de lo que se considera razonable para una economía pequeña y abierta al comercio internacional. Entre las desregulaciones más importantes se encuentra la eliminación del encaje no remunerado a las entradas de capital y los requerimientos de permanencia de al menos un año para algunos tipos de capital, los cuales estuvieron vigentes durante gran parte de la década pasada.

Por otro lado, para avanzar en la des-indización de la economía el BCCh dio otro paso muy importante en agosto de 2001, al abandonar el uso de tasas reales en UF como instrumento de política monetaria por tasas nominales en pesos. La nominalización, es consistente con la convergencia de la inflación local a niveles reducidos e internacionalmente comparables con el de las principales economías y, en particular, con el régimen de flotación cambiaria en operación desde 1999. Esta política permitió hacer directamente comparable la Tasa de Interés de Política Monetaria (TPM) con las tasas vigentes en el resto de los países del mundo y regular mejor los movimientos internacionales de capitales. A la vez, permite introducir en forma creciente la nominalización a las variables de corto plazo indizadas y evitar que impactos inflacionarios transitorios perduren en el tiempo a través de su traspaso al resto de la economía mediante éstas.

En síntesis, el esquema actual de políticas implementadas por el Banco Central tiene los siguientes componentes:

- Metas de inflación permanentes (meta rango)
- Libre flotación del tipo de cambio
- Movimientos cambiarios sin restricciones
- Movimientos de capital con regulaciones mínimas
- Nominalización de la tasa de política monetaria

Gracias a este esquema de políticas implementado en Chile en los últimos años, junto con una política fiscal basada en reglas, la economía chilena ha logrado tasas positivas de crecimiento en un entorno de inflación estable y controlada. Este marco de políticas ha demostrado ser robusto a una seguidilla de *shocks* y turbulencias que, en otros episodios de la historia, llevaron a nuestra economía a depresiones y crisis financieras, riesgos hoy disminuidos

en la economía de Chile. Además, nos permite mirar con más confianza nuestra relación con el mundo, y avanzar con seguridad en la negociación de esquemas de apertura e integración que contengan elementos de reciprocidad y beneficio mutuo. Ello no significa que seamos inmunes a los acontecimientos externos, sufriremos o nos beneficiaremos de sus consecuencias. Pero sí significa que podremos absorber con menores costos privados y sociales los eventuales efectos negativos de tales acontecimientos. Un informe reciente del Banco Mundial, destaca la capacidad de resistencia de la economía chilena y concluye que nuestro país, es uno de los que menos sufrieron las dificultades económicas de 2001 y 2002 en América Latina gracias a su integración efectiva en la economía mundial y a sus políticas macroeconómicas adecuadas.

II. Informe de Política Monetaria

Como señalé anteriormente, la segunda parte de mi exposición se referirá al Informe de Política Monetaria correspondiente al mes de septiembre de 2003.

Este Informe es el principal instrumento con que cuenta el BC para transmitir sus políticas y es un aporte en términos de la transparencia en la conducción de la política monetaria. Está comprobado que este tipo Informe usado por otros Bancos centrales de países desarrollados, aumenta la eficacia de dicha política y contribuye también a aumentar la credibilidad y responsabilidad del Banco, así como el apoyo del público a las decisiones de política monetaria elegidas. Nuestro Informe se publica cuatrimestralmente en los meses de enero, mayo y septiembre, y el primero de ellos fue publicado en mayo de 2000, con el objetivo de informar y explicar al público general cual es la visión del Consejo del BC sobre la evolución reciente y esperada de la inflación y sus consecuencias. Otro de los propósitos del informe, es exponer públicamente el marco de análisis de mediano plazo utilizado en la formulación de la política monetaria y proveer de información útil al mercado que contribuya a la formación de expectativas sobre la trayectoria futura de la inflación y del producto.

Cabe destacar que en cada uno de los Informes se incluyen recuadros que presentan estudios y consideraciones más detalladas sobre temas relevantes para la evaluación de la inflación y de la política monetaria. Como ejemplo, en este Informe se incluyen, entre otros, recuadros sobre “Decisiones de Política Monetaria en los últimos 3 meses”; “TLC entre Chile y Estados Unidos”; “Impuestos indirectos e inflación”; “La importancia del Balance de riesgos”. Me gustaría mencionar especialmente el recuadro “Evaluación del Informe de Política Monetaria”, el cual basa en un estudio realizado por economistas del CEPR (Centre for Economic Policy Research)¹, ICMB (International Center for Monetary and Banking Studies) y el Norges Bank (2003), en el que el informe elaborado por el Banco Central de Chile obtuvo el 5° lugar a escala mundial dentro de 20 países, superando a naciones con larga tradición y alta reputación en la conducción monetaria con metas de inflación, tales como Australia y Canadá. No obstante este satisfactorio resultado hay aspectos del informe que pueden ser susceptibles de mejoras, algunas de las cuales ya se abordan a contar de esta edición: entregar mayor detalle del proceso

1. Es un centro de investigación formado hace 19 años, que promueve la investigación económica en temas de relevancia de política, con un énfasis en Europa. Fomenta la realización directa de investigación en áreas seleccionadas, de conferencias especializadas y de publicaciones. El CEPR es la institución europea análoga al National Bureau of Economic Research (NBER) de Estados Unidos.

de toma de decisiones entre los Informes, mayor información sobre la trayectoria de algunos precios y darle mayor importancia al balance de riesgos.

Para analizar el Informe de Política Monetaria, voy a seguir el mismo orden de los capítulos contenidos en éste. Hablaremos primero del escenario internacional, luego tocaremos algunos aspectos relevantes de los mercados financieros domésticos, veremos las tendencias del PIB y la demanda y luego nos centraremos en los precios y costos. Finalmente, les entregaré las proyecciones de inflación , PIB y Cuenta Corriente, y el escenario de riesgos que visualizamos. Para terminar la exposición, destacaré las principales conclusiones del Informe.

- **Escenario Internacional**

Lámina 2: Crecimiento Mundial

	2003		2004		2005
	may.	sep.	may.	sep.	
EE.UU.	2,3	2,4	3,2	3,5	3,4
Europa	1,3	0,9	2,5	2,3	2,5
Japón	1,0	2,0	0,9	1,7	1,5
Resto Asia	6,0	6,1	6,6	6,6	6,4
A. Latina	1,2	1,1	3,4	3,8	3,7
S. Comerc.	2,3	2,3	3,4	3,6	3,5
Mundial	2,9	3,0	3,8	3,9	3,9

Fuente: Consensus Forecast y Bancos de Inversión.

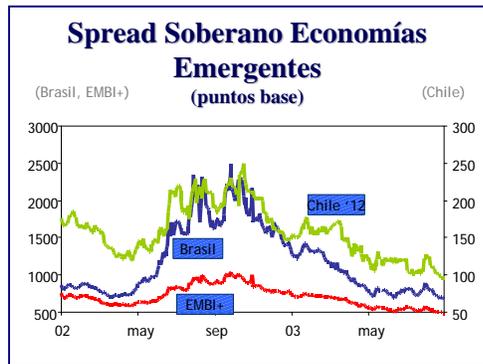
Las perspectivas de crecimiento mundial se mantienen en torno a las cifras previstas en el Informe de mayo; no obstante, los términos de intercambio se presentan hoy más deteriorados, principalmente por la trayectoria del precio del petróleo. Así, para 2003, se espera un crecimiento mundial de 2.3% ponderado por los principales socios comerciales de Chile, cifra levemente inferior a la estimada en el Ipom de mayo, y para los próximos 2 años esta cifra se situaría en torno a 3,5% en promedio. Como se observa, estas proyecciones se han mantenido relativamente estables, con ajustes a la baja en la zona euro y Asia emergente.

Si bien la mayor parte de los países industrializados tuvo un segundo trimestre débil, para la segunda mitad del año se prevé que el mundo tomara un ritmo de crecimiento más dinámico, liderado por Estados Unidos y Asia. Contribuyen a este escenario las políticas monetarias expansivas aplicadas en la mayor parte del mundo a lo largo del año, el fuerte impulso fiscal en Estados Unidos, la desaparición de la incertidumbre que significó el conflicto bélico entre EE.UU. e Irak, el control del Síndrome Respiratorio Agudo Severo (SARS) y las mejores condiciones financieras en el entorno mundial.

En el Informe pasado, la situación económica de EEUU era uno de los elementos de riesgo que acompañaban el escenario base, junto con el impacto del SARS en las economías asiáticas y sus posibles efectos en el resto del mundo. Hoy, estos riesgos se han moderado. Algunos indicadores de la economía estadounidense han comenzado a entregar señales positivas de recuperación, lo que afianza el crecimiento considerado en el escenario central para el presente año. No obstante, aún se está a la espera de indicadores más sólidos, en particular de aquéllos relacionados con la inversión no residencial y el mercado laboral de EE.UU., que permitan sustentar la recuperación durante los próximos años. Asimismo, la depreciación que ha registrado el dólar en promedio durante el 2003, permitirá ir ajustando el alto déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos de esa economía en forma menos traumática. En las economías emergentes, por su parte, el impacto del SARS sobre la actividad en Asia fue bastante acotado y en la actualidad todo parece indicar que ha desaparecido como elemento de riesgo.

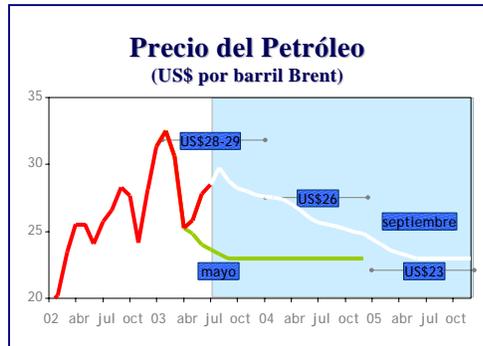
Sin embargo la persistencia del precio del petróleo en niveles superiores a lo previsto en mayo por un tiempo prolongado, junto con ciertos temores respecto de un crecimiento más lento de la economía estadounidense hacia el próximo año y la sostenibilidad de sus déficit fiscales y de la cuenta corriente en el largo plazo, constituyen en la actualidad elementos que contribuyen a mantener el balance de riesgos para la actividad mundial a la baja, principalmente para los próximos años. Además, si bien la actual situación de América Latina aparece relativamente estable, mientras no se solucionen los problemas estructurales de algunas de sus principales economías, los riesgos en la región no pueden descartarse en su totalidad.

Lámina 3: Spreads Emergentes



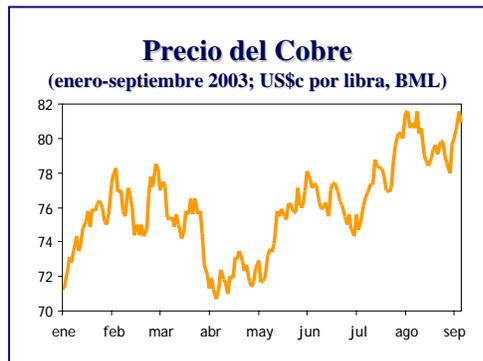
Los mercados financieros emergentes han mostrado una evolución positiva desde mayo pasado, lo que se ha reflejado en caídas en los spreads, alzas en las bolsas y apreciación de las monedas, evolución que ha sufrido en las últimas semanas mayor volatilidad, principalmente en América Latina. Por ejemplo, el spreads de la deuda chilena con vencimiento el 2012 a fines del año pasado era de casi 150 puntos base, hoy está bajo los 100 puntos base. Asimismo, en el caso de Brasil, el spread de deuda pasó de casi 1500 puntos base a poco menos de 700.

Lámina 4: Precio Petróleo



En el escenario base del Informe, se considera un deterioro de los TDI respecto de mayo-03, a causa de la evolución del precio internacional del petróleo, cuyo precio promedio estimado se sitúa en la actualidad entre US\$28 y US\$29 el barril para este año (mayo: US\$25 – US\$26). En adelante, se supone una normalización gradual del precio de este *commodity*, con promedios de US\$26 y 23 por barril para el 2004 y 2005, respectivamente.

Lámina 5: Precio del Cobre



Respecto del cobre, la evolución reciente de su precio así como las perspectivas de un mejor desempeño de la actividad mundial, permiten sostener un escenario actual bastante más optimista que el de hace unos meses atrás, con promedios previstos para este año de entre US\$0,77 y 0,78 por libra, valores que ascenderían a US\$0,83 y 0,86 los siguientes dos años. Ciertamente, esta es una muy buena noticia para esta región en particular y para el país en general.

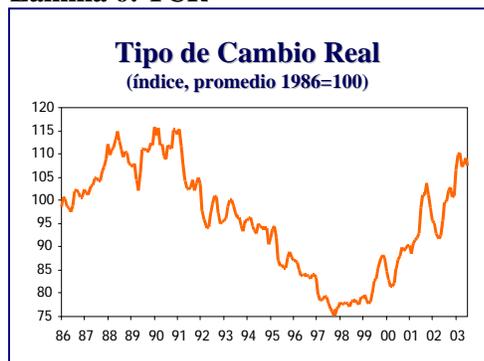
- **Mercados Financieros**

En cuanto a la evolución de los mercados financieros locales, durante los últimos cuatro meses han reflejado la mayor estabilidad de los mercados externos, especialmente de las economías emergentes. Asimismo, las condiciones monetarias en Chile siguen siendo claramente expansivas, a pesar del marginalmente menor crecimiento del crédito y las alzas de algunas tasas de interés de colocación. En efecto, a partir de junio las tasas de interés de las operaciones nominales del sistema financiero se han incrementado, hecho que podría relacionarse con el menor dinamismo, por factores de demanda, de las colocaciones de consumo.

El tipo de cambio nominal, por su parte, ha presentado vaivenes durante los últimos meses, aunque con menor volatilidad que a comienzos de este año, manteniéndose en promedio en torno a \$700 por dólar, mientras el tipo de cambio real (TCR) ha continuado con los altos niveles prevalecientes desde comienzos de año. No obstante, en los días recientes hemos sido testigos de una importante apreciación del peso, principalmente en los valores nominales. Paralelamente, durante los últimos meses ha continuado la menor expansión del crecimiento anual del dinero más líquido, fenómeno que también ha abarcado los agregados monetarios más amplios en particular el M2A, que presenta las menores variaciones anuales desde mediados de los años ochenta.

Respecto de los movimientos futuros del tipo de cambio en el corto plazo, es indudable la dificultad que ello involucra en un esquema de flotación como el que rige en Chile desde septiembre de 1999. En este Informe, como supuesto de trabajo, se postula una trayectoria que es coherente con los diferenciales interno y externo entre tasas de interés de mediano y largo plazo que se observan en la actualidad, y con el escenario de mejores condiciones externas con un mayor crecimiento de la actividad y el gasto. Ello implica una leve apreciación real del peso en el horizonte de proyección, respecto de los niveles alcanzados durante las últimas cuatro semanas. Como se observa en el gráfico, hasta unos días atrás, el peso se mantenía en términos reales en niveles más depreciados que los implícitos en los ejercicios de proyección contenidos en los *Informes* previos. Ello, en parte, reflejó la debilidad de los términos de intercambio, pero además pareciera ser una de las formas como la economía se ajustó a la desaceleración de la actividad a lo largo del primer semestre y se relaciona a la mayor competencia que han enfrentado algunos sectores particulares desde países que han tenido fuertes ganancias de competitividad.

Lámina 6: TCR



El peso ha sufrido algunos vaivenes en las últimas semanas, reflejando los movimientos de los diferenciales de tasas externas e internas, de los términos de intercambio y las noticias de la reactivación mundial. En términos globales, el sistema financiero mantuvo durante los últimos meses sus características de estabilidad y solvencia, con elevados índices de fortaleza patrimonial y rentabilidad y con riesgos, en general, estables y acotados.

- **Demanda, Cuenta Corriente y Mercado Laboral**

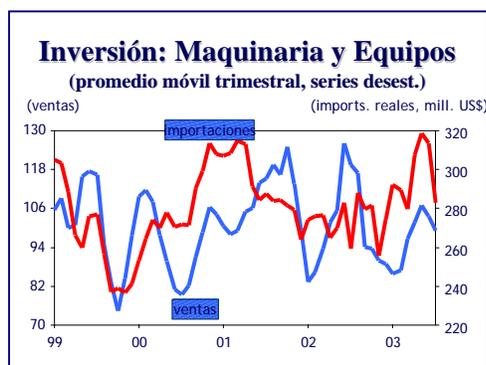
Lámina 7: Actividad

Actividad (% variación real anual)								
	Part% 2002	2002				Año	2003	
		I	II	III	IV		I	II
PIB Total		1,3	1,7	2,4	3,2	2,1	3,6	2,7
Dda. Interna	98,0	-1,9	1,3	4,2	4,1	1,9	3,4	3,4
FBCF	22,7	-0,8	3,7	0,3	2,5	1,4	1,4	4,3
XBS	32,4	2,5	4,7	-3,3	0,9	1,3	6,1	2,0
MBS	30,4	-7,0	3,6	2,3	3,7	0,5	5,9	4,2
Minería	8,2	-2,0	-2,2	-2,8	5,4	-0,3	5,6	5,9
Industria	16,0	-0,2	1,9	5,9	3,6	2,8	6,0	0,8

Durante el segundo trimestre del año, la actividad estuvo por debajo del anticipado en el Informe de mayo, comportamiento explicado fundamentalmente por el bajo dinamismo del sector industrial. Los factores más relevantes detrás de este pobre desempeño industrial se refieren al aumento de la competencia que enfrentan ramas manufactureras relevantes que sustituyen importaciones; la desaceleración de los socios comerciales en el segundo trimestre coincide con la caída de las exportaciones industriales y los menores términos de intercambio. La incertidumbre sobre el inicio de la recuperación de la economía mundial también jugó un rol. Pese a ello, persiste la evaluación de que en el segundo semestre de este año y en el curso del próximo se apreciará un crecimiento similar al previsto algunos meses atrás.

La demanda interna también siguió una tendencia menos dinámica, probablemente asociada con los términos de intercambio, aunque con menor protagonismo del componente resto y mayor protagonismo de la inversión, la cual tuvo un desempeño por encima del crecimiento del PIB en el segundo trimestre de este año, confirmando las señales incipientes que se verificaron en el Informe de mayo-03. En particular, como se observa en el gráfico, el componente de maquinaria y equipos —que representa alrededor de 40% del total de la formación bruta de capital fijo— adquirió mayor dinamismo en el segundo trimestre

Lámina 8: Inversión



Parte de este resultado se explica por inversiones específicas en sectores relacionados con recursos naturales, por lo que no constituye aún un patrón generalizable al resto de los sectores ni fácilmente extrapolable para el corto plazo. En el año móvil terminado en el segundo cuarto del 2003, la formación bruta de capital fijo totalizó 22,7% del PIB medido a precios constantes, recuperando el nivel de fines del 2002. En todo caso, la evolución de algunos componentes de la inversión, como el nivel de las ventas inmobiliarias, la recuperación que muestran los indicadores de

rentabilidad privada y las utilidades de las empresas, la trayectoria previsible de la inversión pública, y el probable impacto sobre la confianza que tendrá el escenario de mayor crecimiento, hacen posible esperar en el escenario más probable un moderado aumento de la tasa de inversión en el próximo par de años.

En cuanto a la política fiscal, tanto el ajuste a la baja del gasto público introducido para este año como el incremento del IVA en octubre, permitirán al Fisco mantener su compromiso

con la regla de superávit estructural de 1%, a pesar de una reducción de ingresos estructurales por diversos motivos. El mantenimiento de esta regla ha sido positivo para las condiciones macroeconómicas generales de Chile, apoyando el bajo nivel del *spread* soberano, y facilitando la implementación de políticas macroeconómicas contracíclicas.

Lámina 9 : Mercado Laboral



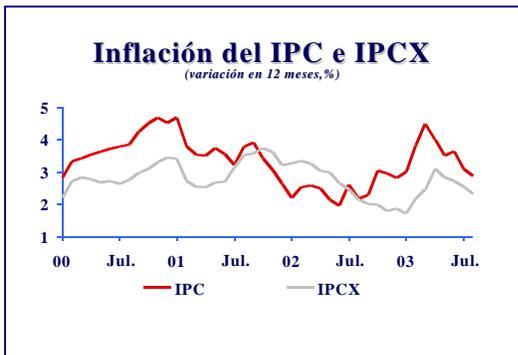
Respecto del mercado del trabajo, aunque su dinamismo sorprendió por varios meses, la información más reciente comienza a indicar un debilitamiento en el margen. Por ahora, el incremento del empleo se concentra en sectores secundarios, en el que en el primer semestre del año la ocupación creció 11% comparado con igual período del 2002, notablemente más que el 1% de aumento del agregado del resto de las categorías ocupacionales.

Aunque el crecimiento en Chile perdió fuerzas en los últimos meses, la mejora reciente en la economía mundial debería favorecer un repunte del crecimiento en los próximos trimestres. Las perspectivas de corto plazo para la actividad y el gasto están especialmente relacionadas a la persistencia de las noticias desde mayo con respecto al incremento del precio del petróleo, el vínculo entre la actividad de los socios comerciales y el ritmo de crecimiento del país, y la relación entre las expectativas de los hogares y el mercado laboral.

Dado estos antecedentes, para los próximos trimestres se espera que la mayor actividad esté basada en el mayor dinamismo relativo de los sectores asociados a los recursos naturales. Dentro de estos destaca en especial la minería, cuyo valor agregado aumentaría en cifras algo superiores a 6% en el 2003. Respecto de los restantes sectores incluidos en el PIB, se estima que tanto la industria, el comercio como la construcción, tendrían una actividad creciendo en tasas similares a las del PIB.

- **Costos y Precios**

Lámina 10: Inflación IPC e IPCX



Respecto a la inflación, el segundo cuatrimestre del año se caracterizó por un descenso del IPC asociado en parte a que no se repitieron los importantes aumentos que tuvo la inflación mensual en similares meses del 2002. Esto, pese a que el precio del petróleo mostró una trayectoria distinta de la esperada.

Las perspectivas de corto plazo para la inflación han tendido a aumentar, en parte por el escenario del precio del petróleo y en parte por el efecto sobre el nivel de precios que se espera del aumento del IVA a partir de octubre (0. 5% pp). Es conveniente aclarar que el impacto del incremento del IVA sobre la inflación sería transitorio, al involucrar solo un cambio por una vez en el nivel de precios. Una conducción adecuada de la política monetaria hace necesario continuar evaluando cuidadosamente el efecto sobre la inflación proyectada que tendrán finalmente los cambios en los impuestos indirectos, debido a que en una perspectiva de mediano plazo, los movimientos por una sola vez en el nivel de precios no deberían inducir acciones correctivas de política monetaria. Por otra parte, la política monetaria debe cautelar que este cambio por una vez en el nivel de precios no se propague hacia la dinámica inflacionaria a través de efectos indirectos o de segunda vuelta.

Las expectativas de inflación del sector privado se mantienen alineadas con el centro del rango meta. Aquéllas que se derivan del diferencial de operaciones nominales y reajustables, aunque con oscilaciones, se han ajustado a niveles más cercanos a 3%. A su vez, la información recogida de la encuesta de expectativas, aunque indica una inflación esperada para fines del 2003 mayor que hace unos meses, continúa señalando que a uno y dos años plazo se espera una inflación de 3%.

De esta forma, se anticipa que en un panorama de menor volatilidad del precio del petróleo y del tipo de cambio, pero afectado por el aumento del IVA, la inflación en el corto plazo se ubicará cercana a 3% para fines de 2003. Mientras las brechas de capacidad continúan en niveles similares a los previstos en mayo y el traspaso de depreciación a inflación es reducido, se observan algunas mayores presiones de costos debido a las trayectorias esperadas de la inflación externa y de los costos laborales unitarios, que no implican cambios sustanciales en la inflación de corto plazo.

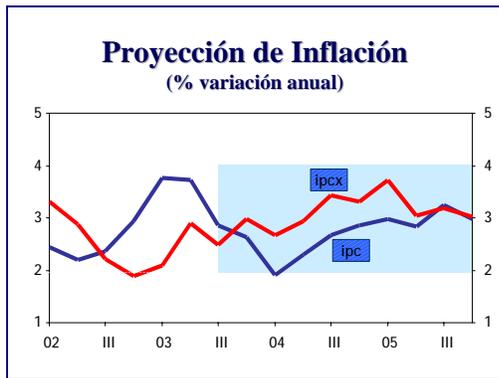
Proyecciones

Lámina 11: Proyecciones PIB y Demanda

Proyección de Actividad (% variación real anual)				
	2001	2002	2003	2004
PIB	3,1	2,1	3,0 - 3,5	4,0 - 5,0
Ing. Nacional	1,8	3,1	3,1	5,1
Dda. Interna	1,5	2,2	3,2	5,6
XBS	7,9	0,5	5,7	6,4
MBS	3,2	0,5	6,3	9,9

Más allá de este escenario de corto plazo, en el escenario base del Informe se proyecta que tanto el PIB como la demanda interna en el 2003 crecerían en un rango de 3,0 a 3,5%. Finalmente, el 2003 cerraría con un déficit de la cuenta corriente cercano a 0,5% del PIB, algo por debajo del estimado en mayo.

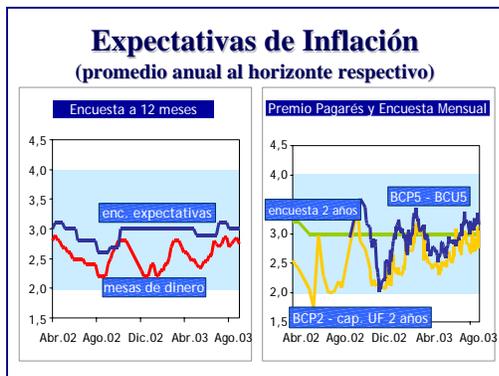
Lámina 12: Proyección Inflación



Las proyecciones para la inflación IPC indican que ésta finalizaría este año y el próximo en 3%, es decir, justo en el centro del rango meta. Para la inflación subyacente, IPCX, esto es excluidos los perecibles y combustibles, se espera que a diciembre de 2003 llegue a 3.1%, y a diciembre 2004 3.5%. Hacia fines del horizonte de proyección, esto es 24 meses (sept 2005) la inflación IPC tendería a asemejarse a la inflación subyacente y ambas se ubicarían algo por sobre 3%. No obstante las noticias recientes de precios, se sigue anticipando un incremento de la inflación anual IPCX

que la mantendrá por varios trimestres en la mitad superior del rango meta. Sin embargo, gracias a la descompresión de márgenes que ello inducirá, y a la combinación de menor inflación externa, leve apreciación real esperada para el TC, y persistencia de holguras, el IPCX retornará al centro del rango meta.

Lámina 13: Expectativas de Inflación



Estas proyecciones están en línea con la inflación esperada que arroja la última encuesta de expectativas del BC y también son coherentes con las informadas por *Consensus Forecast*, así como de las que se derivan de los diferenciales de tasas de instrumentos nominales e indexados emitidos por el BC (a 2 y 5 años).

Escenarios de Riesgo

Las proyecciones enunciadas anteriormente corresponden al escenario base del Informe. Sin embargo, existen una serie de riesgos relevantes que el BC considera en su análisis y que configuran escenarios alternativos tanto para la inflación como para el crecimiento, los que constituyen el balance de riesgos para ambas variables.

La importancia del análisis de riesgos radica en que, en la práctica, todo ejercicio de proyección está sujeto a importantes grados de incertidumbre. Existe poca certeza con respecto a la dirección que tomará, por ejemplo, la economía internacional en el futuro o el precio de los productos básicos (*commodities*). El uso de proyecciones basadas en opiniones expertas permite contar con la opinión más informada disponible, pero no elimina esta incertidumbre. El balance de riesgos es el instrumento que usa el Consejo para comunicar en los informes su percepción sobre las implicancias más relevantes de las distintas fuentes de incertidumbre.

Por ahora, 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. Sin embargo, persiste la posibilidad de que la esperada aceleración de la actividad siga un curso diferente al previsto y existe incertidumbre respecto de las consecuencias efectivas de los cambios que muestran las medidas de costos. La concreción de tasas de expansión de la actividad y el gasto crecientes en el tiempo, que permitan reducir las holguras existentes en la actualidad, depende, entre otros factores, de un afianzamiento del más promisorio escenario externo, que se ha afirmado en lo más reciente, y una recuperación sostenida de los términos de intercambio. Las noticias más recientes en estos ámbitos, junto con la entrada en vigencia de los diversos tratados de libre comercio y la mantención, pese a cambios en el margen, de condiciones financieras favorables para Chile, permiten esperar —con menor incertidumbre que en Informes pasados— un mejor panorama de mediano plazo, aunque persiste la preocupación sobre posibles escenarios alternativos. En particular, aún subsisten riesgos de desviaciones negativas en el escenario internacional.

En el ámbito interno, no se puede descartar un escenario de mayor crecimiento que el delineado en este Informe. En los últimos días han ocurrido cambios relevantes en el tipo de cambio, el riesgo país y otros precios de activos financieros que reflejan un mayor optimismo sobre el curso que tomará la economía nacional. De mantenerse sostenidamente estas condiciones se podría configurar un escenario de mayor crecimiento de la demanda interna, en particular de la inversión, acompañado de un déficit de la cuenta corriente algo mayor al previsto y más flujos de capitales.

Por otra parte, aunque se estima que el bajo ritmo de crecimiento de la productividad en trimestres recientes es de carácter coyuntural, no se descarta que persista en el tiempo e incida en el diagnóstico de crecimiento de mediano plazo y en la magnitud efectiva de las holguras de capacidad. Además, si un escenario de menor repunte de la productividad del trabajo no va acompañado de un ritmo reducido de expansión de los salarios nominales, ello podría redundar en presiones inflacionarias superiores a las previstas. Al respecto, cabe mencionar la dificultad histórica que han mostrado los salarios para ajustarse a los cambios en las condiciones del mercado laboral, especialmente en circunstancias como las actuales, cuando persisten altas tasas de desempleo.

Con relación a los componentes importados de la inflación, la experiencia de los años pasados muestra que la economía chilena ha podido acomodar cambios en precios relativos sin causar efectos persistentes en la inflación. Ello, en parte gracias a la credibilidad de la meta de inflación, pero también por una importante capacidad de sustituir proveedores externos y por una caída de precios de importación de diversos bienes que continúa, a pesar de la depreciación nominal del dólar respecto de otras monedas. Con todo, podrían darse escenarios considerablemente diferentes para la inflación externa, con efectos sobre la trayectoria de los precios internos. Finalmente, aunque escenarios para el precio del crudo distintos al considerado en el escenario central de este Informe parecen probables, su impacto en la trayectoria de mediano plazo de la inflación en Chile sería acotado.

En la ponderación de los antecedentes señalados, el Consejo del BC estima que los escenarios alternativos reflejan en su conjunto, un balance de riesgos para la actividad equilibrado, al igual que para la inflación.

III. Perspectivas y Conclusiones

- La recuperación de la actividad, tuvo una caída durante el 2° trimestre, afectada principalmente por la industria. Para los próximos trimestres, se espera una recuperación de la actividad, especialmente impulsada por el sector minería, con lo que, en el escenario más probable, el crecimiento económico este año se situará entre 3.0% y 3.5%. Para 2004, se espera un crecimiento de la actividad entre 4% - 5%
- Los principales preocupaciones provienen especialmente de la recuperación de EEUU a partir del 2004, la trayectoria del precio del petróleo y la productividad del trabajo.
- La inflación IPC, incluyendo el probable impacto del incremento del IVA, se mantendrá en el centro del rango meta, al igual que la inflación subyacente.
- Aunque se sigue anticipando un incremento de la inflación anual IPCX que la mantendrá por varios trimestres en la mitad superior del rango meta (3.5% a dic 2004), hacia fines del horizonte de proyección (sept 2005) ambas convergerán a valores algo por sobre 3%.
- De verificarse el escenario más probable, con una inflación promedio algo menor que 3% pero marginalmente por encima de 3% a fines del horizonte, y en ausencia de shocks, es previsible que en el futuro se reduzca parte del marcado impulso de la PM.
- Escenarios alternativos, como los mencionados tienen implicancias distintas sobre la trayectoria eventual de la política monetaria.
- El Banco Central continuará usando sus políticas con flexibilidad, de manera de confrontar movimientos persistentes en la inflación proyectada que la alejen de la meta de 3% en una u otra dirección.

Para finalizar, no puedo dejar de destacar que en los últimos años se ha construido paulatinamente una reserva de estabilidad macroeconómica y credibilidad, y gracias a ello hemos podido diferenciarnos de otras economías emergentes. La adopción de un esquema de políticas como el mencionado en esta presentación, constituye un verdadero pilar de la estabilidad económica y financiera de Chile. Somos hoy menos vulnerable que otros emergentes.

Nuestras fortalezas radican en una combinación apropiada de políticas monetaria y fiscal; una política de flexibilidad cambiaria; estabilidad macroeconómica; un déficit en cuenta corriente muy reducido; un sistema financiero sano y bien supervisado; una deuda externa razonable, privada y mayoritariamente de mediano y largo plazo; una deuda pública baja; y una economía sin grandes distorsiones, competitiva y de amplio predominio de libertad económica.

Lo anterior, ha sido reconocido recientemente, en el último informe realizado por el FMI sobre Chile. En éste se emiten elogiosos comentarios a la forma en que se ha estado conduciendo la política económica en nuestro país, especialmente se alabó el significativo fortalecimiento que ha experimentado el conjunto de políticas macroeconómicas , y en particular el espacio que éstas han generado para permitir un impulso considerable a la demanda interna. También se expresó una opinión favorable respecto del avance en términos de transparencia tanto de la política fiscal como monetaria, y creo que el informe recién presentado es parte importante de este avance.