



ESTRUCTURA

A. LA CONDUCCION DE LA POLITICA
MONETARIA

B. INFORME DE POLITICA MONETARIA

LA CONDUCCION DE LA POLITICA MONETARIA

La Conducción de la Política Monetaria

- En los últimos veinte años se ha redescubierto el valor de lograr y mantener una inflación baja.
- Una inflación baja mejora el contenido de información de los precios, contribuyendo así a la eficiencia.
- Además promueve la inversión, logra un mayor crecimiento y apoya una distribución más equitativa del ingreso.

La Conducción de la Política Monetaria

- La ley orgánica del Banco Central recogió parte de esta enseñanza al señalar como objetivos:
 - Velar por la estabilidad de precios;
 - Velar por el buen funcionamiento del sistema de pagos interno y externo.
- En esta sección me voy a concentrar en el primer objetivo, pero el segundo también juega un rol central.

La Conducción de la Política Monetaria

- El diseño de la política monetaria está íntimamente ligado al sistema cambiario existente.
- En Chile, al igual que en diversos países, se ha privilegiado los sistemas cambiarios flexibles.
 - Éstos tienen la ventaja que dejan espacio para hacer política monetaria contra-cíclica.
 - Además, facilitan el ajuste del tipo de cambio real frente a los shocks que afectan a economías pequeñas y abiertas como la chilena.

La Conducción de la Política Monetaria

- El Banco Central conduce la política monetaria de forma de evitar que la inflación se desvíe de manera persistente de 3%.
- Ello reconoce que en el corto plazo la inflación puede ubicarse transitoriamente fuera del rango meta.
- Y también que hay un rol para una política de estabilización, mientras no esté en riesgo la credibilidad del Banco Central respecto al compromiso con el cumplimiento de la meta.

La Conducción de la Política Monetaria

- A esta forma de hacer política monetaria, que el Banco Central de Chile ha practicado en los últimos años, se le ha llamado: *discreción restringida*.
- La *discreción restringida* tiene dos componentes:
 - Compromiso de mantener inflación baja y estable (en Chile entre un 2% y un 4%);
 - Discreción para ajustarse a shocks inesperados, tanto financieros como reales, que lleven a un producto distinto al potencial.

La Conducción de la Política Monetaria

- Ha sido la alta credibilidad de su compromiso con una inflación baja y estable, lo que ha permitido al BC utilizar una política monetaria contra-cíclica.
 - Pero vale la pena insistir que intentar “sobre-explotar” esta posibilidad erosiona la credibilidad del BC y con esto la efectividad de la política monetaria.
- La prueba de esto estuvo en que el Banco Central bajó agresivamente la tasa de política monetaria el año pasado y tanto la inflación como las expectativas se mantuvieron dentro del rango meta.

La Conducción de la Política Monetaria

- La credibilidad en la capacidad de la autoridad monetaria para conducir juiciosamente sus políticas trae grandes dividendos.
- Además la conducción de la política monetaria requiere anticipación y cautela.
- En particular, requiere evaluar la persistencia y naturaleza de las noticias económicas.

La Conducción de la Política Monetaria

- Sin embargo, la política monetaria no puede afectar de forma permanente las variables reales de la economía:
 - No es su rol resolver problemas estructurales de desempleo y bajo crecimiento potencial.
 - Tampoco puede contrarrestar movimientos del tipo de cambio real de equilibrio, o de la cuenta corriente de mediano plazo.
- Intentos de utilizar la política monetaria para lograr estos objetivos terminan desestabilizando la economía, requiriendo de ajustes posteriores que son costosos en términos de actividad y empleo.

La Conducción de la Política Monetaria

- El crecimiento de largo plazo se promueve con estabilidad y políticas e instituciones que creen un ambiente propicio para el empleo, la inversión y las mejoras en la productividad.
- Más allá de garantizar un entorno macroeconómico de inflación baja y estable, es poco lo que el BC puede hacer para promover el crecimiento, estas políticas e instituciones están fuera del ámbito de la política monetaria.

La Conducción de la Política Monetaria

- ¿Cómo se conduce esta discreción restringida?
 - El Banco Central a través de sus comunicados y, especialmente, sus acciones, da a conocer de forma clara y transparente la racionalidad de sus acciones y cómo éstas se enmarcan en el compromiso de mantener una inflación baja y estable;
 - Esta transparencia permite legitimar la autonomía del Banco Central en una sociedad democrática;
 - En este contexto se enmarca la presentación del Informe de Política Monetaria que discutiremos a continuación.

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

MAYO 2003



BANCO CENTRAL DE CHILE

CONTENIDOS IPOM

- I. ESCENARIO INTERNACIONAL
- II. ESCENARIO INTERNO
- III. PROYECCIONES
- IV. ESCENARIOS DE RIESGO
- V. CONCLUSIONES

I. ESCENARIO INTERNACIONAL

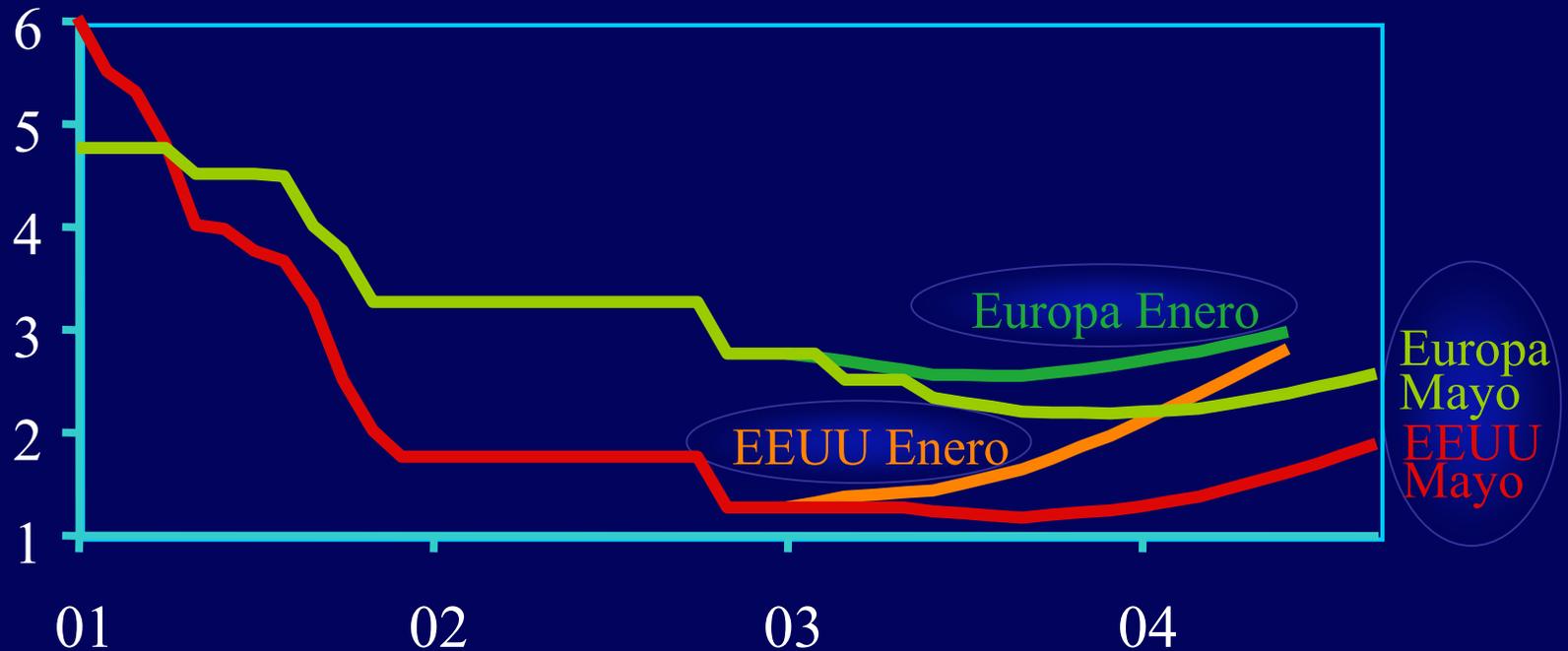
Escenario Internacional

- Los principales riesgos de la economía internacional que estaban presentes en enero se han reducido:
 - La duración y efectos de la guerra de Irak;
 - La frágil situación de Argentina y Brasil.
- Pero los indicadores reales de actividad y gasto en EE.UU. y la zona euro se han deteriorado.
 - En EEUU y Alemania se comienza a discutir incluso de los riesgos de deflación.

Escenario Internacional

- Mientras en Japón persiste un escenario de bajo crecimiento con presiones deflacionarias.
- Dudas sobre la recuperación de EE.UU. y el resto de los G-7 lleva a parte del mercado a esperar nuevos relajamientos monetarios por parte de la Fed y del BCE.
- Sin embargo, todavía esperan el inicio de un ciclo de alzas de tasas hacia fines de este año.

Tasas de Política Monetaria y Forward Libor 90 días



Escenario Internacional

- Esto se ha traducido en una proyección algo más débil de la actividad mundial para el presente año con un riesgo a la baja –el retorno a tasas de tendencia se posterga para el 2004.

CRECIMIENTO MUNDIAL

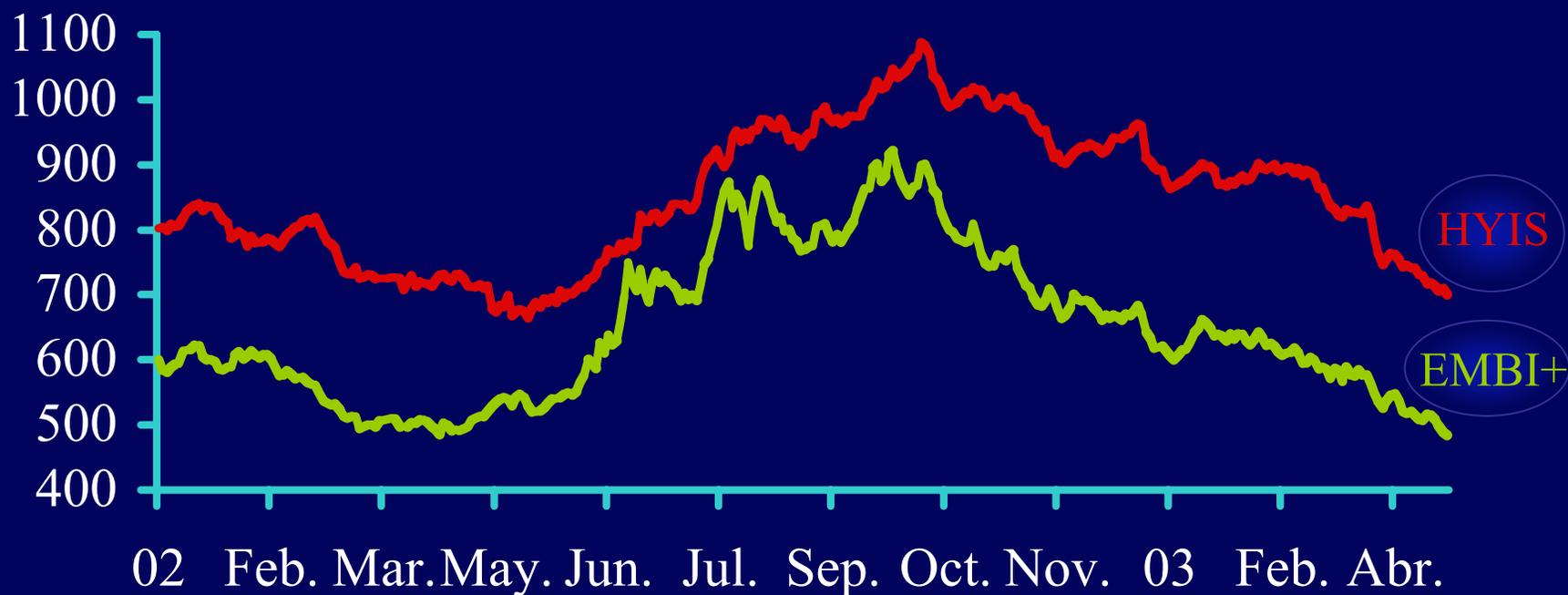
	Prom. 90-99	2001	2002	2003		2004	
				ene.	may.	ene.	may.
Estados Unidos	3,0	0,3	2,4	2,6	2,3	3,5	3,2
Europa	2,0	1,6	1,0	1,7	1,3	2,5	2,5
Japón	1,7	0,4	0,3	0,3	1,0	0,7	0,9
Resto de Asia	7,9	5,2	6,7	6,3	6,0	6,5	6,6
A. Latina	2,8	0,3	-0,8	2,1	1,2	3,3	3,4
Mundial	3,3	2,1	2,7	3,1	2,9	3,8	3,8
S. Comerciales	3,0	1,4	2,1	2,7	2,3	3,4	3,4

Fuente: Consensus Forecasts y Bancos de Inversión

Escenario Internacional

- Probablemente es en los mercados emergentes donde se han dado las mejores noticias del escenario externo.
- Los spreads de bonos emergentes han continuado cayendo.
- Los spreads de los bonos chilenos han seguido esta misma tendencia.

High Yield Index Spread EEUU-EMBI+



Escenario Internacional

- La paridad del dólar, particularmente frente al euro, se ha debilitado más de lo anticipado.
 - De lo anterior, se espera que aumente la inflación externa en dólares prevista para este año, pero con menores presiones hacia el 2004.
- Se anticipa que el precio del cobre tienda a afianzarse, alcanzando, al igual que lo proyectado en enero, promedios de US\$ 0,76 y US\$ 0,82 este año y el próximo.

Escenario Internacional

- Asimismo, se espera que, en promedio, el precio del petróleo baje desde un rango US\$ 25-26 por barril este año, hasta US\$ 23 el próximo.
- Estos antecedentes permiten anticipar un repunte de los términos de intercambio, cercano a 3% anual promedio, en el 2003 y el 2004.

Escenario Internacional

- Lo anterior apoya un escenario central de un mayor incremento del ingreso nacional disponible y del gasto en el bienio.

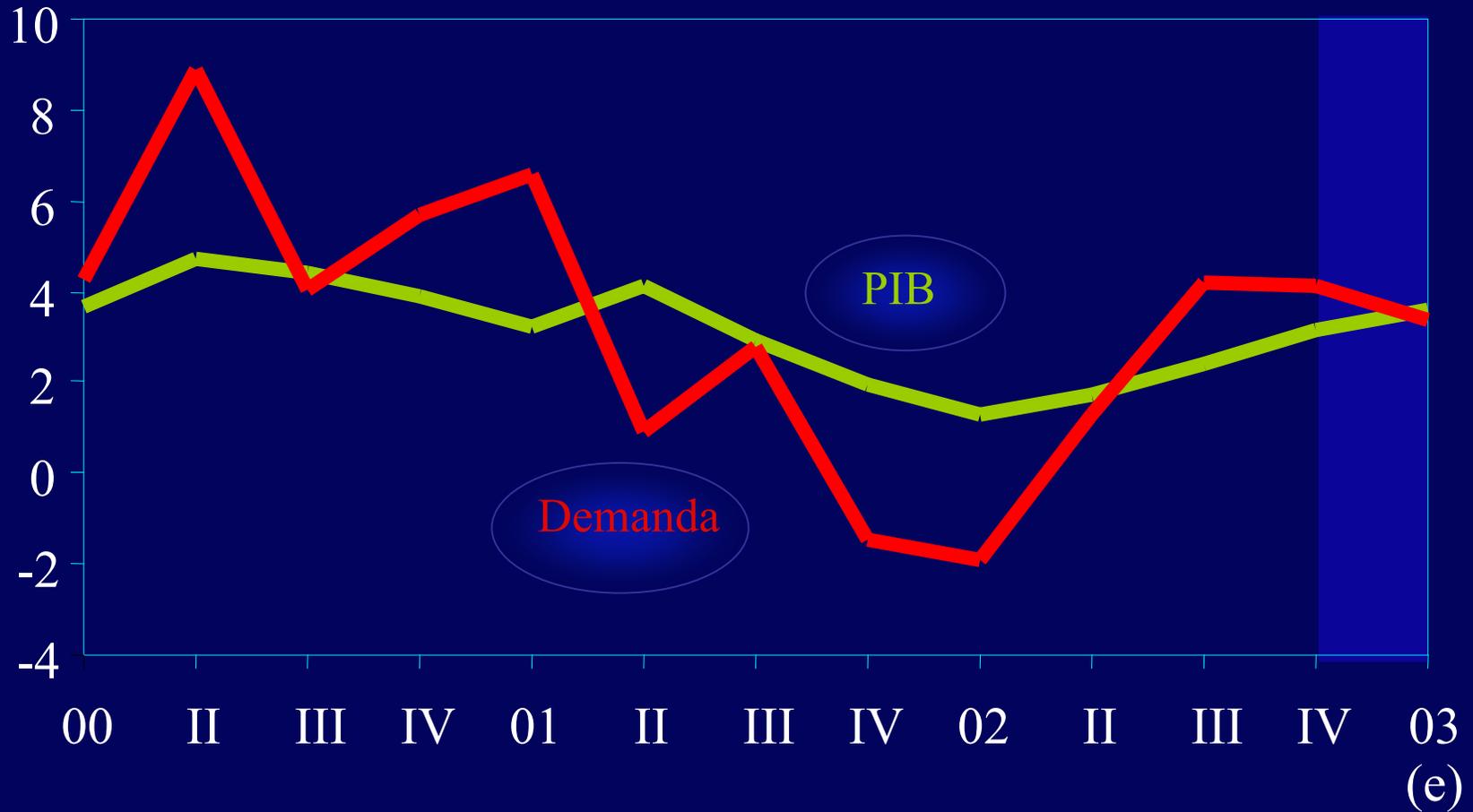
II. ESCENARIO INTERNO

Escenario Interno

- La información global indica que continúa el repunte del gasto interno que se apreció en el curso del año pasado y principios de éste.
- Este proceso continúa siendo favorecido por la actual política monetaria expansiva.
- Lo anterior se aprecia principalmente en la evolución del mercado del trabajo, del crédito y de ciertos indicadores de demanda agregada.

PIB y Demanda Interna

(Tasas de crecimiento en 4 trimestres)



MERCADOS FINANCIEROS

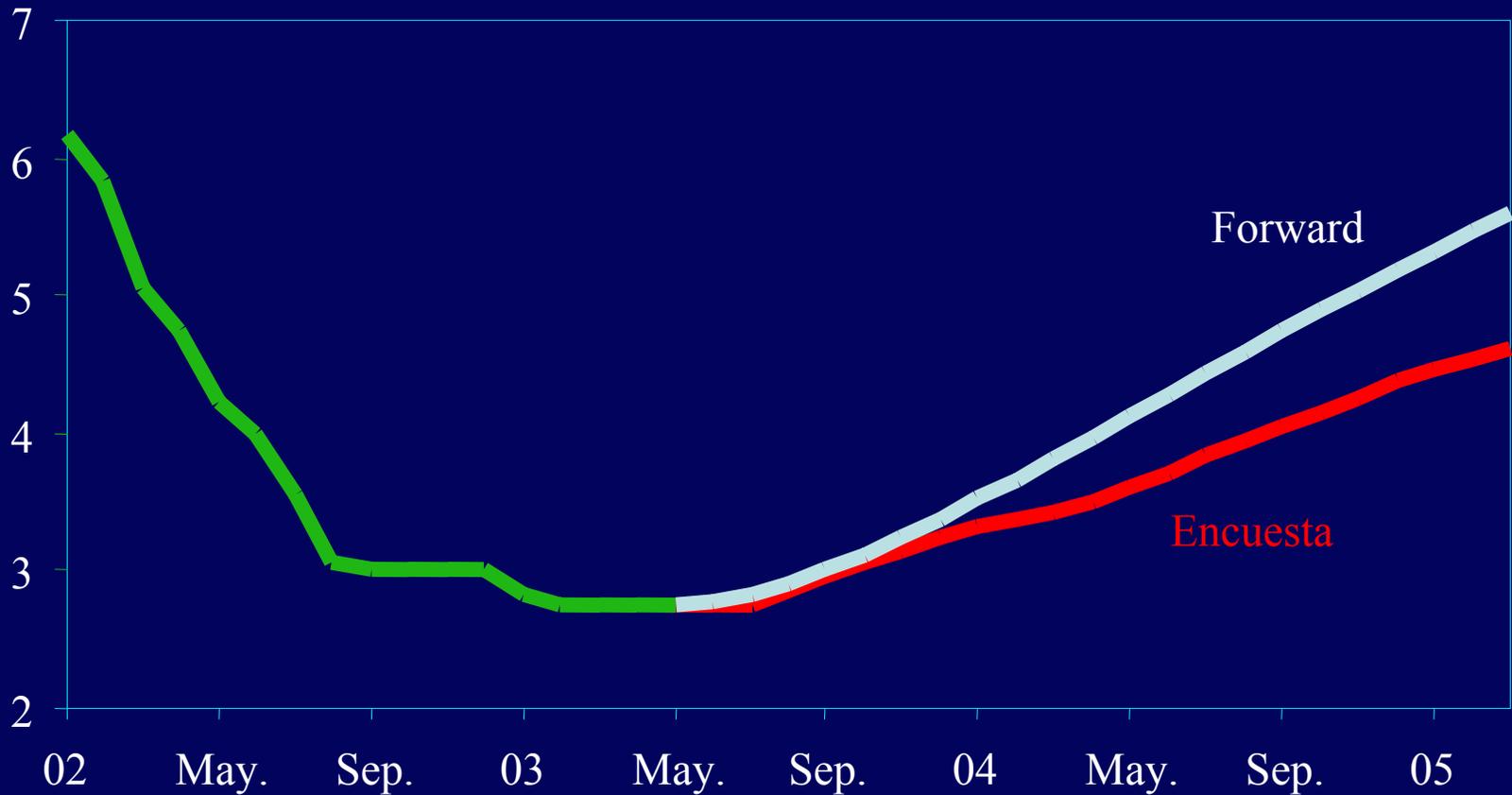
Mercados Financieros

- Los mercados financieros han continuado apoyando la recuperación.
- Pero no se aprecian consecuencias macroeconómicas directas de relevancia del episodio Corfo-Inverlink.
- El tipo de cambio nominal ha reflejado durante este año las turbulencias de los mercados financieros internacionales.

Mercados Financieros

- Las tasas de interés de largo plazo han continuado bajas, aunque con leves alzas en línea con las noticias más recientes de actividad e inflación.
- Las expectativas sobre la TPM implícitas en la curva forward, señalan un alza de 25 puntos base a fines del tercer trimestre y un incremento adicional de 50 puntos base hacia fines de año.
- Una trayectoria similar se desprende de la encuesta de expectativas del Banco Central.

Expectativas para la TPM (%)



ACTIVIDAD Y GASTO

Actividad y Gasto

- En lo más reciente se observa un incipiente mayor protagonismo de componentes distintos del consumo privado.
- Aunque las compras de bienes de consumo y las expectativas de los hogares mostraron cierta debilidad recientemente, esto se estaría revirtiendo.
- Por ello, no se justifica modificar el panorama esperado de gradual aceleración del gasto en consumo previsto para este año.

Actividad y Gasto

- Un moderado aumento salarial permitiría mantener la creación de empleo, lo que a su vez tiene gran relevancia en las expectativas de los consumidores.
- Por el lado de la inversión, las holguras de capacidad existentes y el entorno externo dificultan, por ahora, un repunte más vigoroso de la formación bruta de capital fijo.

Actividad y Gasto

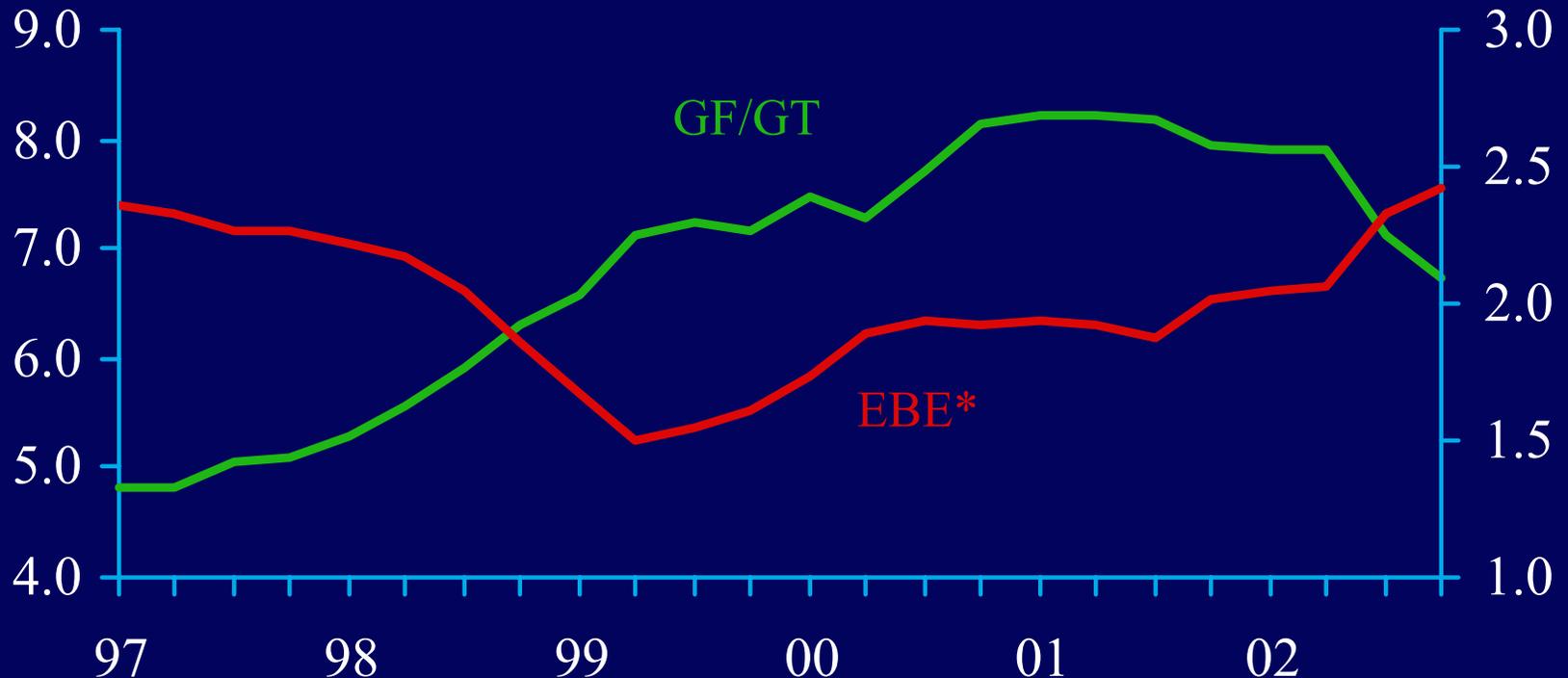
- Hacia adelante, la recuperación de la rentabilidad corporativa y un mejor entorno externo debieran contribuir a un dinamismo mayor en la acumulación de capital.

Rentabilidad y Gastos Financieros S.A.

(%, fuente: FECU)

(Gasto financiero/Gasto total)

(EBE*)



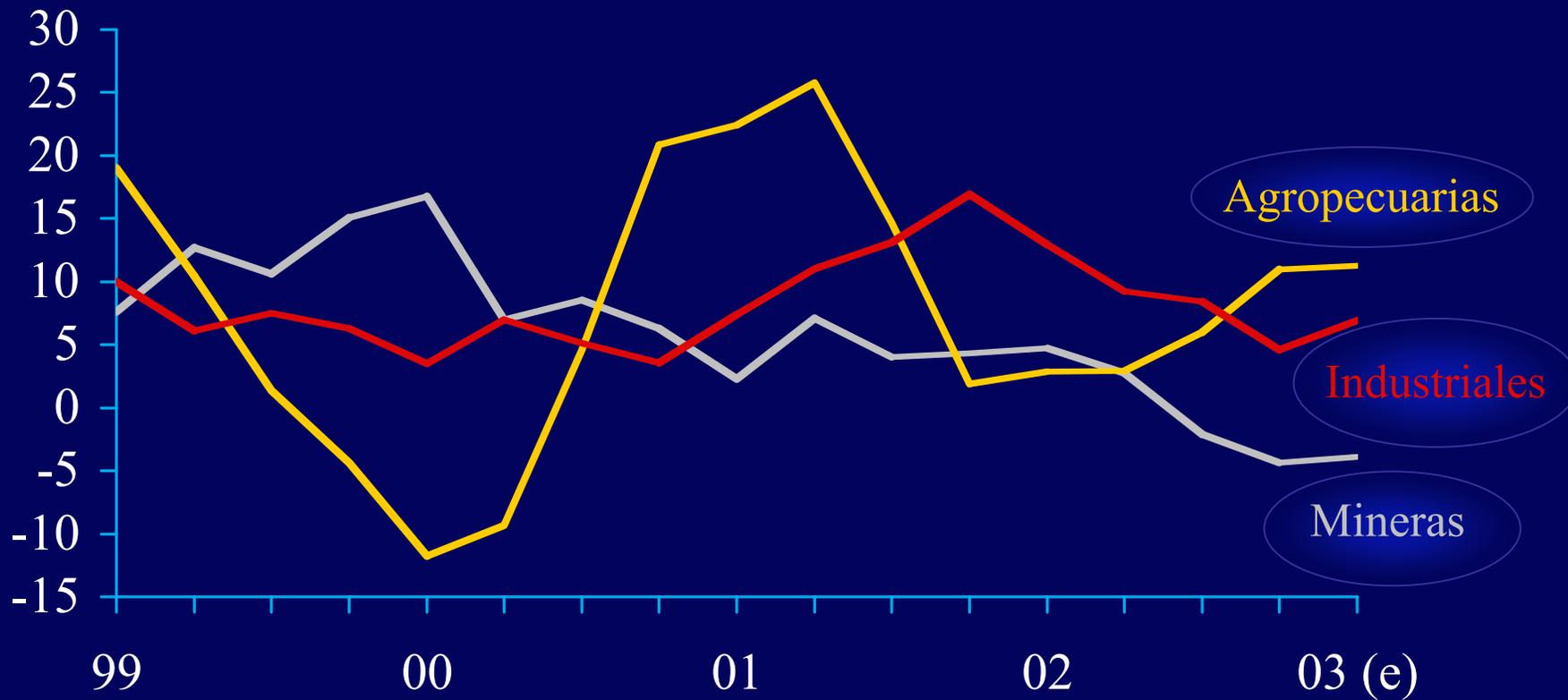
*/ Corresponde a EBITDA sobre patrimonio.

Actividad y Gasto

- Lo anterior, junto con una inversión pública que no se desvíe sustantivamente de lo previsto, incrementará levemente la tasa de inversión fija, sobre todo durante el año próximo.
- Por el lado externo, las exportaciones mantienen un moderado crecimiento en sus volúmenes. Se espera que los volúmenes exportados de bienes se incrementen entre 4,0 y 5,0% durante este año.

Volumen de Exportaciones

(variación en cuatro trimestres, %)



Actividad y Gasto

- Estas cifras serían aún mayores en el 2004 gracias a los recientes acuerdos comerciales y al mayor crecimiento esperado para los socios comerciales.
- En este escenario central las holguras en los mercados laboral y de bienes se reducirían, presionando al alza durante el 2004 a la inflación subyacente.

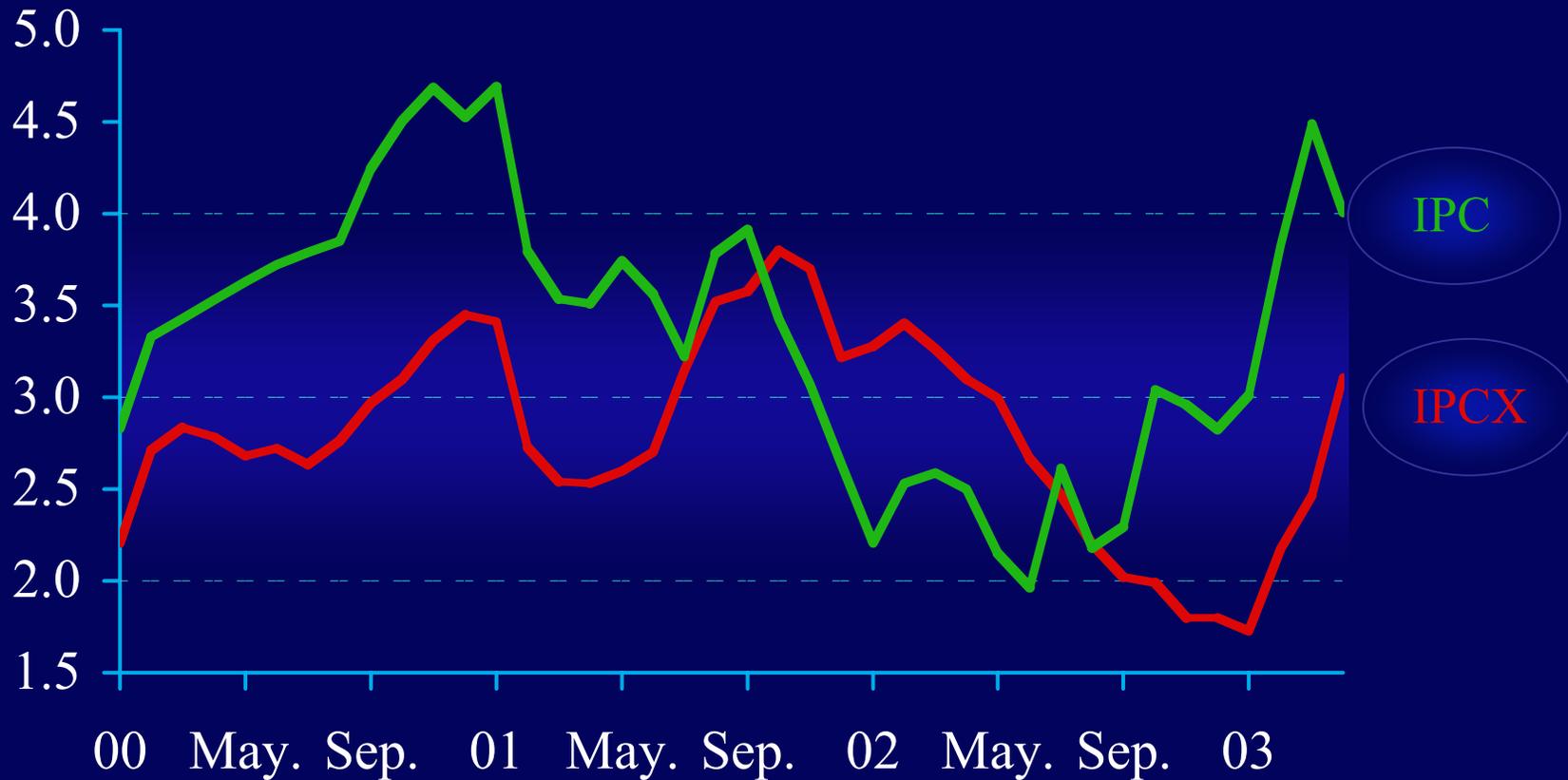
PRECIOS Y COSTOS

Precios y Costos

- En cuanto a la inflación, ésta ha venido mostrando vaivenes pronunciados desde fines del año pasado.

Inflación del IPC e IPCX

(variación en 12 meses, %)



Precios y Costos

- Los componentes persistentes de la inflación han mantenido una trayectoria más estable.
- La inflación subyacente, excluyendo además tarifas reguladas, ha aumentado hasta llegar a 2,6% en abril.
- Los márgenes continúan con una mayor compresión, la que se espera se revierta en la medida que las holguras se comiencen a reducir.

III. PROYECCIONES

Proyecciones

- La situación de las cuentas fiscales sigue siendo sólida, con bajos niveles de deuda pública, lo que acomoda un moderado impulso a la demanda agregada este año.
- Las proyecciones suponen que la regla fiscal de superávit estructural de 1% del PIB -una parte central de la estabilidad macro del país- se mantiene.
- Se espera que, en el escenario más probable, la actividad económica mundial aumente gradualmente, con un efecto positivo sobre los términos de intercambio.

Proyecciones

- También se anticipa estabilidad financiera en los países vecinos, permitiendo eventuales aumentos de los flujos de capital y una recuperación del comercio con la región.
- Estos antecedentes, y las condiciones monetarias, llevarían el crecimiento económico este año hasta cifras de entre 3 y 4%.
- Con ello, considerado un crecimiento potencial de entre 3,5 y 4% por año durante el 2003 y 2004, y un crecimiento sobre el 4% el 2004, las holguras de capacidad disminuyen hacia fines del 2004.

Proyecciones

- El cierre de las brechas de capacidad es el factor pertinente para determinar presiones inflacionarias, más que una tasa de crecimiento particular.
- En el escenario central, este cierre de las brechas será progresivo y se irá acentuando.

Proyecciones

- La demanda interna, en tanto, presentará una expansión promedio anual de entre medio y un punto por sobre el crecimiento de la actividad en el 2003 y el 2004.
- Con ello, el déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos se mantendría cerca de 1% del PIB.

Crecimiento Económico y Cuenta Corriente

Especificación	2001	2002(p)	2003(f)
	(variación porcentual anual)		
PIB	3.1	2.1	3 - 4
Ingreso nacional	1.8	3.1	3.7
Demanda interna	2.1	1.9	3.9
Exportaciones de bienes y servicios	6.1	1.3	4.8
Importaciones de bienes y servicios	3.2	0.5	6.7
Cuenta corriente (% del PIB)	-1.7	-0.8	-0.8
	(millones de US\$)		
CUENTA CORRIENTE	-1192	-553	-600
Balanza comercial	2,054	2,513	2,900
Exportaciones	18,466	18,340	20,300
Importaciones	-16,412	-15,827	-17,400
Servicios	-918	-957	-1,300
Rentas	-2,757	-2,536	-2,700
Transferencias unilaterales	428	426	500

Proyecciones

- La principal implicancia de esta trayectoria para la política monetaria es la perspectiva de una gradual descompresión de los márgenes.
- Además, en el panorama de aumento de presiones subyacentes de inflación, influyen mayores costos, tanto laborales como importados medidos en dólares.

Inflación

Especificación	2001	2002	2003(f)	2004(f)
	(variación porcentual anual)			
Inflación IPC promedio	3.6	2.5	2.9	2.4
Inflación IPC diciembre (2)	2.6	2.8	2.5	3.2
Inflación IPCX promedio	3.1	2.6	2.5	3.1
Inflación IPCX diciembre (2)	3.2	1.8	2.8	3.3

Nota: (2) La proyección para el año 2004 corresponde a Marzo del 2005

Proyecciones

- La caída del precio de los combustibles, y un escenario estacional normal para los perecibles, llevaría la inflación del IPC desde el techo hasta cerca del piso del rango meta a fines de este año.
- Pero en la medida que el escenario base se haga más probable, la inflación anual del IPC convergerá a la del IPCX, llegando a 3,2 y 3,3% respectivamente, para el primer trimestre del año 2005.

Proyecciones

- La credibilidad de la política monetaria es evidente al observar las medidas de inflación esperada de agentes privados.
- Las proyecciones de los analistas fluctúan en torno al 3% para los siguientes 24 meses.
- La inflación implícita en los diferenciales de tasas de interés (incluyendo un premio por riesgo) se ubica entre 2,5 y 3% a 2 y 5 años plazo.

IV. ESCENARIOS DE RIESGO

Escenarios de Riesgo

- Como es habitual, las proyecciones aquí presentadas consideran la ocurrencia de un escenario base, que el Consejo considera como el más probable.
- Escenarios distintos de éste se incluyen en el balance de riesgos.
- En la actualidad, una parte de los riesgos de enero se han mitigado: precio del petróleo, incertidumbre geopolítica y las condiciones financieras de los países vecinos.

Escenarios de Riesgo

- En el entorno internacional, sin embargo, existen dudas respecto de cuándo se iniciaría la recuperación en los países industriales.
- También está latente el efecto económico que pueda tener el Síndrome Respiratorio Agudo Severo (SARS), cuyo impacto hasta el momento está acotado a los países asiáticos.
- Existe una desviación positiva respecto de los flujos de capitales de corto plazo hacia las economías emergentes.

Escenarios de Riesgo

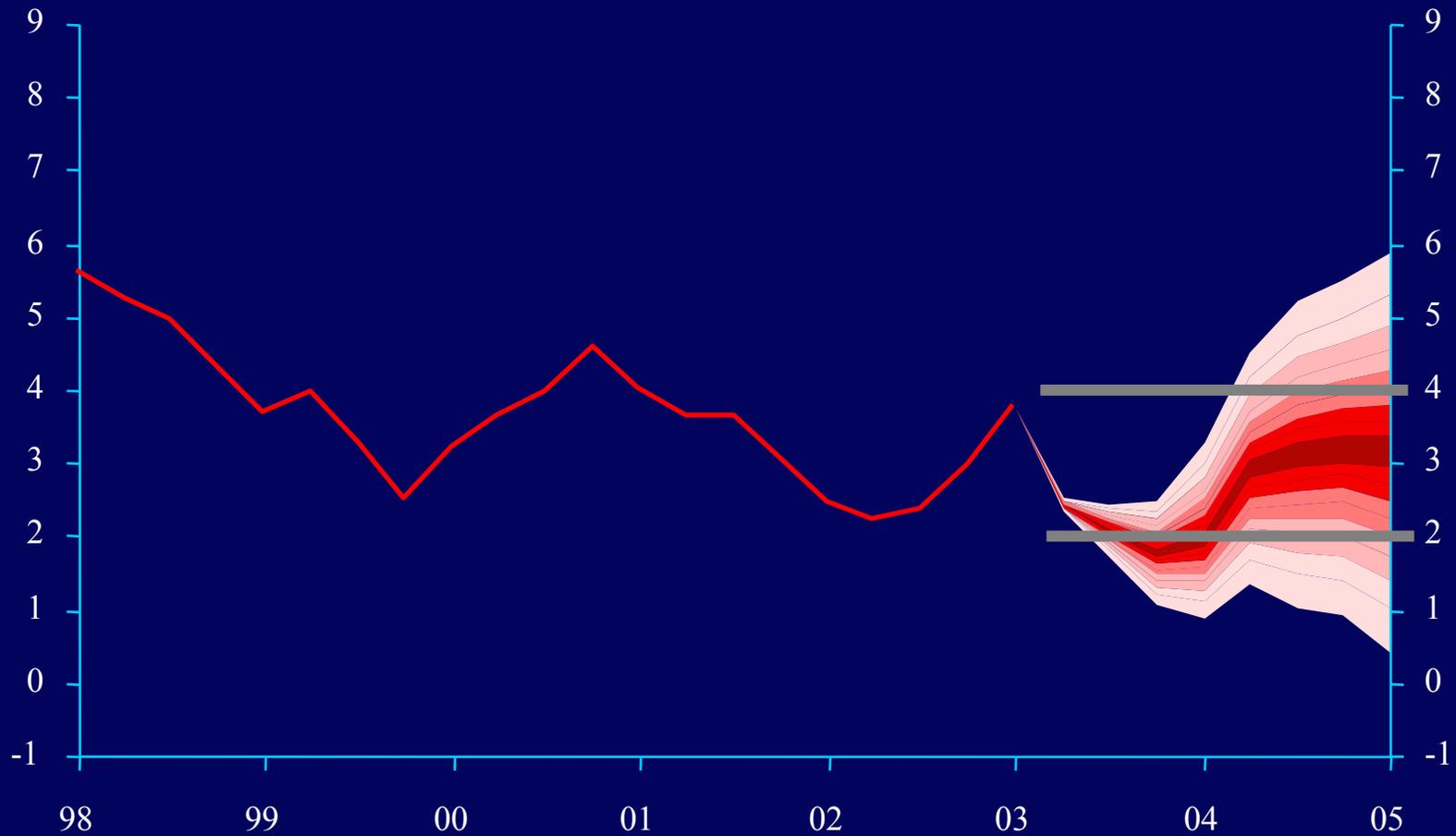
■ En el frente inflacionario:

- Existe incertidumbre respecto del curso de la inflación importada.
- Asimismo, existen dudas respecto de cuán persistente es la mayor inflación subyacente, excluido el efecto de los precios regulados, verificada en lo más reciente.
- Existen dudas sobre la velocidad de cierre de las holguras y sobre la evolución de los costos laborales unitarios.
- No puede descartarse, en todo caso, que los márgenes permanezcan en niveles permanentemente más bajos.
- Elementos como nuevas tecnologías, mayor competencia en los mercados y ganancias de productividad son claves en la trayectoria futura de los márgenes.

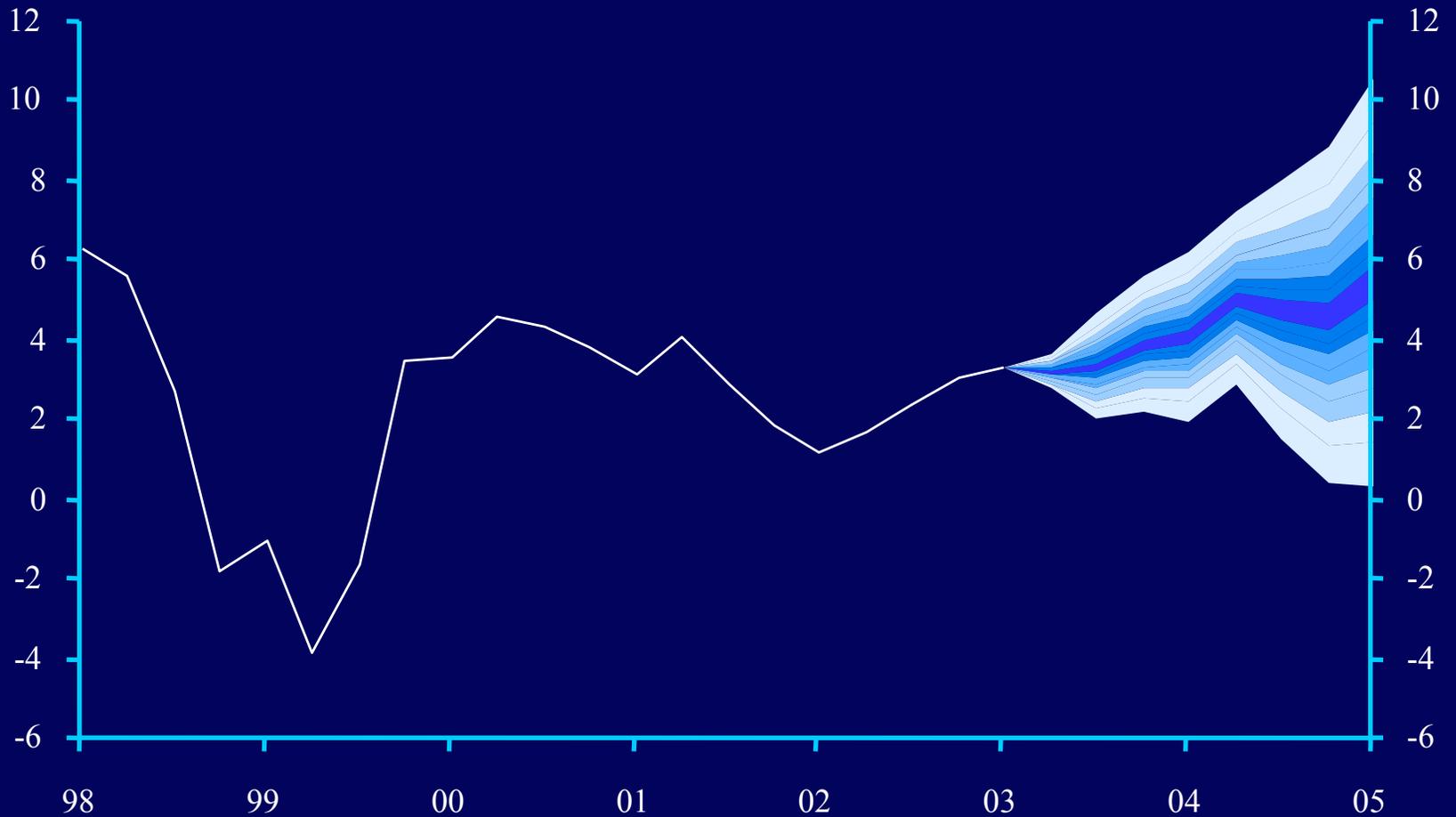
Escenarios de Riesgo

- En la ponderación de estos antecedentes y, a diferencia de enero, el Consejo estima que los escenarios alternativos no reflejan un sesgo particular para el crecimiento o para la inflación.

Proyección de la Inflación (IPC)



Crecimiento del PIB Trimestral



V. CONCLUSIONES

Conclusiones

- La evolución del mercado del trabajo, del crédito y de ciertos indicadores de demanda agregada muestran que continúa la recuperación iniciada en el segundo semestre.
- En el futuro, en el escenario más probable, se espera que:
 - el crecimiento económico se ubique en el rango de un 3 a un 4% (rango equivalente al previsto en enero pasado);
 - el crecimiento del 2004 sea mayor a 4% .

Conclusiones

- Las preocupaciones provienen de los mercados externos, principalmente la recuperación de EEUU y Europa, aunque la situación regional mejora.
- De verificarse el escenario más probable, con una inflación promedio algo menor que 3%, pero marginalmente por encima del 3% a fines del horizonte, es previsible que en el futuro se reduzca parte del mercado impulso de la política monetaria.

Conclusiones

- Escenarios alternativos, como los mencionados, tienen por supuesto 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.

