



TABLA DE CONTENIDOS

- Política Monetaria, Efectividad y Transparencia.
- Deuda Externa e Integración Financiera.
- El IPOM de Septiembre del 2003.

Política Monetaria, Efectividad y Transparencia

Política Monetaria, Efectividad y Transparencia

- La macroeconomía moderna y la práctica de los últimos 20 años muestra que el principal papel de la política monetaria es la estabilidad de precios.
- Esto no significa que la misma no afecte el producto:
 - Corto plazo: curva de Phillips;
 - Largo plazo: sienta las bases para el crecimiento del producto potencial; *inestabilidad macro tiene efectos negativos sobre el crecimiento.*

Política Monetaria, Efectividad y Transparencia

- *La transparencia* de la política monetaria es un ingrediente central de su efectividad:
 - Le permite a los agentes económicos anticipar el curso futuro de precios claves (tasas de interés y precios de activos) a través de los cuáles la política monetaria afecta el curso del producto y la inflación.
 - Contribuye también a aumentar la credibilidad y responsabilidad (*accountability*) del Banco, así como el apoyo del público al curso de política monetaria elegido.

Política Monetaria, Efectividad y Transparencia

- La transparencia es especialmente importante para bancos centrales que emplean un esquema de metas de inflación.
- En el caso del Banco Central de Chile, un pionero entre los países emergentes en la introducción de un esquema de metas de inflación, este movimiento hacia una mayor transparencia ha sido una creciente preocupación.

Política Monetaria, Efectividad y Transparencia

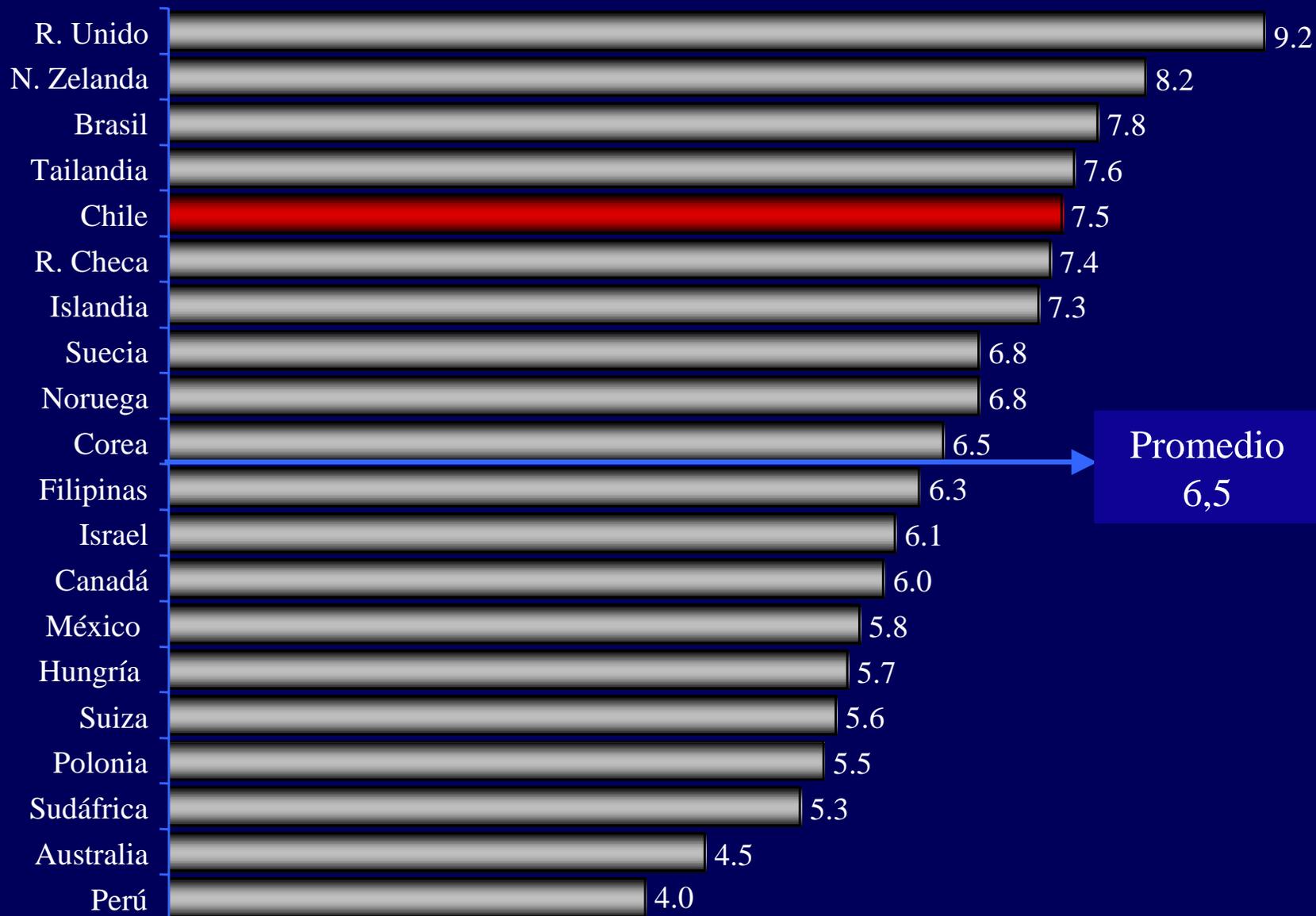
- Este esfuerzo por mayor transparencia se refleja en:
 - la preparación y publicación de un informe cuatrimestral de política monetaria (IPOM);
 - los comunicados de prensa que siguen a sus reuniones de política monetaria;
 - la publicación de las minutas de estas reuniones;
 - las intervenciones públicas de su Presidente y otros miembros del Consejo;
 - la información que entrega en su página WEB y en sus múltiples publicaciones de carácter técnico.

Política Monetaria, Efectividad y Transparencia

- El IPOM es uno de los principales vehículos que utiliza el Banco Central para comunicar su visión sobre el curso futuro de la economía y, en particular, de la inflación.
- El IPOM fue recientemente evaluado por un grupo de expertos que comparó los informes de 20 países.
- Esta evaluación fue muy favorable.

Ranking de Informes de Inflación

(Fracasso et al. 2003)



Política Monetaria, Efectividad y Transparencia

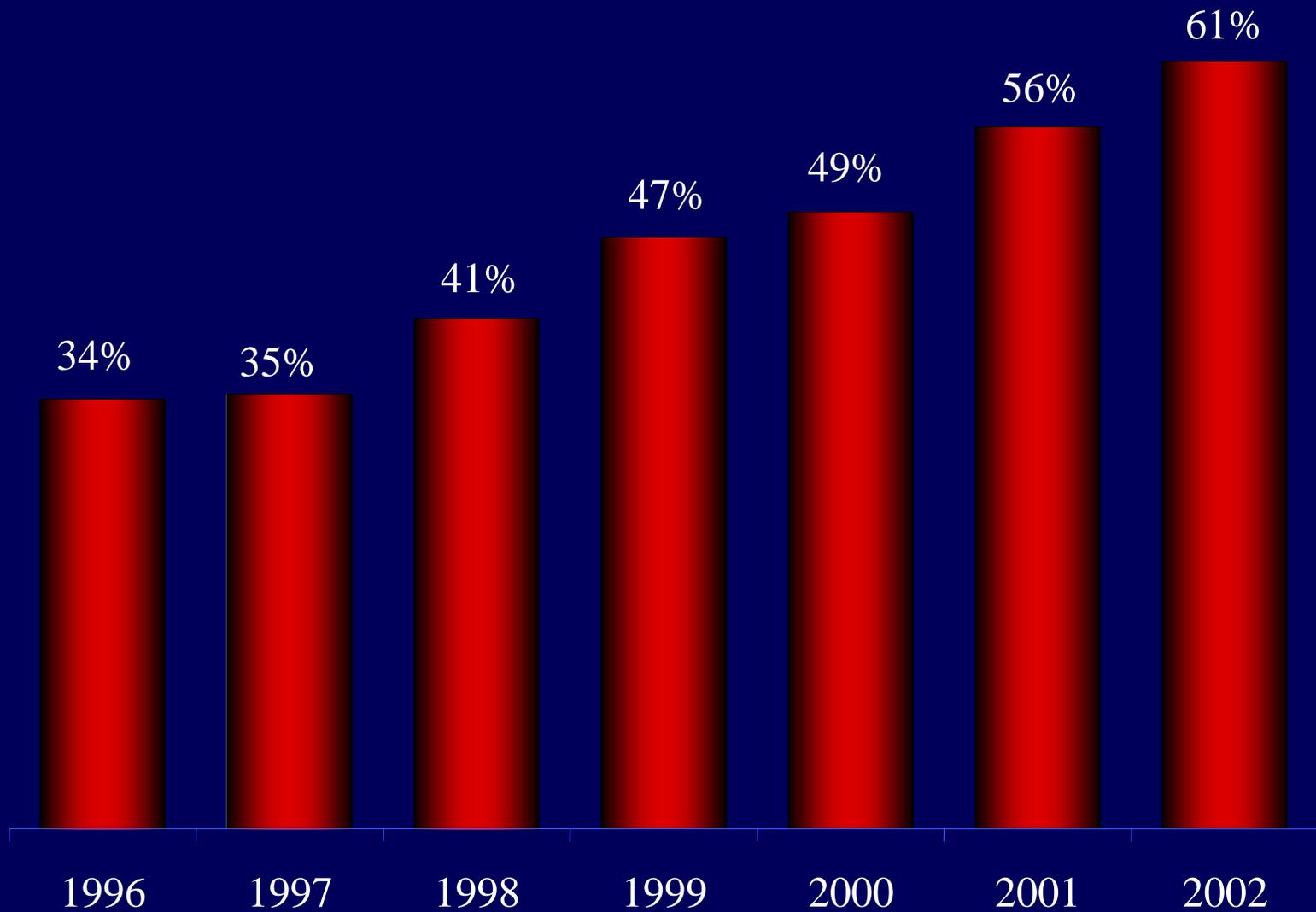
- Sin perjuicio de este buen resultado, éste y otros estudios advierten sobre algunos ámbitos donde el BCCh puede mejorar su transparencia.
- Tal es el caso de la entrega de información relativa al proceso de toma de decisiones.
- El *Consejo*, consciente de esta debilidad, ha incorporado nuevas secciones al *Informe* que intentan llenar este vacío y que se mantendrán en el futuro.

Deuda Externa e Integración Financiera

Deuda Externa e Integración Financiera

- Un hecho que se ha destacado recientemente es el incremento de la deuda externa desde 34% del PIB en 1996, hasta 61% del PIB en 2002.
- Esto es, en parte, resultado de la mayor integración financiera de Chile en los mercados financieros mundiales.
- Así, si bien la deuda externa de Chile medida sobre PIB es más alta que la de otras economías emergentes, también lo es el acervo de activos chilenos en el exterior.
 - Además, aproximadamente 57% de la deuda externa chilena es de empresas extranjeras acreditadas en Chile.

Deuda Externa a PIB (%)

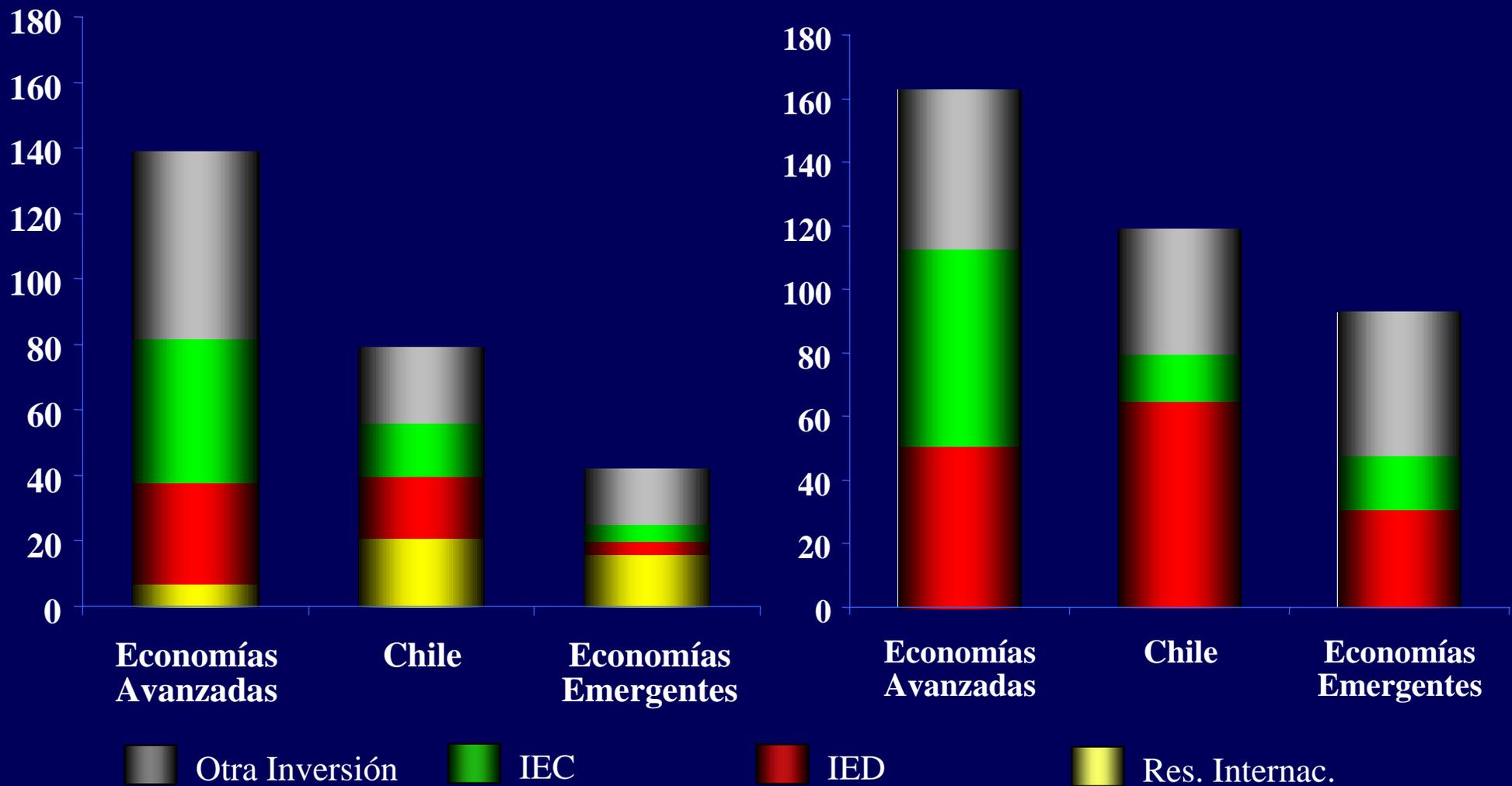


Comparación Internacional: 2001

% PIB

■ Activos Externos

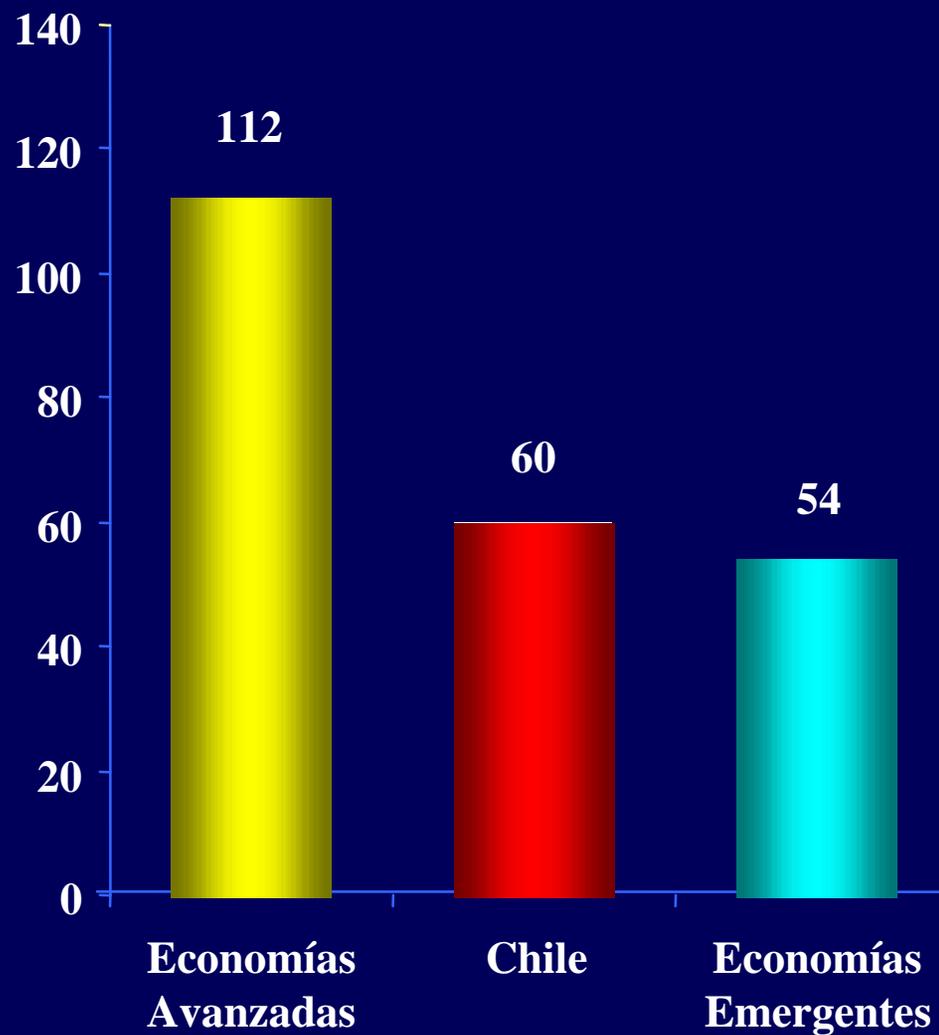
■ Pasivos Externos



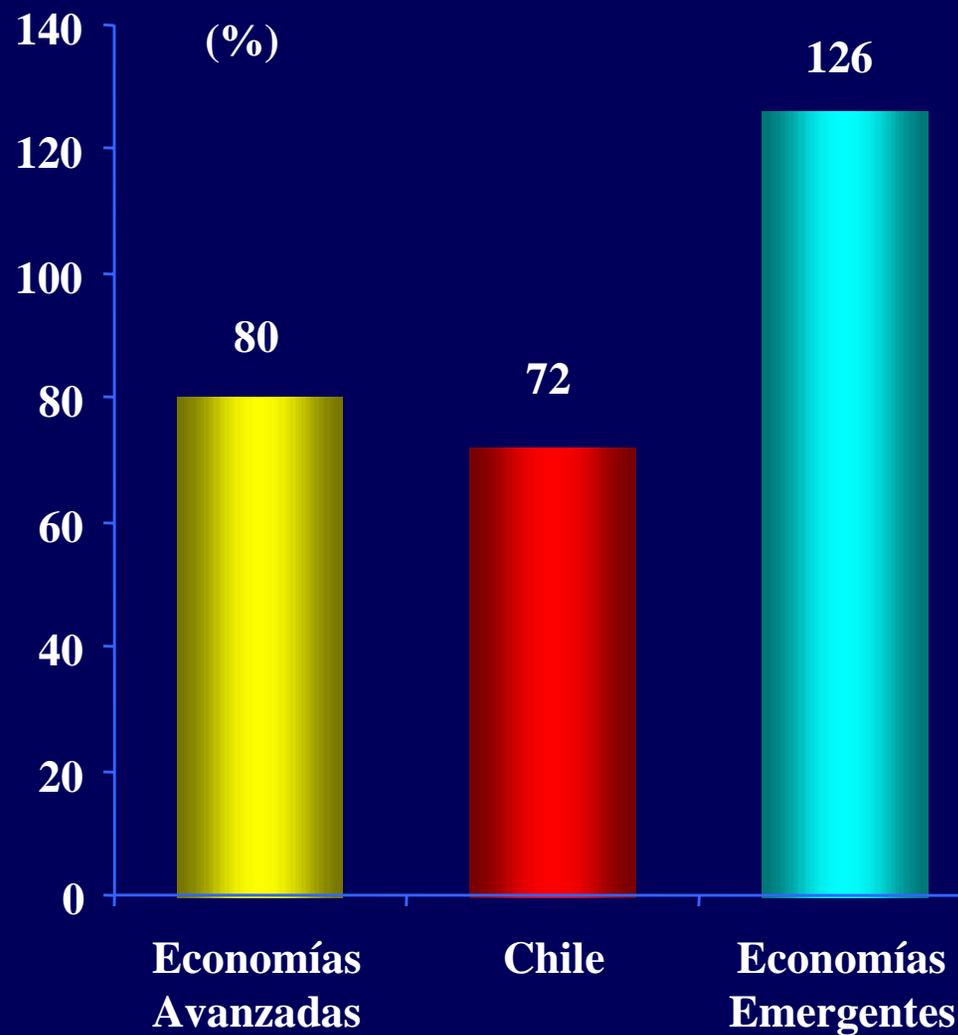
Deuda Externa: Comparación Internacional

%

■ Deuda Externa / PIB



■ Deuda Externa / Activos



Deuda Externa e Integración Financiera

- Como los activos y pasivos externos han aumentado a la par, la Posición de Inversión Internacional neta se ha mantenido estable.
- Este desarrollo se explica por el proceso de apertura de la cuenta de capitales, el creciente comercio exterior y los buenos fundamentos de la economía chilena.
- Con todo esto se facilita el financiamiento de nuevos proyectos en Chile y se abren nuevas oportunidades de inversión, con lo que se amplía el potencial de rentabilidad y se posibilita una mejor diversificación de los riesgos.

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

SEPTIEMBRE 2003



BANCO CENTRAL DE CHILE

TEMAS

- I. ESCENARIO INTERNACIONAL
- II. ESCENARIO INTERNO: HECHOS RECIENTES
- III. PERSPECTIVAS DE ACTIVIDAD E INFLACIÓN
- IV. ESCENARIOS DE RIESGO
- V. CONCLUSIONES

I. Escenario Internacional

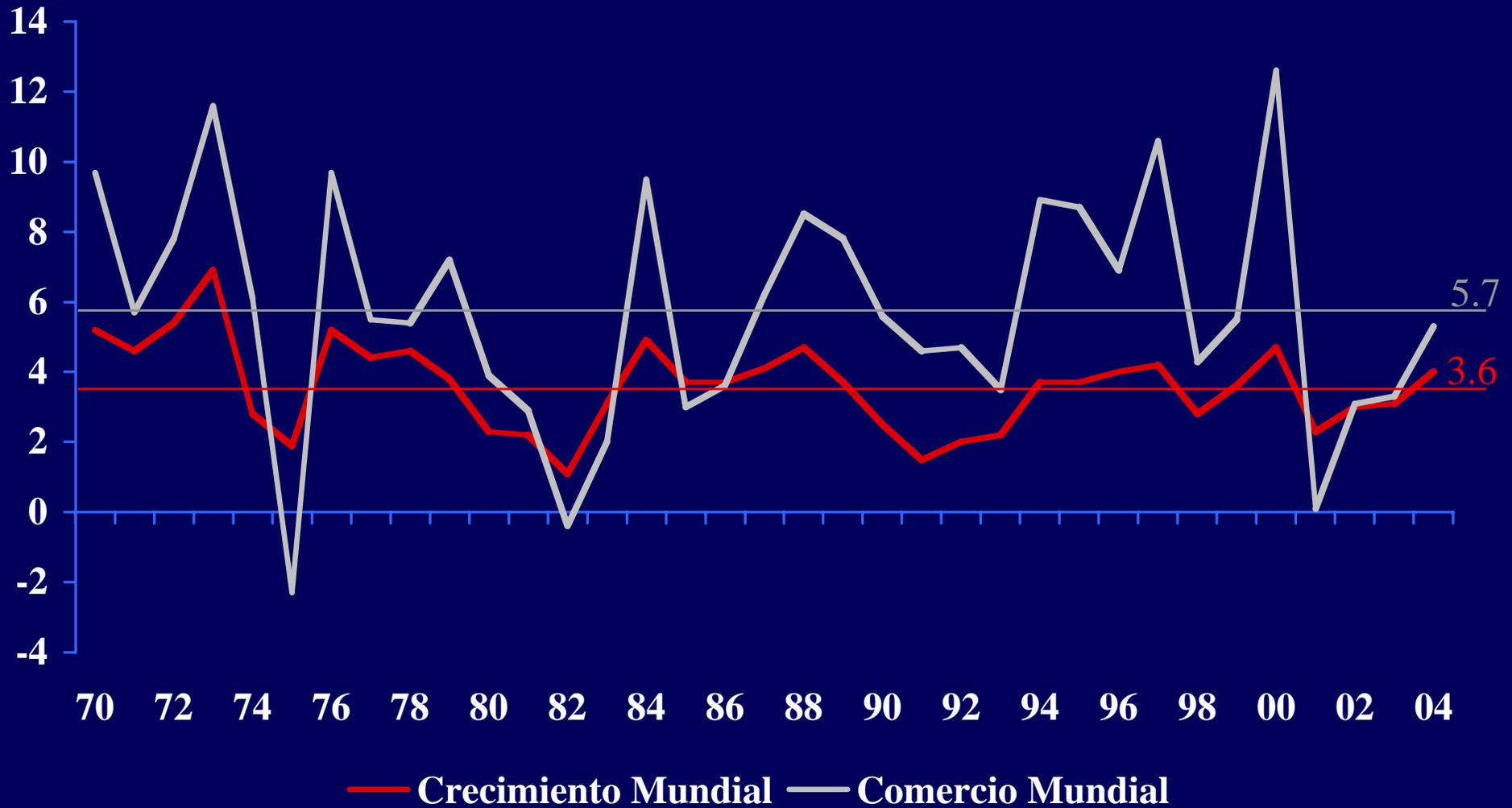
Escenario Internacional

- El escenario externo ha mejorado en forma importante en el último mes y medio:
 - En EE.UU. la evidencia reciente muestra señales claras de aumentos importantes en el nivel de actividad económica (la recuperación que se esperaba ahora está en las cifras);
 - Japón sorprende con su crecimiento del primer semestre;
 - China y ahora Japón mejoran expectativas de Asia emergente.

Escenario Internacional

- Estos cambios, permiten prever un año 2004 más normal para la economía mundial.
 - Además, comienzan las correcciones al alza de las proyecciones de crecimiento del 2003 para EE.UU. y Japón.
- Esta es una buena noticia dado que los tres últimos años han sido “pobres”.
 - La economía mundial va a completar el 2003 tres años consecutivos de crecimiento por debajo del promedio de los últimos 34 años.

Producto y Comercio Mundial 1970-2004



Fuente: FMI

Crecimiento Mundial

(%)

	90-99	2001	2002	2003			2004		
	Prom.			ene.	may.	sep.	ene.	may.	sep.
EE.UU.	3.0	0.3	2.4	2.6	2.3	2.4	3.5	3.2	3.6
Zona Euro	2.1	1.6	0.8	1.5	1.1	0.7	2.5	2.4	2.2
Europa	2.0	1.6	1.0	1.7	1.3	0.9	2.5	2.5	2.3
Japón	1.7	0.4	0.2	0.3	1.0	2.0	0.7	0.9	1.7
Resto de Asia	7.9	5.2	6.6	6.3	6.0	6.1	6.5	6.6	= 6.6
América Latina	2.8	0.3	-0.9	2.1	1.2	1.1	3.3	3.4	3.8
Mundial	3.3	2.1	2.7	3.1	2.9	3.0	3.8	3.8	3.9
Soc. Comerciales	3.0	1.4	2.1	2.7	2.3	= 2.3	3.4	3.4	3.6

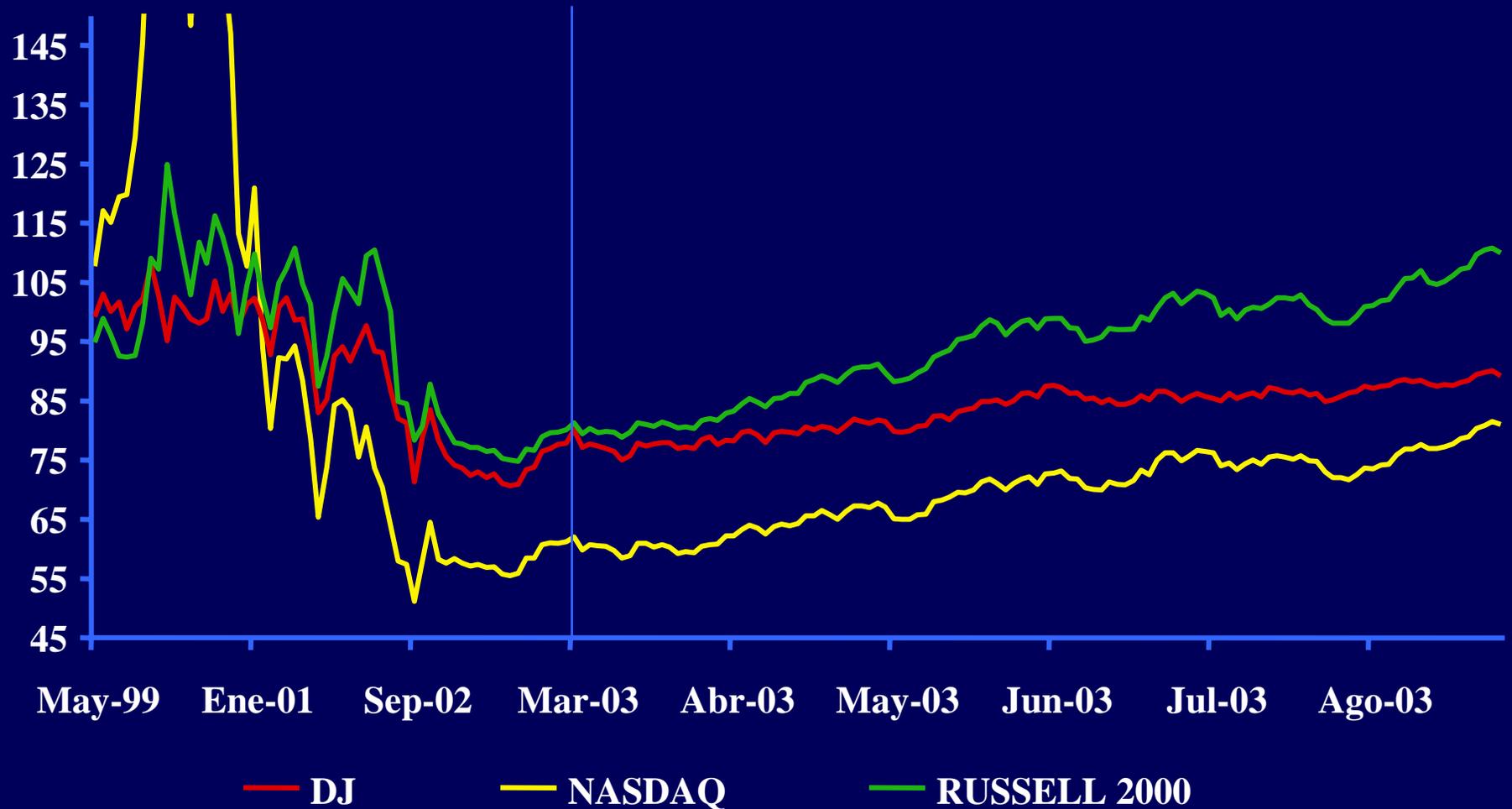
Fuente: Consensus Forecasts y Bancos de Inversión

Escenario Internacional

- Otros hechos importantes han sido la recuperación, desde comienzos de año, de las bolsas y el aumento del apetito por riesgo.
- Esto, en parte, porque en la primera mitad del año la Fed y el BCE bajaron tasas por riesgos de menor crecimiento y deflación.
- Mejores perspectivas de crecimiento han llevado a los mercados a descartar nuevas bajas de tasas (ahora se espera el inicio de un ciclo de alzas de tasas para la segunda mitad del próximo año).

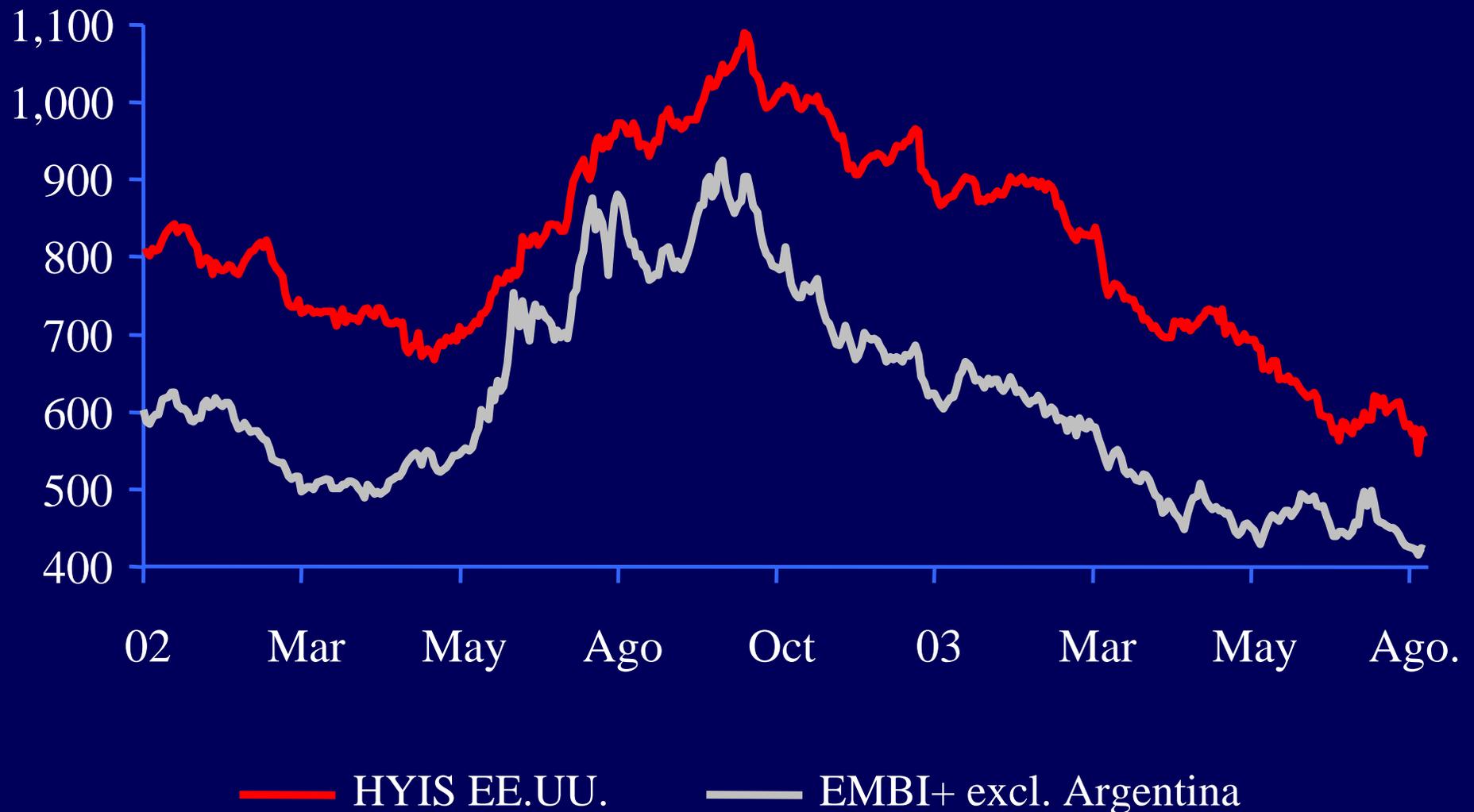
Precios de Acciones

(Enero 2, 2001=100)



Diferencial de Tasas de Bonos de Alto Rendimiento

(*EEUU-EMBI+, Puntos base*)



Fuentes: JP Morgan Chase, Goldman Sachs.

Diferencial de Tasas de Bonos Chilenos

(Puntos base)



Fuentes: JP Morgan Chase.

Escenario Internacional

- Se anticipa que el precio del cobre alcance promedios de US\$ 0,775 este año, US\$ 0,83 el próximo y US\$ 0,86 el 2005.
- En contraste, se espera que el precio del petróleo esté en torno a los US\$ 28 por barril este año y US\$ 26 el próximo, para descender a US\$ 23 recién el 2005.
- Así, se proyecta un repunte de los términos de intercambio cercano a 0,8% anual promedio en el 2003, 3,0% el 2004 y 1,7% el 2005.

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 <i>Brent</i> (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

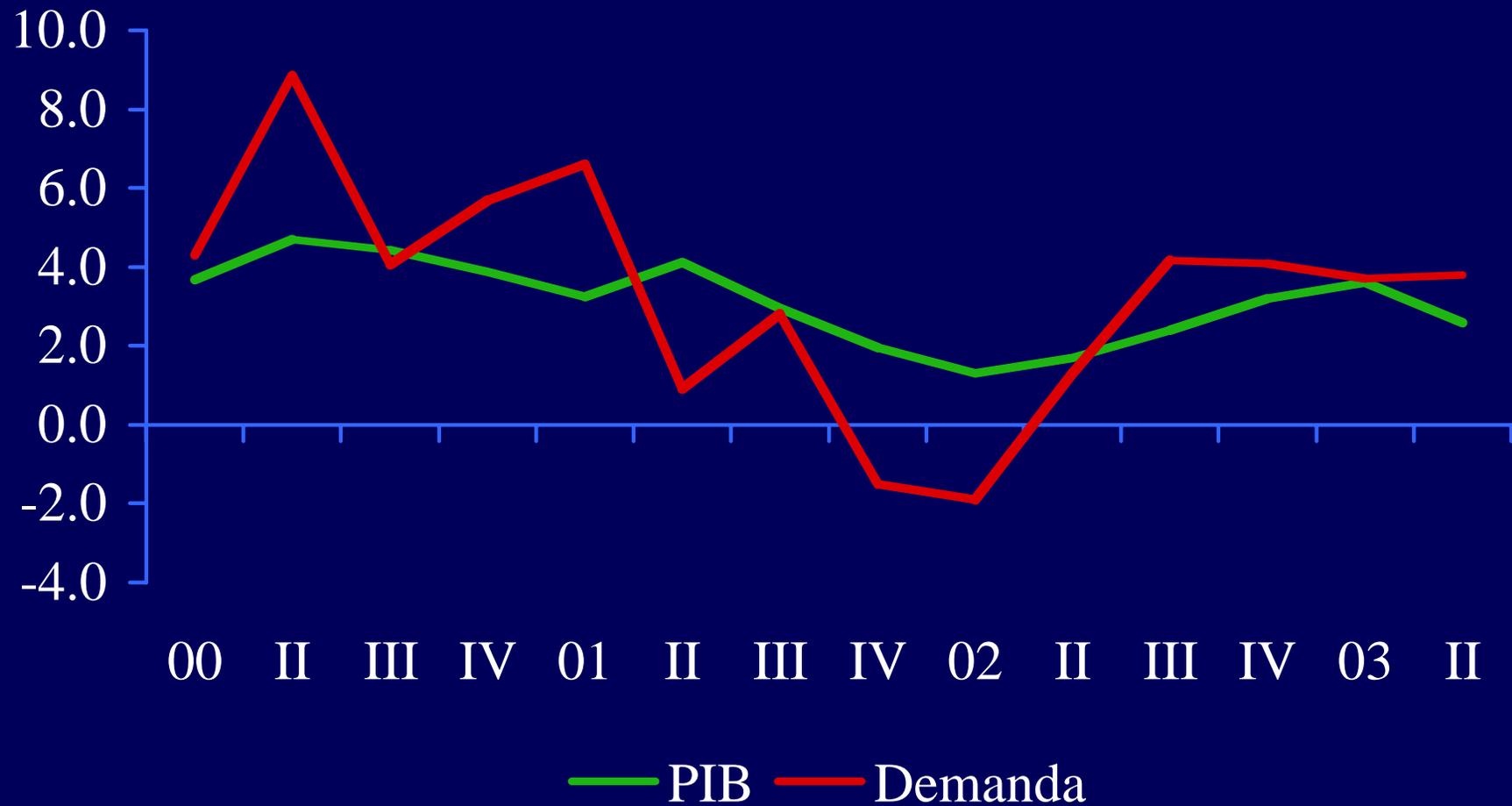
II. Escenario Interno: Hechos Recientes

Escenario Interno: Hechos Recientes

- El crecimiento del PIB perdió fuerza en el segundo trimestre y terminó creciendo menos de lo estimado en mayo.
- El gasto mantuvo en el segundo trimestre el dinamismo del trimestre anterior, aunque creció a tasas menores que en 2002-III y 2002-IV.

PIB y Demanda Interna

(Tasas de crecimiento en 4 trimestres)



Actividad

(% variación real anual)

	2002						2003	
	Part%	I	II	III	IV	A-o	I	II
PIB Trimestral	100	1.3	1.7	2.4	3.2	2.1	3.6	2.7
Gasto Interno	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
Exp. Bns. Ss.	32.4	2.5	4.7	-3.3	0.9	1.3	6.1	2.0
Imp. Bns. Ss.	30.4	-7.0	3.6	2.3	3.7	0.5	5.9	4.2
Miner'a	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

Escenario Interno: Hechos Recientes

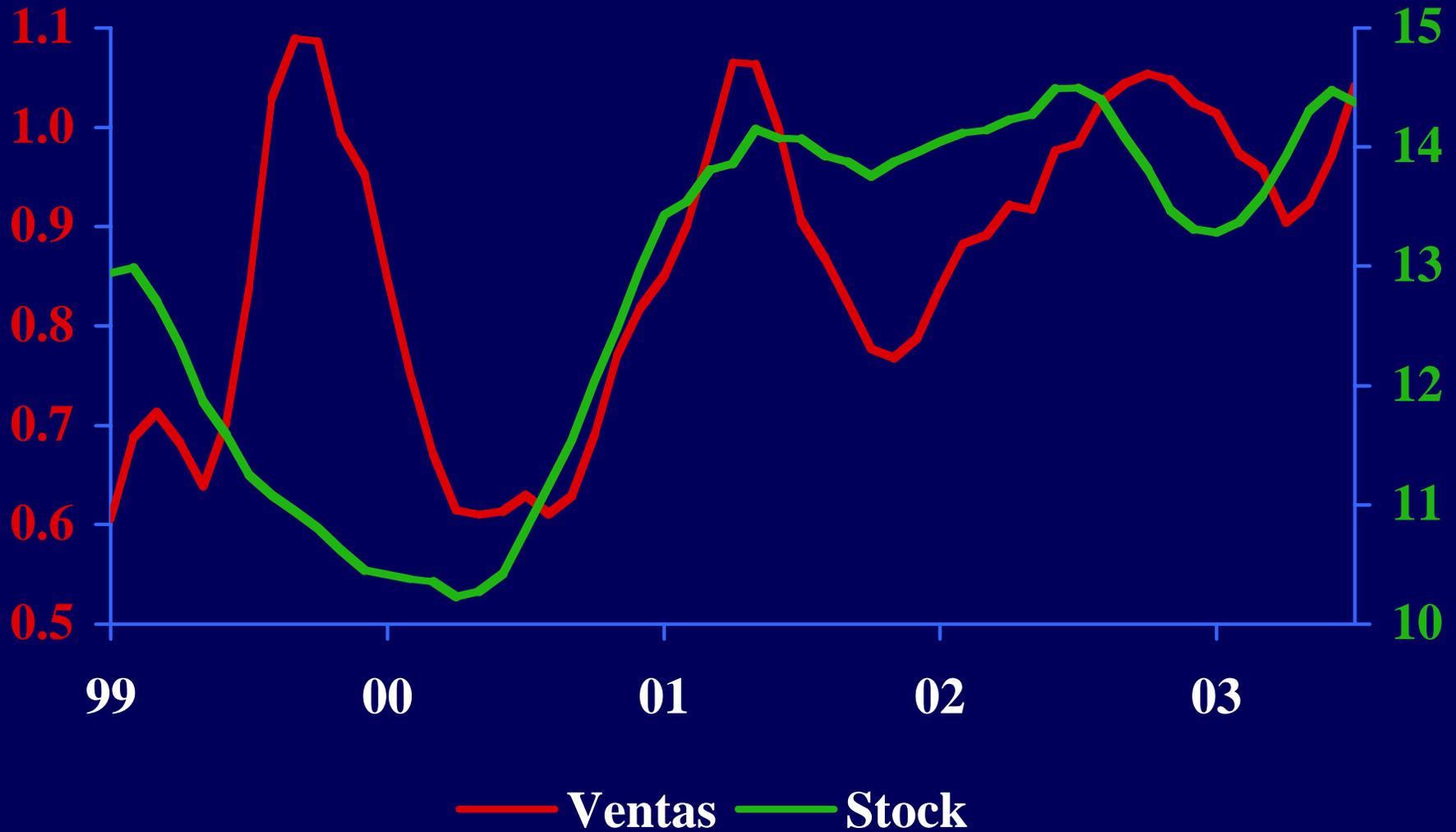
- Cuatro factores contribuyen a explicar la desaceleración del crecimiento del PIB:
 - Desaceleración en el crecimiento de los principales socios comerciales;
 - Menores términos de intercambio (que los estimados en mayo);
 - Aumento de la competencia en algunos sectores que sustituyen importaciones;
 - Menor acumulación de bienes durables.

Escenario Interno: Hechos Recientes

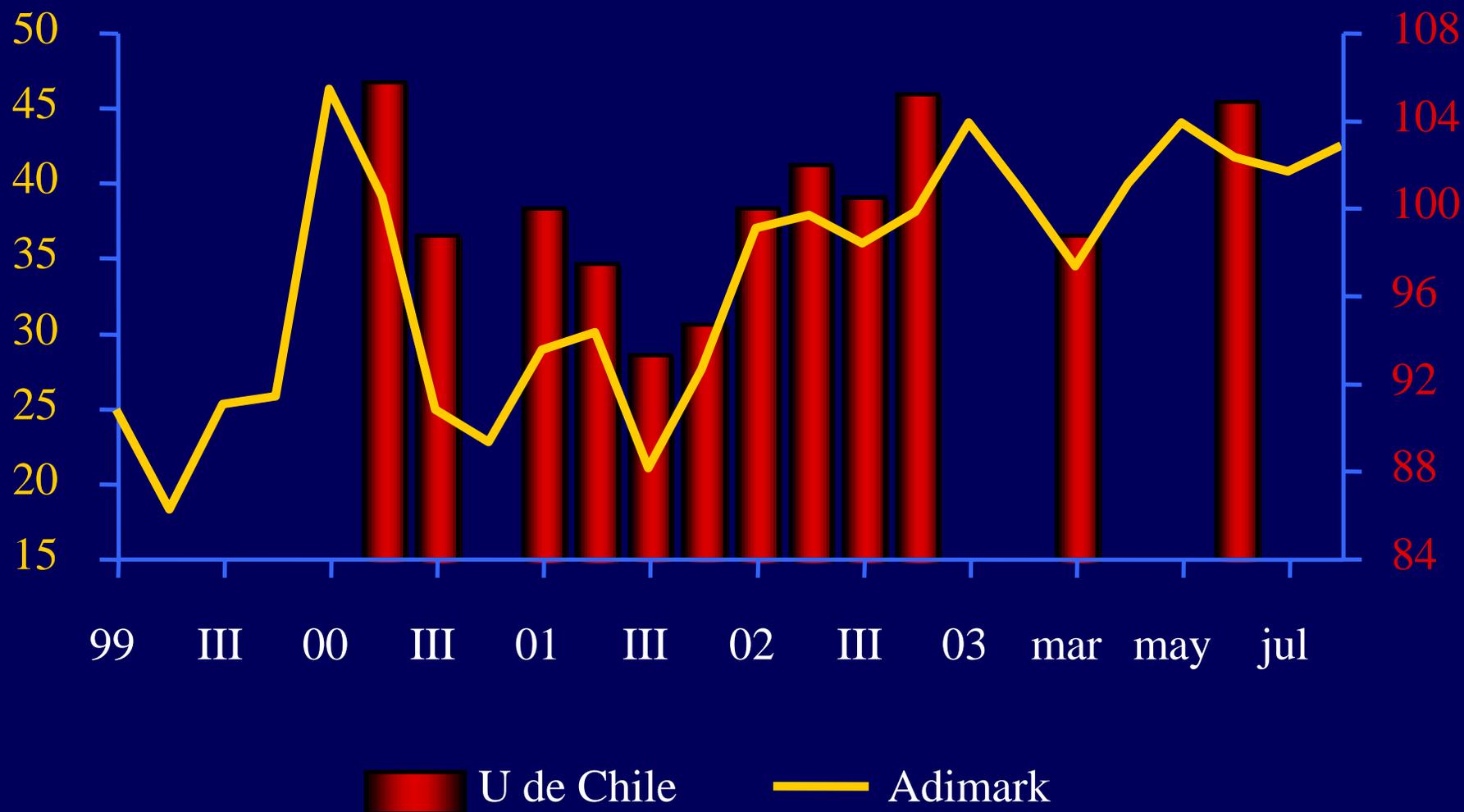
- El componente del gasto más dinámico del segundo trimestre fue la inversión.
 - Aquí destaca la inversión en maquinaria y equipos y en viviendas.
- En contraste, las ventas de bienes durables se han mantenido relativamente constantes desde el primer trimestre.
- Mientras los volúmenes exportados perdieron dinamismo en el segundo trimestre.
- Las expectativas de los hogares, luego de repuntar en mayo, cayeron para recuperarse recién en agosto.

Mercado Inmobiliario

(Promedio móvil trimestral, series desestacionalizadas)



Índices de Confianza del Consumidor



Fuentes: Adimark, U. de Chile.

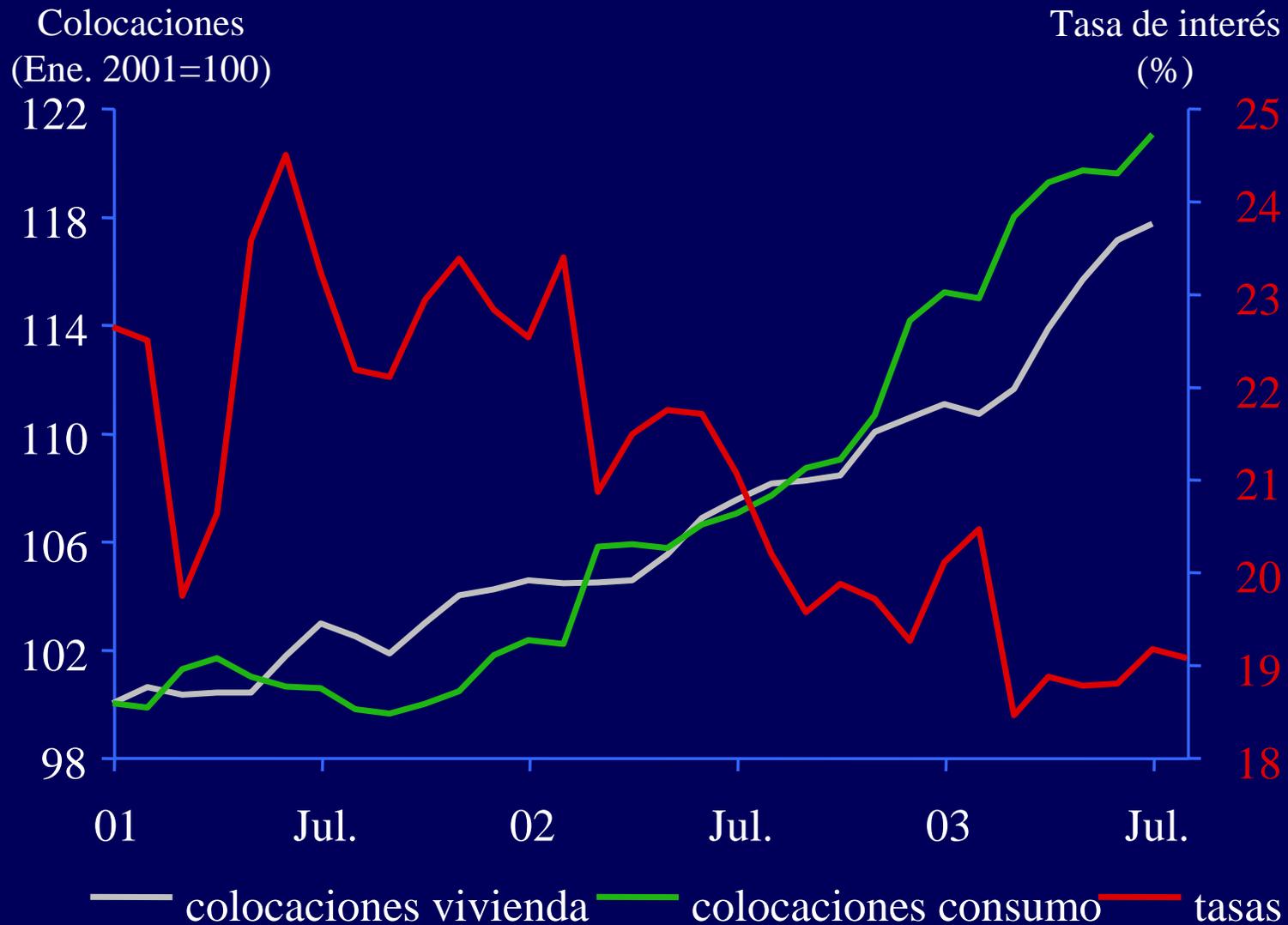
Escenario Interno: Hechos Recientes

- En el ámbito de las finanzas públicas, los ajustes de gasto e impuestos hacen posible al fisco mantener su regla fiscal.
- Consistentemente con esta regla, la deuda del gobierno central ha subido en estos años de bajo crecimiento, pero debiera caer en años buenos.
- El *Consejo* estima que el mantenimiento de esta regla ha sido positivo para las condiciones macroeconómicas del país.

Escenario Interno: Hechos Recientes

- Las condiciones monetarias siguen siendo expansivas, a pesar de una leve disminución en el crecimiento del crédito y una pequeña alza en algunas tasas de colocación.
 - El fuerte crecimiento de los créditos de consumo se ha reducido, mientras las tasas de colocación de estos créditos han aumentado;
 - Pero los créditos hipotecarios siguen creciendo.

Colocaciones de Consumo

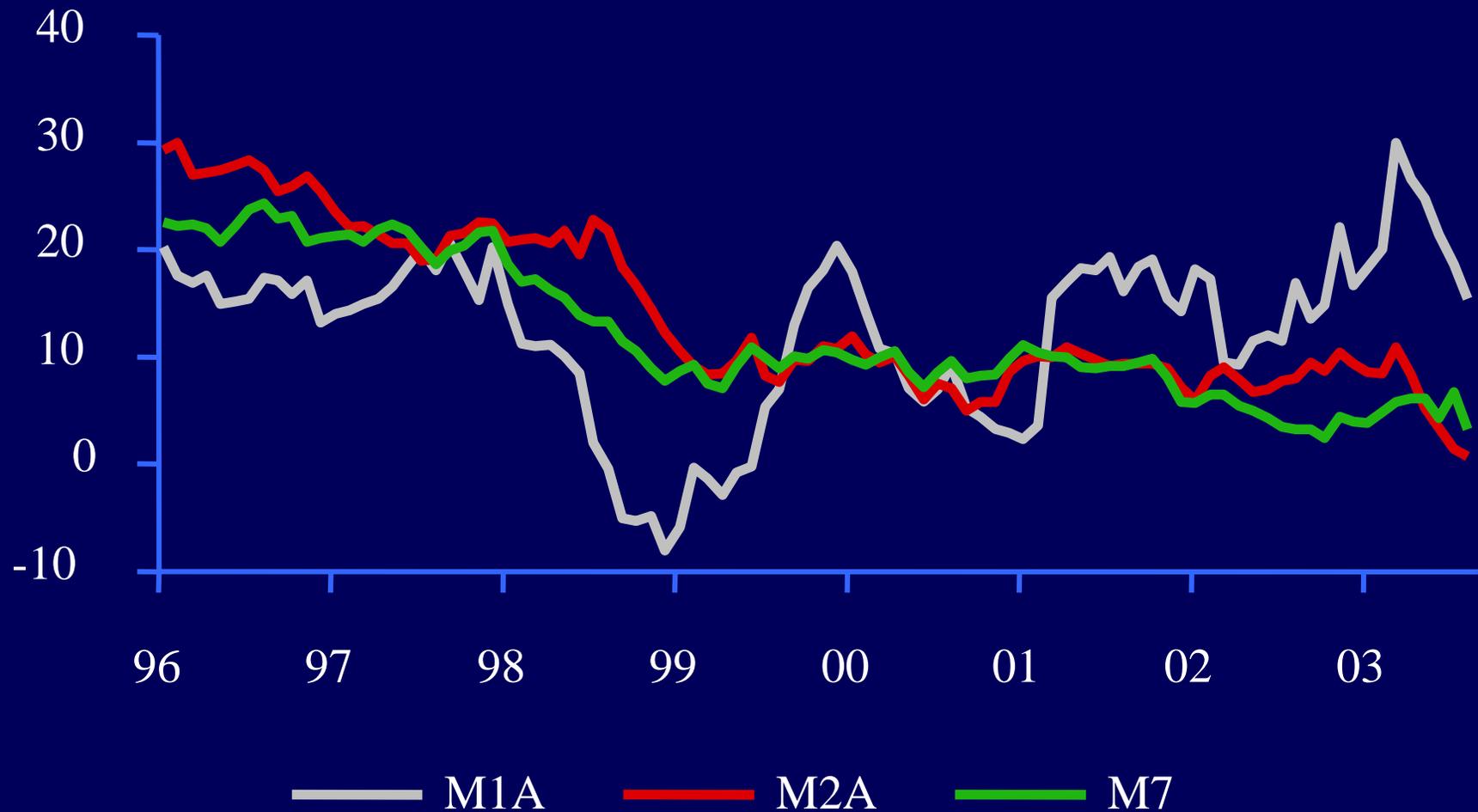


Escenario Interno: Hechos Recientes

- Además, el crecimiento de los agregados monetarios se ha desacelerado.
- El peso ha sufrido algunos vaivenes los últimos días, con una tendencia a la apreciación.
 - Esto es consistente con las mejores expectativas, el mayor apetito por riesgo y las mejores perspectivas para el precio del cobre.

Agregados Monetarios

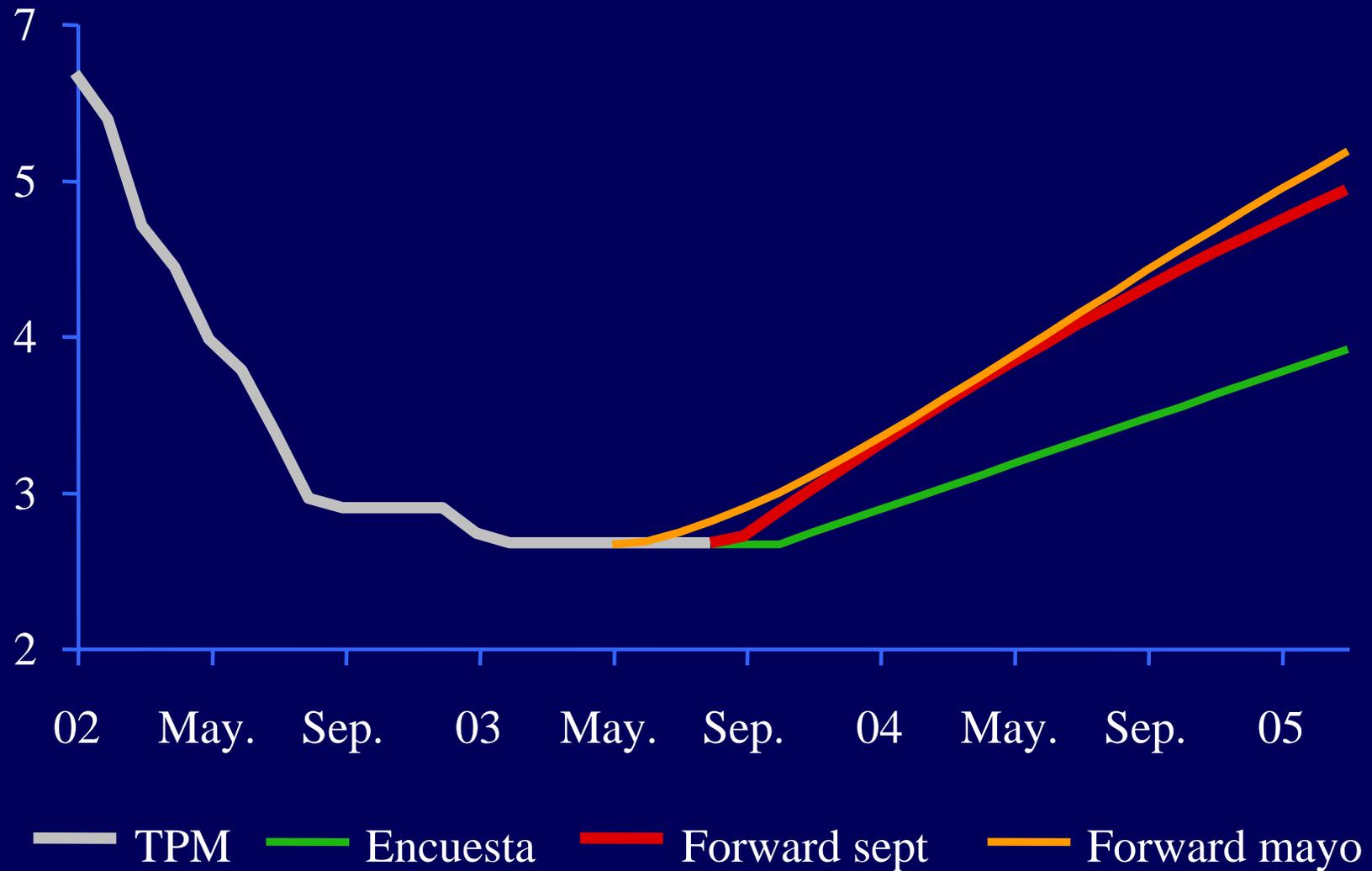
(variación nominal anual, %)



Escenario Interno: Hechos Recientes

- La tasa de interés implícita en operaciones de mercado predice un incremento de la tasa de política monetaria (TPM) de entre $1/4$ y $1/2$ punto durante el cuarto trimestre, para llegar a cerca del 5% a fines del 2004.
- Por otra parte, la encuesta de expectativas del BCCh indica que la TPM se ubicaría en 2,75% a fines de año y en 4% a fines del próximo.

Expectativas para la TPM (%)

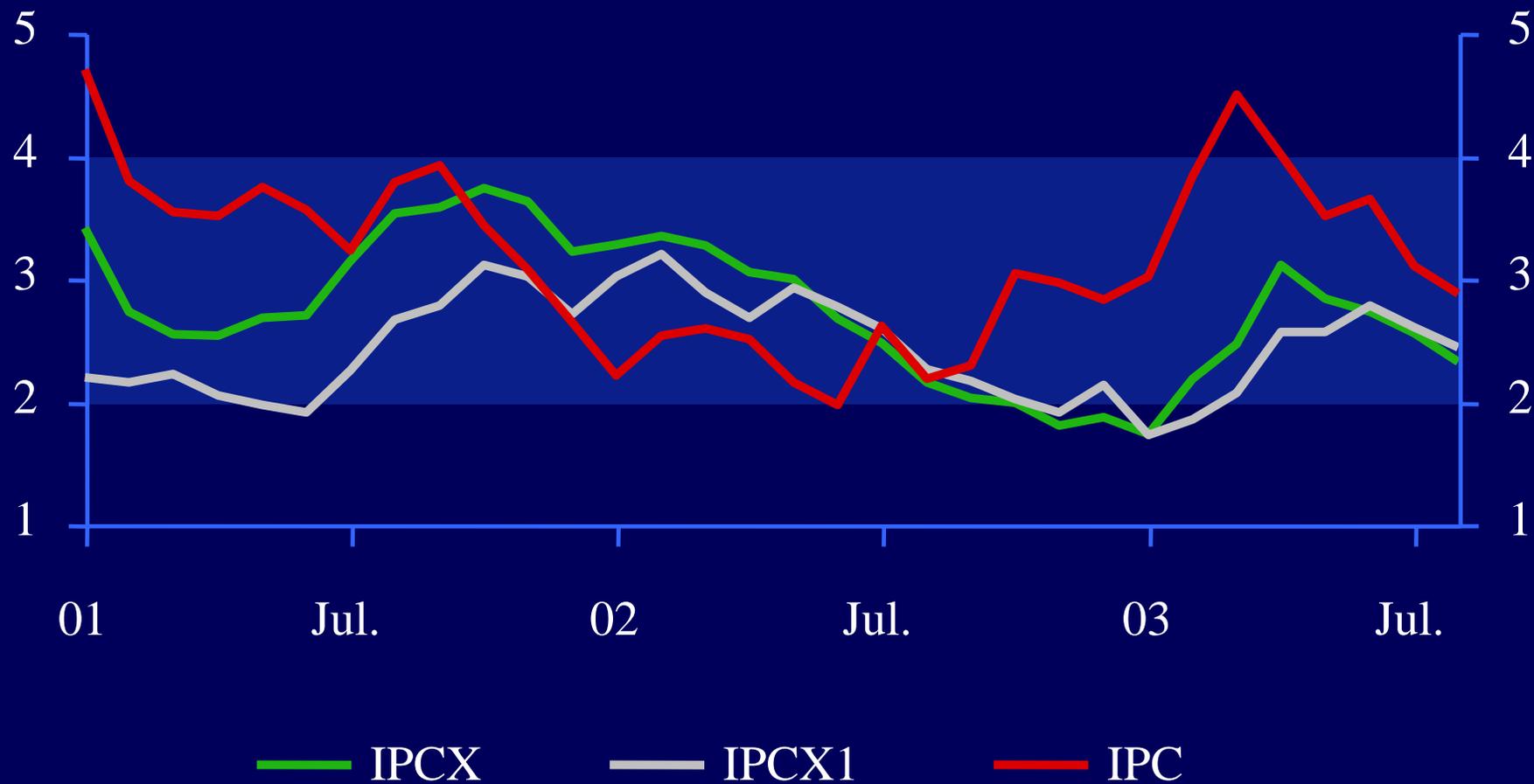


Escenario Interno: Hechos Recientes

- En cuanto a la inflación, como se anticipó en mayo, ésta ha tenido descensos pronunciados desde marzo.
- Sin embargo, la inflación subyacente está por debajo de la prevista en mayo.
 - La inflación subyacente, excluyendo además tarifas reguladas (IPCX1), se ha ubicado en un valor cercano a 2,5% en agosto.

Inflación del IPC e IPCX

(variación en 12 meses, %)



III. Perspectivas de Actividad e Inflación

Perspectivas de Actividad e Inflación

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

Perspectivas de Actividad e Inflación

- Dado todo esto, el *Consejo del Banco* estima que este año el crecimiento del PIB se ubicará entre 3 y 3,5%.
- Para el próximo año, el *Consejo* espera que los elementos mencionados impulsen el crecimiento hasta cifras entre 4 y 5%.
- Este mejor panorama se aprecia con fuerza en el repunte de los índices accionarios locales.

Precios de Acciones

(1° enero 2001=100)



Perspectivas de Actividad e Inflación

- El gasto interno, en este escenario, crecería a tasas entre 0,5 y 1,0 punto por sobre la expansión del PIB durante 2004-2005.
- Se espera que este proceso se dé de forma balanceada:
 - con un crecimiento del consumo privado empujado por la mejoría del ingreso nacional; y
 - con mayores tasas de inversión en capital fijo, en la medida que las holguras de capacidad comiencen a cerrarse y continúe el gradual aumento de la rentabilidad.

Perspectivas de Actividad e Inflación

- Luego de alcanzar un déficit cercano a 0,5% del PIB este año, se proyecta que la cuenta corriente llegue a saldos entre -0,5 y -1% del PIB en los próximos años.
- Este escenario de crecimiento es comparable al presentado en el último *Informe*.
- Las proyecciones del sector privado tampoco han cambiado de manera sustantiva desde mayo pasado.

Proyección de Actividad

(% variación real anual)

	2002(p)	2003(f)	2004(f)
PIB	2.1	3,0 - 3,5	4,0 - 5,0
Ingreso nacional	3.1	3.1	5.1
Demanda interna	2.2	3.2	5.6
Exportaciones de bienes y servicios	0.5	5.7	6.4
Importaciones de bienes y servicios	0.5	6.3	9.9
Cuenta corriente (% del PIB)	-0.8	-0.5	-0.7

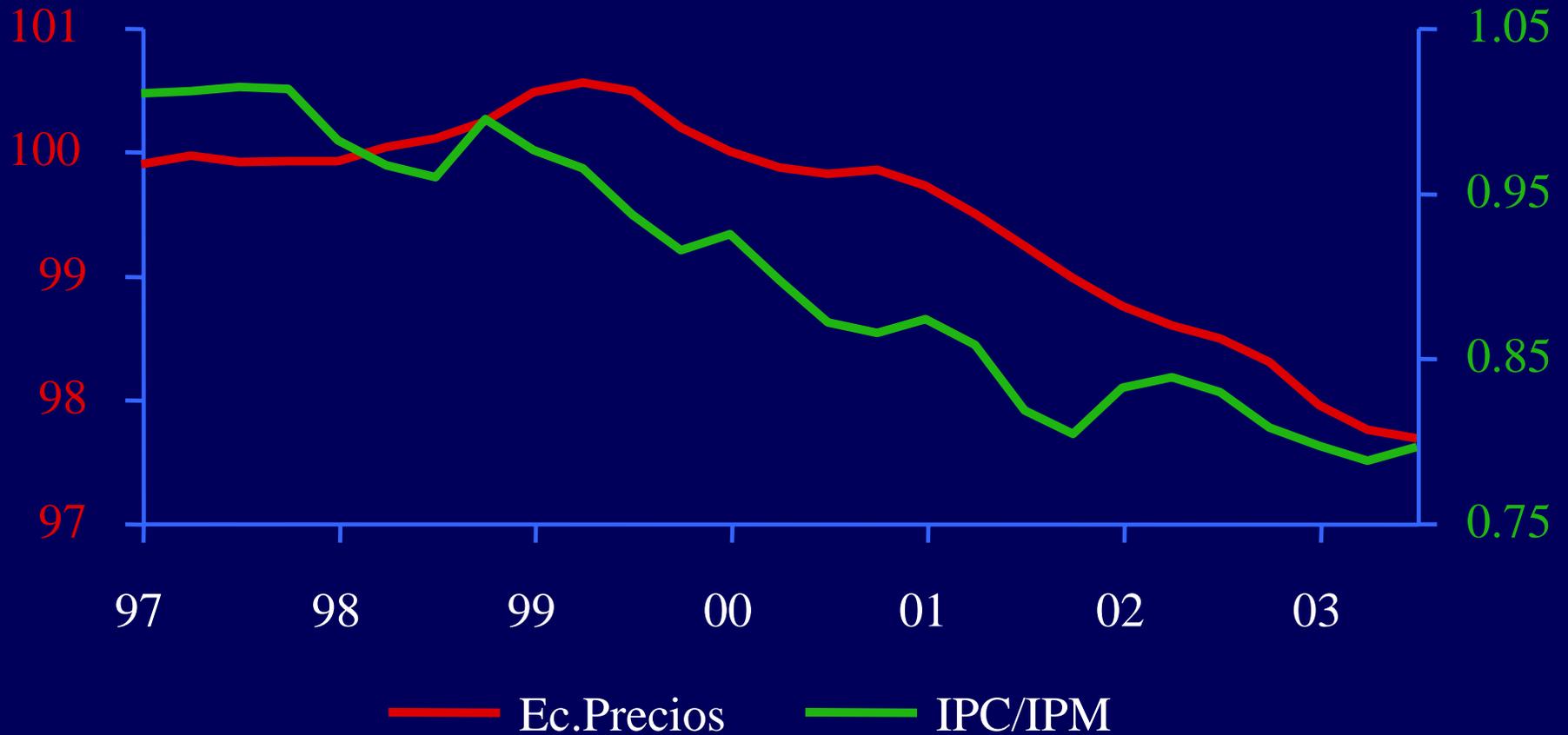
(p): preliminar; (f):proyectado

Perspectivas de Actividad e Inflación

- Además del cierre de brechas, las tendencias inflacionarias de los próximos trimestres debieran verse afectadas por tres factores:
 - Un proceso gradual de descompresión de márgenes (que cayeron sostenidamente los últimos cuatro años);
 - La trayectoria de los costos laborales unitarios,
 - En el corto plazo, mayores niveles de inflación externa por depreciación del dólar.

Medidas de Márgenes

(promedio móvil anual)

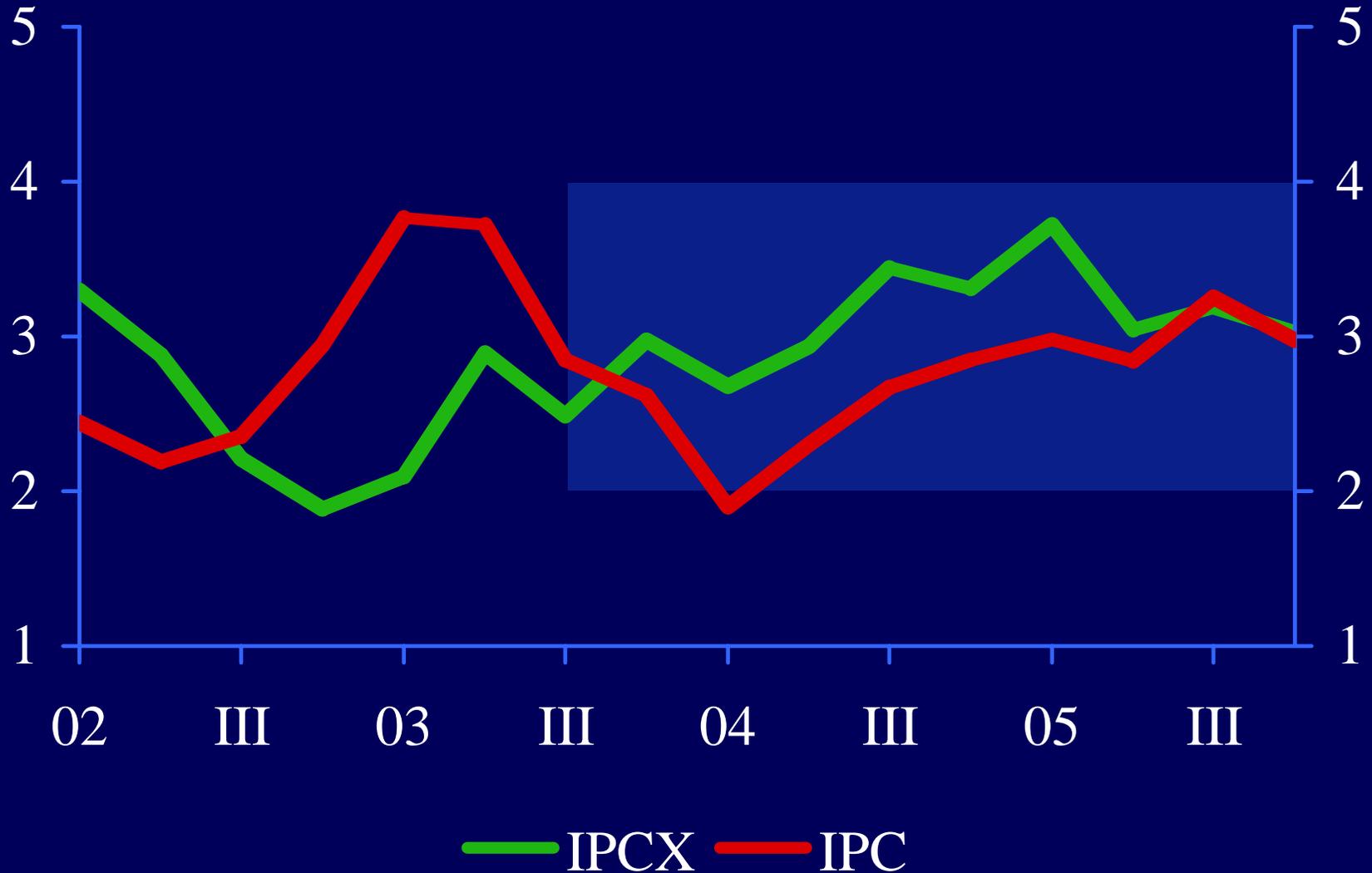


Perspectivas de Actividad e Inflación

- Con todo, en el escenario más probable de proyección el *Consejo* estima que la tendencia de la inflación, en el horizonte de proyección, debería mantenerse cerca de 3%.
- El impacto del incremento del IVA sobre la inflación sería transitorio, al involucrar sólo un cambio por una vez en el nivel de precios.
- La política monetaria cautelará que este cambio en el nivel de precios no se propague a través de efectos de segunda vuelta (inercia).

Proyección de Inflación

(% variación anual)



IV. Escenarios de Riesgo

Escenarios de Riesgo

- Como es habitual, las proyecciones aquí presentadas consideran la ocurrencia de un escenario base, el que incluye la evolución que el *Consejo* considera más probable de las principales variables.
- Escenarios distintos de éste se incluyen en el balance de riesgos.

Escenarios de Riesgo

- La concreción de nuestras proyecciones depende de un afianzamiento del escenario externo y una recuperación de los términos de intercambio.
- Por ende, las principales fuentes de riesgo incluyen:
 - La incertidumbre en el mercado del petróleo;
 - En EE.UU: la creación de empleos y en el mediano plazo, la corrección de los altos déficit fiscales y de cuenta corriente;
 - Los problemas estructurales de Europa;
 - La fragilidad de los sistemas financieros en Japón y China.

Escenarios de Riesgo

- En el frente externo los riesgos de desviaciones negativas siguen presentes, aunque menos probables que en mayo último.
- Por otro lado, internamente, en los últimos días han ocurrido cambios favorables en el tipo de cambio, riesgo país y expectativas, los que reflejan un mayor optimismo.
- De mantenerse estas condiciones se podría configurar un escenario de mayor crecimiento al delineado aquí.

Escenarios de Riesgo

- Una preocupación es la posible divergencia futura que puede darse entre el crecimiento de los salarios nominales y la productividad del trabajo.
- 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 es equilibrado, tanto para crecimiento como para inflación.

V. Conclusiones

Conclusiones

- La proyecciones para la actividad en el 2003 y 2004 consideran una fase de mayor crecimiento.
- El mayor crecimiento mundial y las condiciones financieras apoyan este panorama.
- En el escenario más probable, la inflación del IPC e IPCX se ubicarán en 3,2-3,3% en el tercer trimestre del 2005, con promedios de 2,7 y 3,2% en los próximos 24 meses, respectivamente.

Conclusiones

- El *Consejo* estima que la actual orientación de la política monetaria es compatible con mantener la inflación dentro del rango meta.
- En todo caso, si se da el escenario base delineado, es previsible que se reduzca el impulso monetario.
- Como siempre, el *Consejo* reaccionará con prontitud frente a eventos que, en una u otra dirección, pongan en peligro el logro de la meta de inflación.

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

SEPTIEMBRE 2003



BANCO CENTRAL DE CHILE