



# La Política Monetaria y las Perspectivas Económicas

Vittorio Corbo  
Presidente  
Banco Central de Chile

Cámara Chilena Canadiense de Comercio  
16 de junio 2004

# 1. La Política Monetaria del BCCh.

# 1. La Política Monetaria

- La macroeconomía moderna muestra que el principal papel de la política monetaria debe ser el intentar lograr la estabilidad de precios.
- Con credibilidad en el corto plazo tiene un rol de estabilización del producto pero es neutral en el largo plazo.
- La práctica mundial de los últimos 20 años muestra que la estabilidad ha facilitado el crecimiento.
  - √ Esto no es sorprendente porque la estabilidad de precios sienta las bases para el crecimiento.

# 1. La Política Monetaria

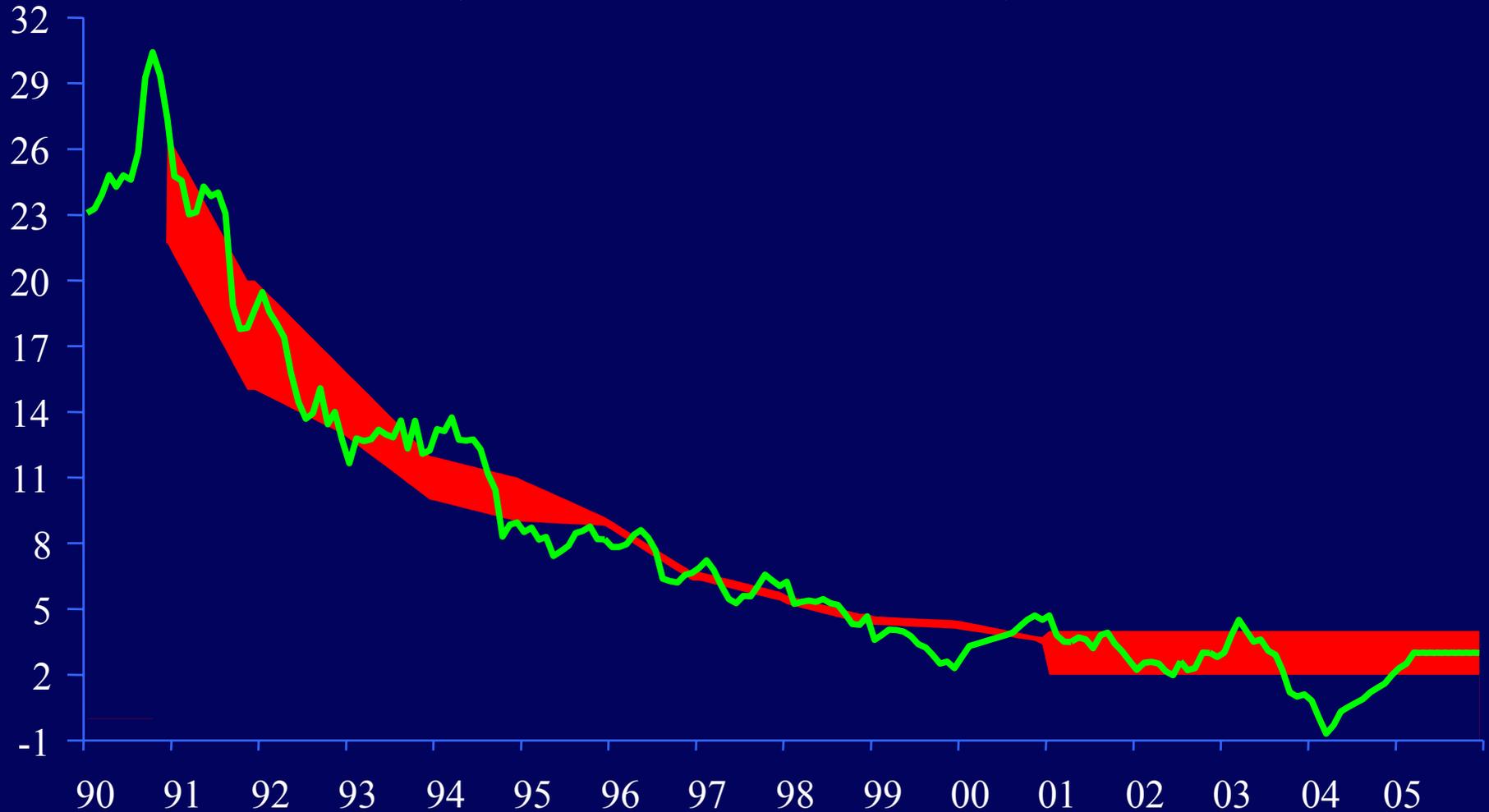
- La Ley Orgánica Constitucional del BCCh reconoce esto al establecer como sus objetivos el velar por la estabilidad de la moneda y del sistema de pagos.
- La LOC le otorga también al BCCh la autonomía.
- Después de una década de reducción gradual de la inflación, con anuncios de metas anuales, a partir del año 2001 se planteó como objetivo permanente mantener --en un horizonte de 12 a 24 meses-- la inflación anual centrada en 3%.
- Mantener la inflación en torno a 3% es hoy el principal objetivo de la política monetaria.

# 1. La Política Monetaria

- La longitud del horizonte toma en cuenta que la política monetaria actúa sobre la inflación con rezagos.
- Para cumplir con su objetivo el *Consejo* del BCCh evalúa continuamente la evolución más probable de la inflación en ese horizonte.
- En este trabajo cuenta con el valioso apoyo técnico de su equipo de profesionales e incorpora elementos de juicio.
- Frente a riesgos de que la inflación se aleje de su objetivo el BCCh ajusta su política monetaria.
  - √ El historial del BCCh en el logro de su objetivo ha sido muy satisfactorio.

# Inflación Meta y Efectiva

*(Variación % en 12 meses)*



# 1. La Política Monetaria

- Un componente central de este marco de políticas es la *transparencia*:
  - √ Contribuye a su efectividad, permitiendo a los agentes económicos anticipar la evolución de precios clave (tasas de interés y precios de activos) a través de los cuales la política monetaria afecta el curso del producto y la inflación.
  - √ Contribuye a aumentar la credibilidad y responsabilidad (*accountability*) del Banco Central autónomo.

# 1. La Política Monetaria

- Los continuos avances en transparencia se reflejan en:
  - √ la preparación y publicación de un informe cuatrimestral de política monetaria (IPoM) el cual se presenta al Senado;
  - √ la prontitud y cobertura de la información que entrega.
  - √ la publicación de las minutas de estas reuniones con un rezago de sólo tres semanas;
  - √ los comunicados de prensa que siguen a sus reuniones de política monetaria;
  - √ las intervenciones públicas de su Presidente y otros miembros del Consejo;
  - √ la publicación de los modelos que utiliza para proyectar la inflación.

# 1. La Política Monetaria

- A través del IPoM y sus comunicados, el *Consejo* del BCCh entrega su visión de la evolución más probable de la inflación en un horizonte de 12 a 24 meses.
- La evolución anticipada de la inflación es el principal determinante del curso de la política monetaria.

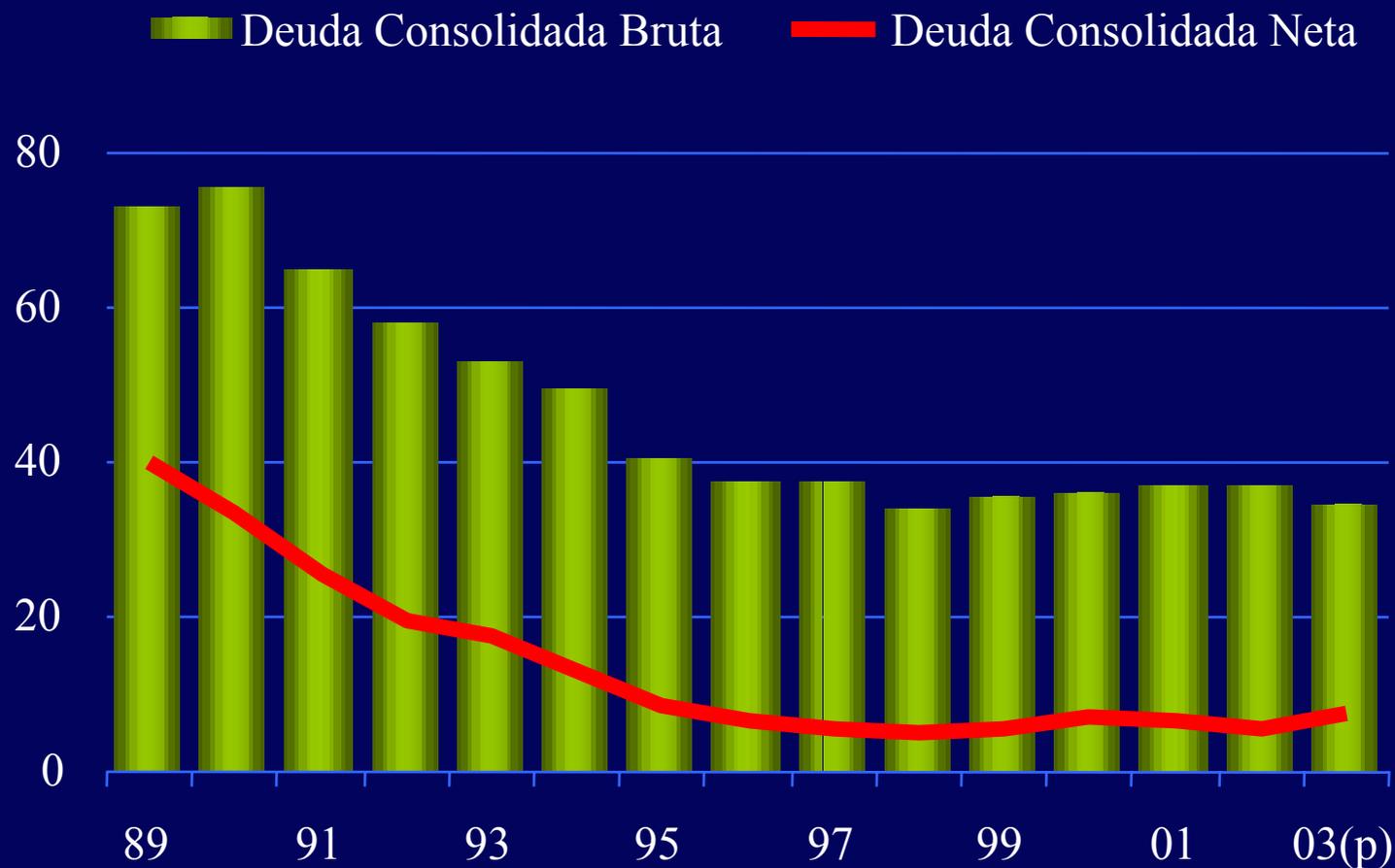
## 2. Las Bases Macro-Institucionales de Chile

## 2. Las Bases Macro de Chile

- A través de los años, Chile ha construido sólidas bases macro-institucionales las que han permitido consolidar la estabilidad:
  - √ Instituciones y políticas que conducen a baja deuda pública y finanzas públicas sanas;
  - √ Banco Central autónomo con probado historial en el uso de MI con sistema cambiario flexible;
  - √ Regulación y supervisión bancaria eficiente que, junto a buenos resultados macro, ha dado origen a sólido sistema financiero.

# Deuda Pública

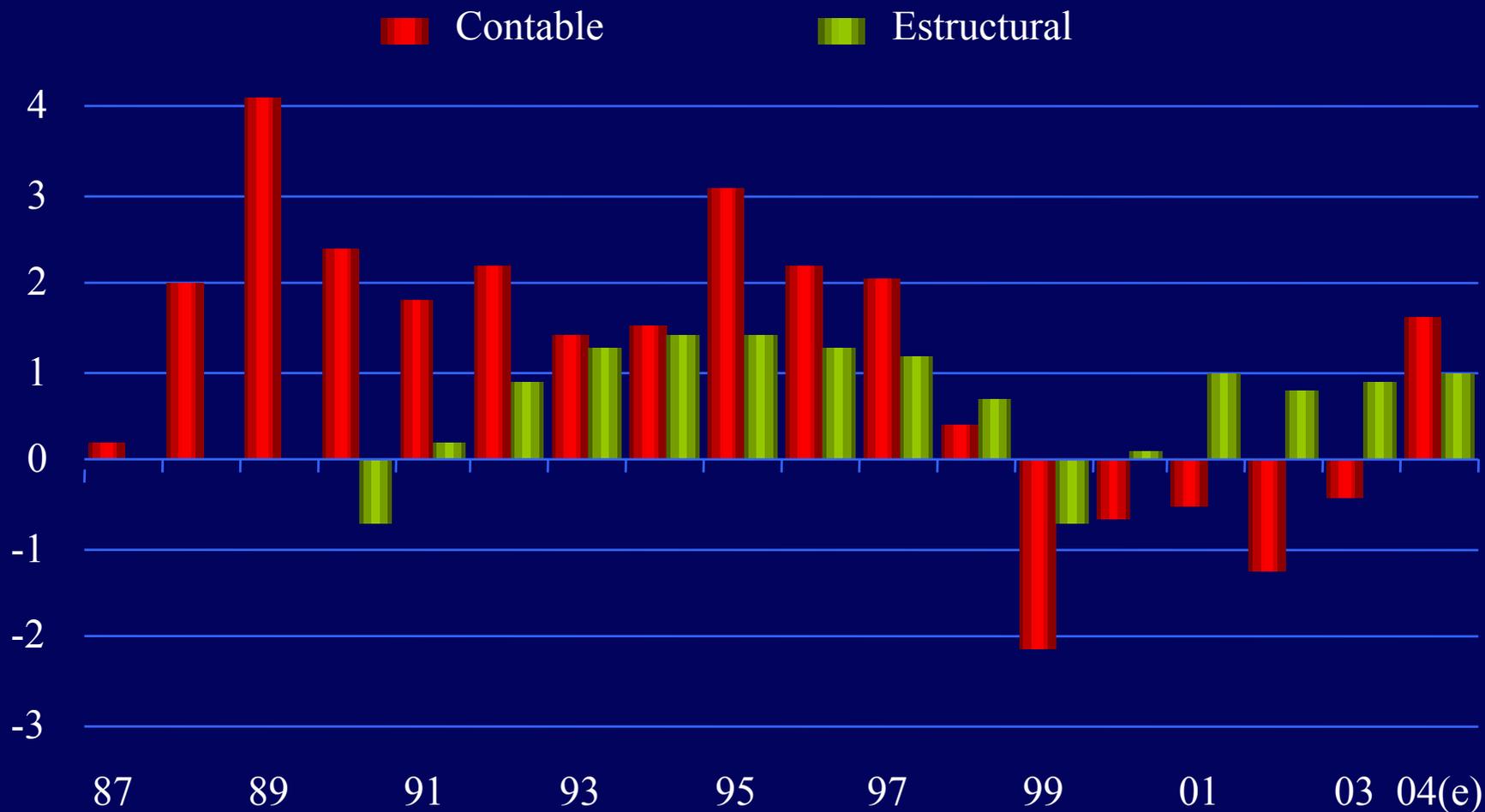
*(porcentaje del PIB)*



(p) Cifras preliminares

# Balance Fiscal

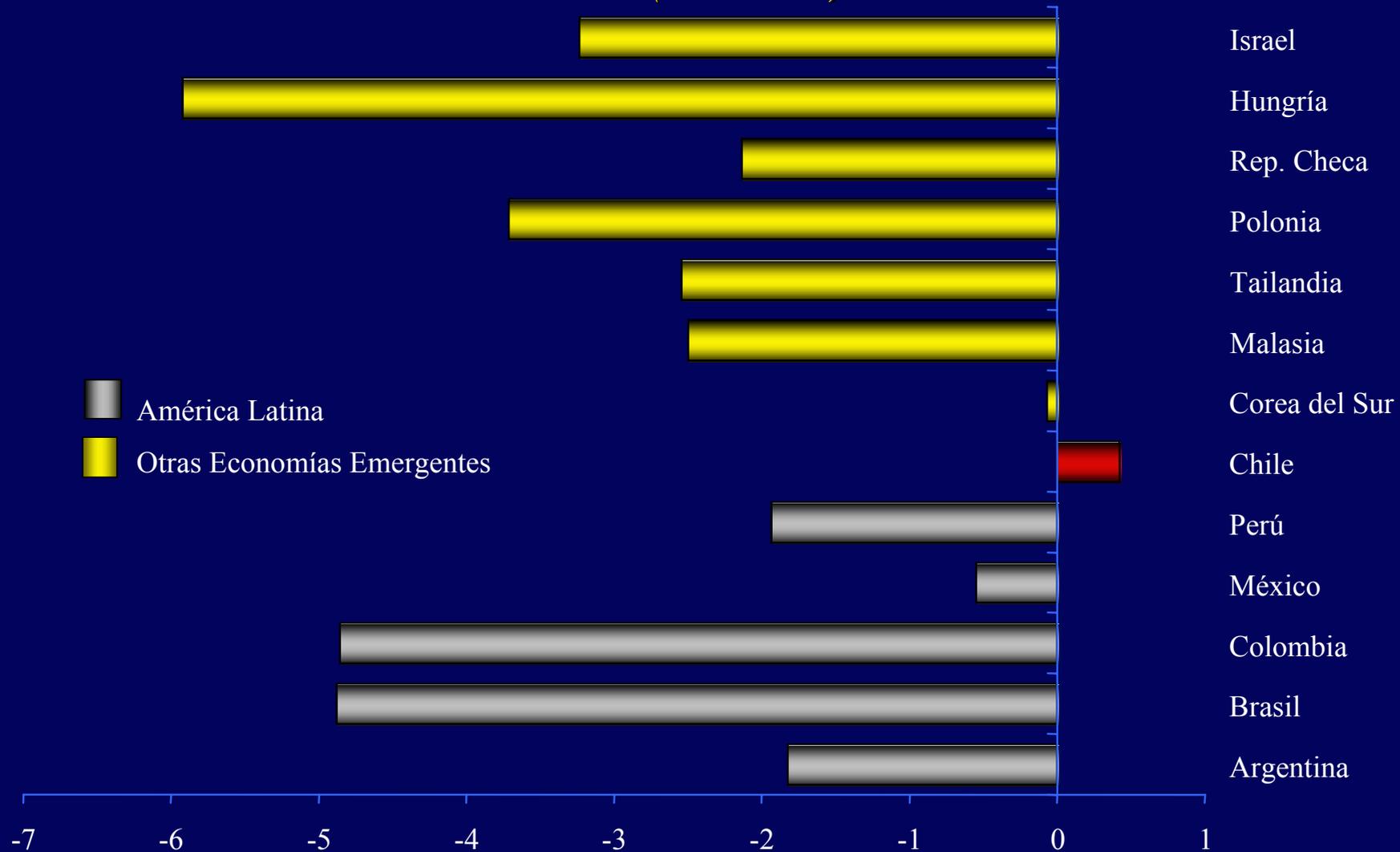
(porcentaje del PIB)



(e) estimado

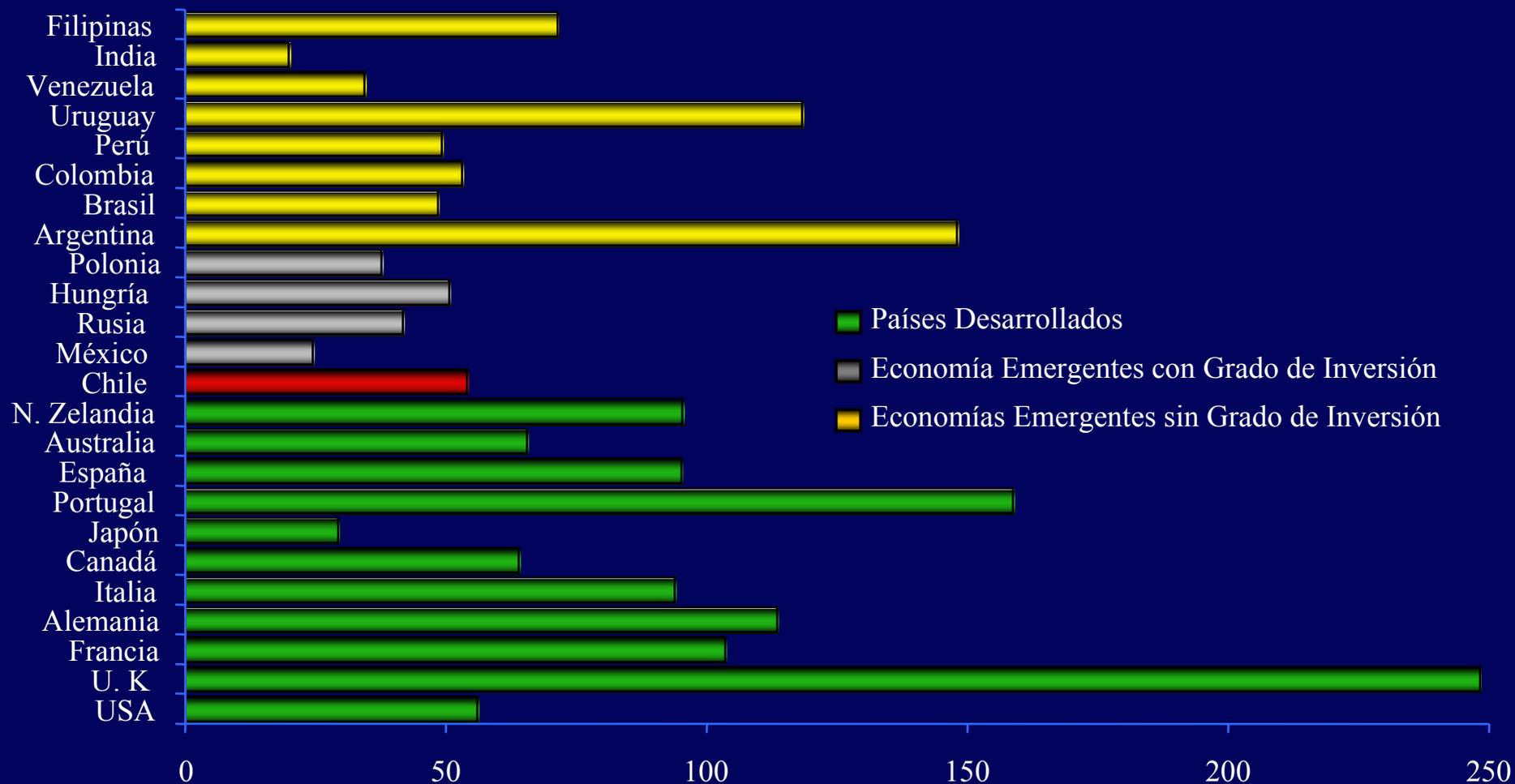
# Balance Fiscal: Promedio 1995 - 2003

(% GDP)



Fuente: Moody's Sept 2003, Ministerio de Hacienda.

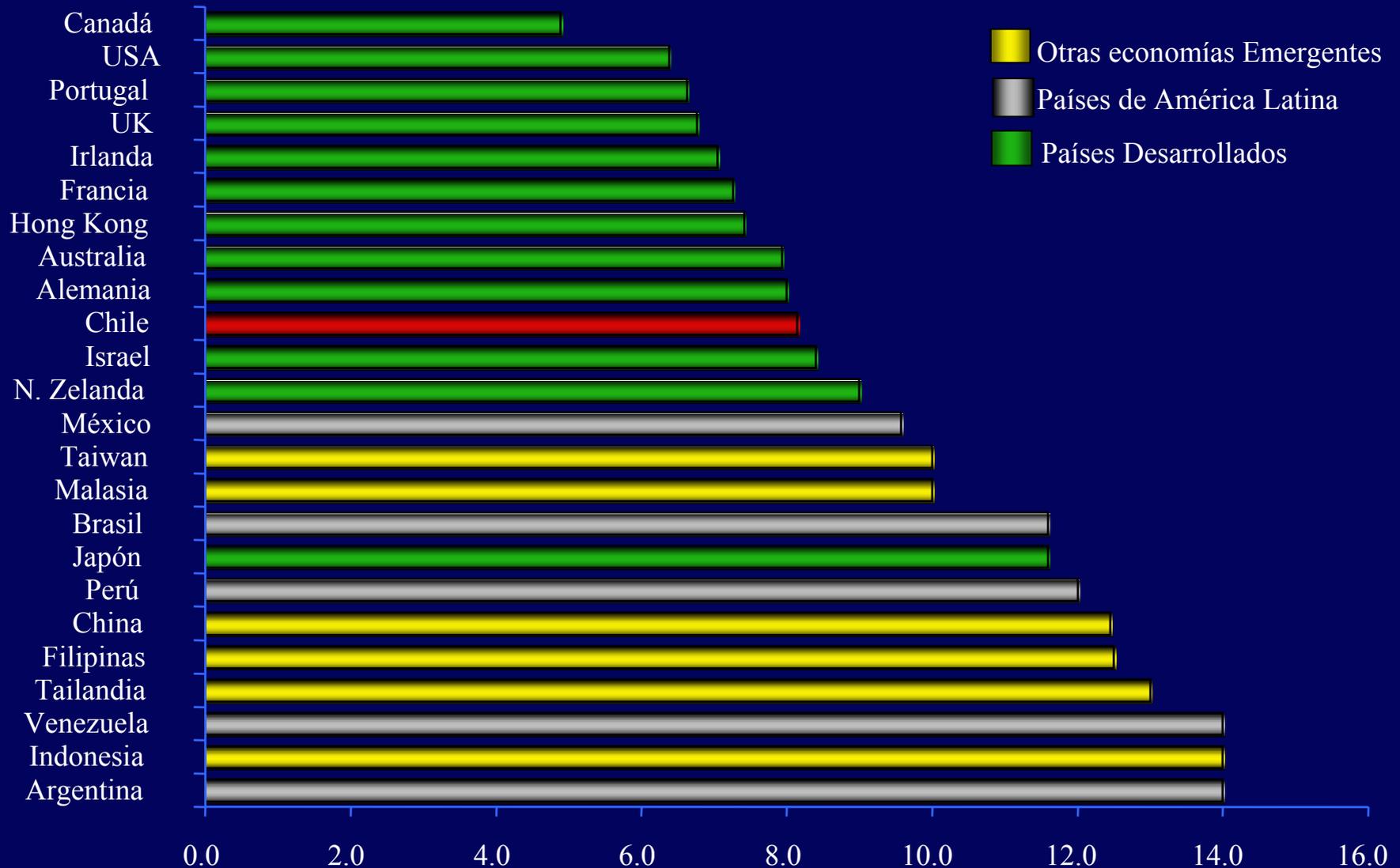
# Deuda Externa/PIB (%)



Diciembre, 2002. Deuda Externa = Debt Securities liabilities + Other Investment liabilities from IIP.

Fuente: FMI.

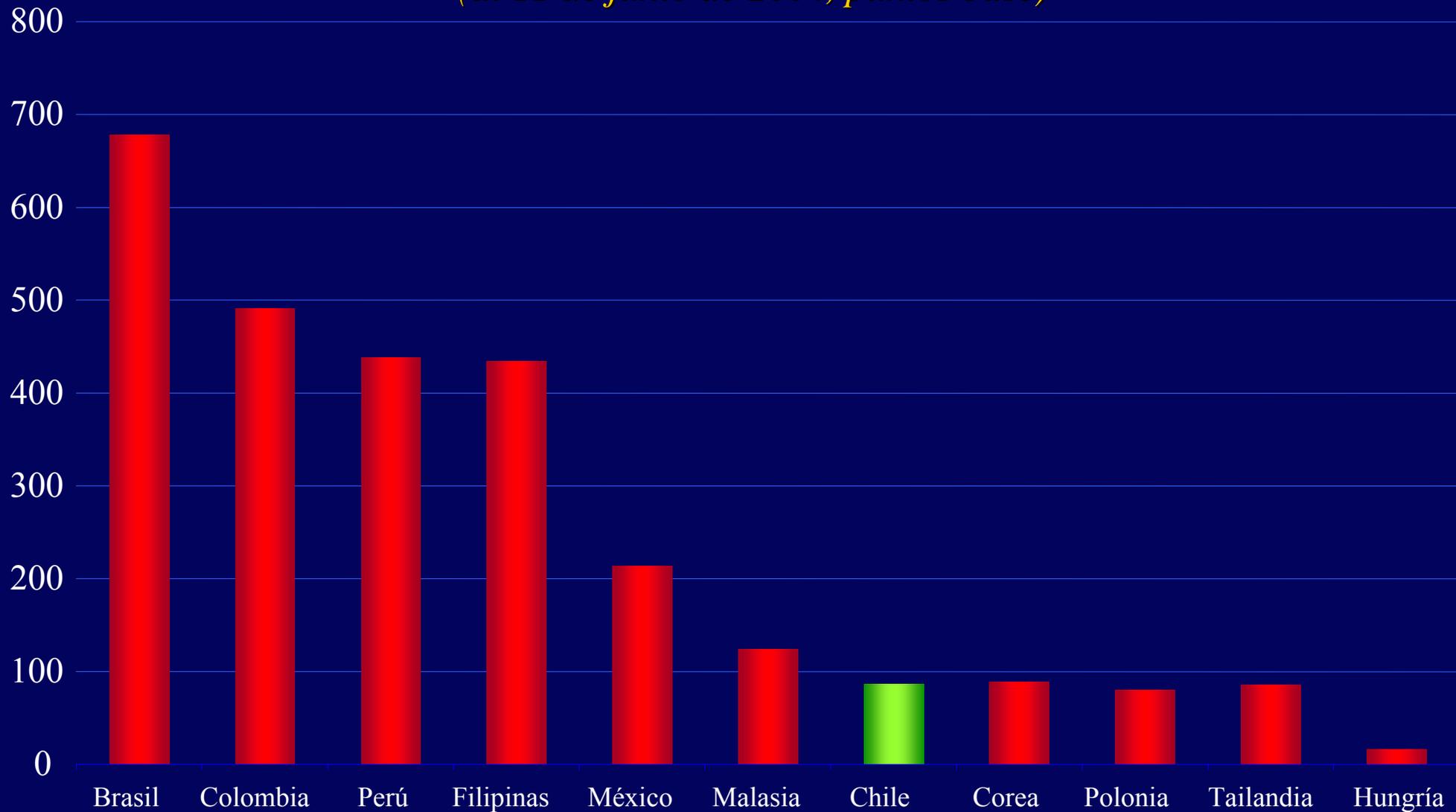
# Ranking de Fortaleza del Sector Bancario



Fuente: Moody's, Feb. 2004.

# *Spread de Economías Emergentes*

*(al 11 de junio de 2004, puntos base)*



# 3. Perspectivas Económicas

### 3. Perspectivas Económicas

- Dado que Chile es una economía muy integrada al mundo, sus perspectivas están ligadas a la evolución de la economía mundial.
- La economía mundial ha tomado un fuerte dinamismo en los últimos tres trimestres.
- En los países desarrollados destaca el alto crecimiento que muestran EE.UU. y Japón, mientras Europa está más atrás en el ciclo.

# 3. Perspectivas Económicas

- En los países emergentes destaca el renovado dinamismo de Asia, liderado por China y la India.
- Los efectos del repunte de la economía mundial se hacen sentir también en América Latina.
- Las proyecciones sobre las perspectivas de la economía mundial apuntan a un buen bienio, pero también al inicio de las alzas de tasas de interés en EE.UU.

# 3. Perspectivas Económicas

- Nuestro escenario externo central supone un buen bienio 2004-2005.
- Este escenario es favorable para Chile:
  - √ Mejores términos de intercambio a pesar de la lenta caída del precio del petróleo;
  - √ Mayores volúmenes de exportaciones;
  - √ Mercados financieros favorables pero con un alza en la tasas de interés internacionales de corto plazo.
- Pero este escenario tiene una serie de riesgos que analizaremos más adelante.

# Crecimiento Mundial

(%)

	Prom. 1990-99	2003	2004 (f)				2005 (f)			
			Sep-03	Ene-04	May-04	Jun-04	Sep-03	Ene-04	May-04	Jun-04
Mundial	3,3	3,7	3,9	4,5	5,0	5,1	3,9 =	3,9	4,3	4,4
Estados Unidos	3,0	3,1	3,5	4,6	4,8	4,7	3,4	3,5	3,9 =	3,9
Europa	2,0	0,9	2,3	2,4	2,0	2,1	2,5	2,3 =	2,3 =	2,3
Japón	1,7	2,7	1,7	2,2	3,5	3,8	1,5	0,9	2,2 =	2,2
Asia Emergente	7,9	7,1	6,6	7,2	8,5 =	8,5	6,4 =	6,4	7,0 =	7,0
América Latina	2,8	1,2	3,8	3,9	4,3 =	4,3	3,7	3,8	3,4 =	3,4
Socios Comerc.	3,0	2,6	3,6	4,0	4,2	4,5	3,5	3,4	3,6	3,7

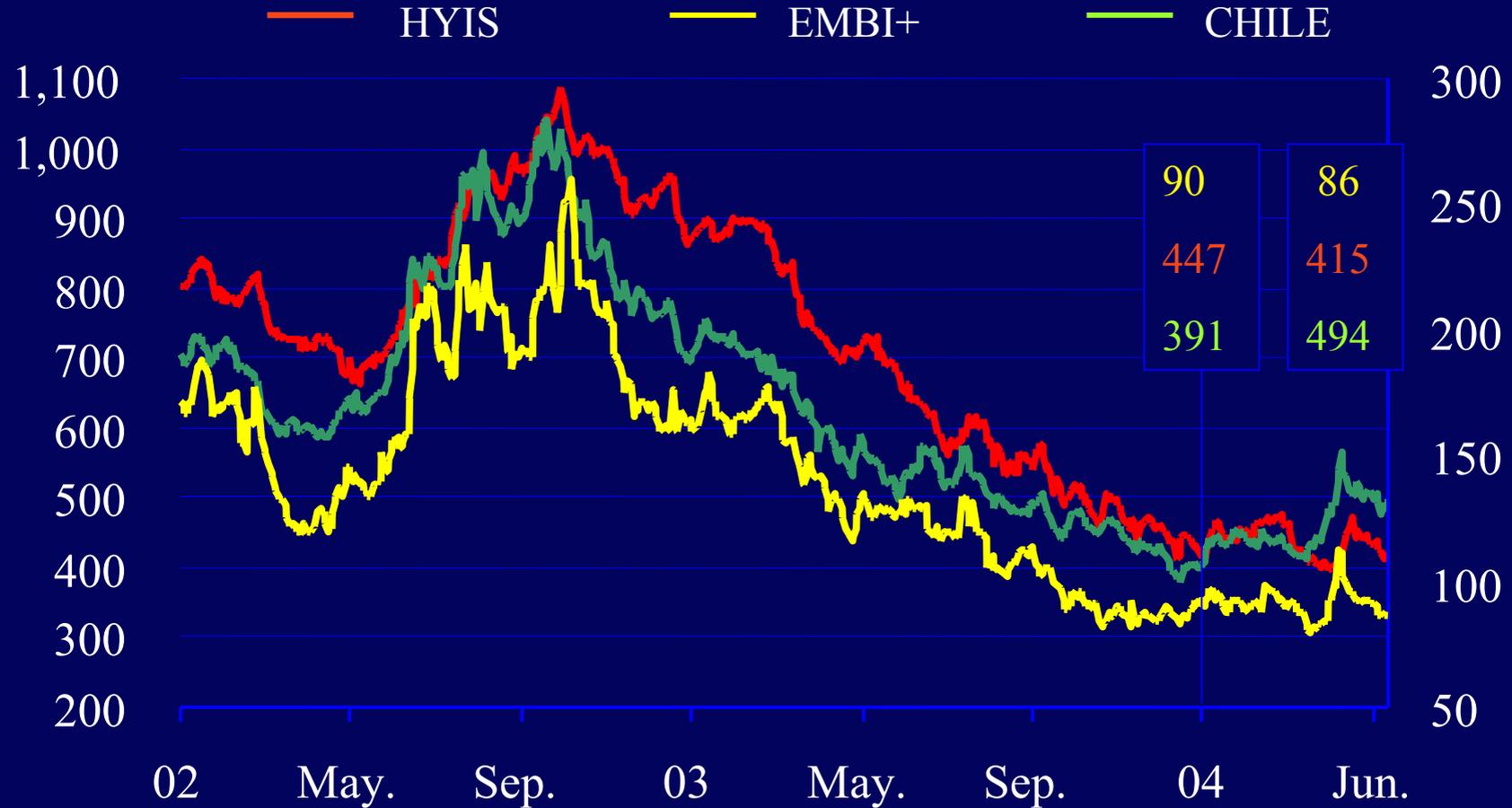
Fuente: Consensus Forecasts y Bancos de Inversión

# Escenario Externo Base: Resumen

	2002	2003	2004(f)	2005(f)
<i>(variación porcentual anual)</i>				
Términos de intercambio	3,3	2,9	12,8	-1,5
PIB socios comerciales	2,0	2,7	4,3	3,6
Precios externos (en US\$)	-4,1	10,5	5,6	1,8
<i>(niveles)</i>				
Precio del cobre BML <i>(US\$cent/lb)</i>	70,8	80,6	118,0	110,0
Precio petróleo Brent <i>(US\$/barril)</i>	24,9	28,9	33	29
Libor US\$ <i>(Nominal, 90 días)</i>	2,0	1,2	1,4	3,2

# Premio Bonos Alto Rendimiento

(*EEUU-EMBI+*, puntos base)



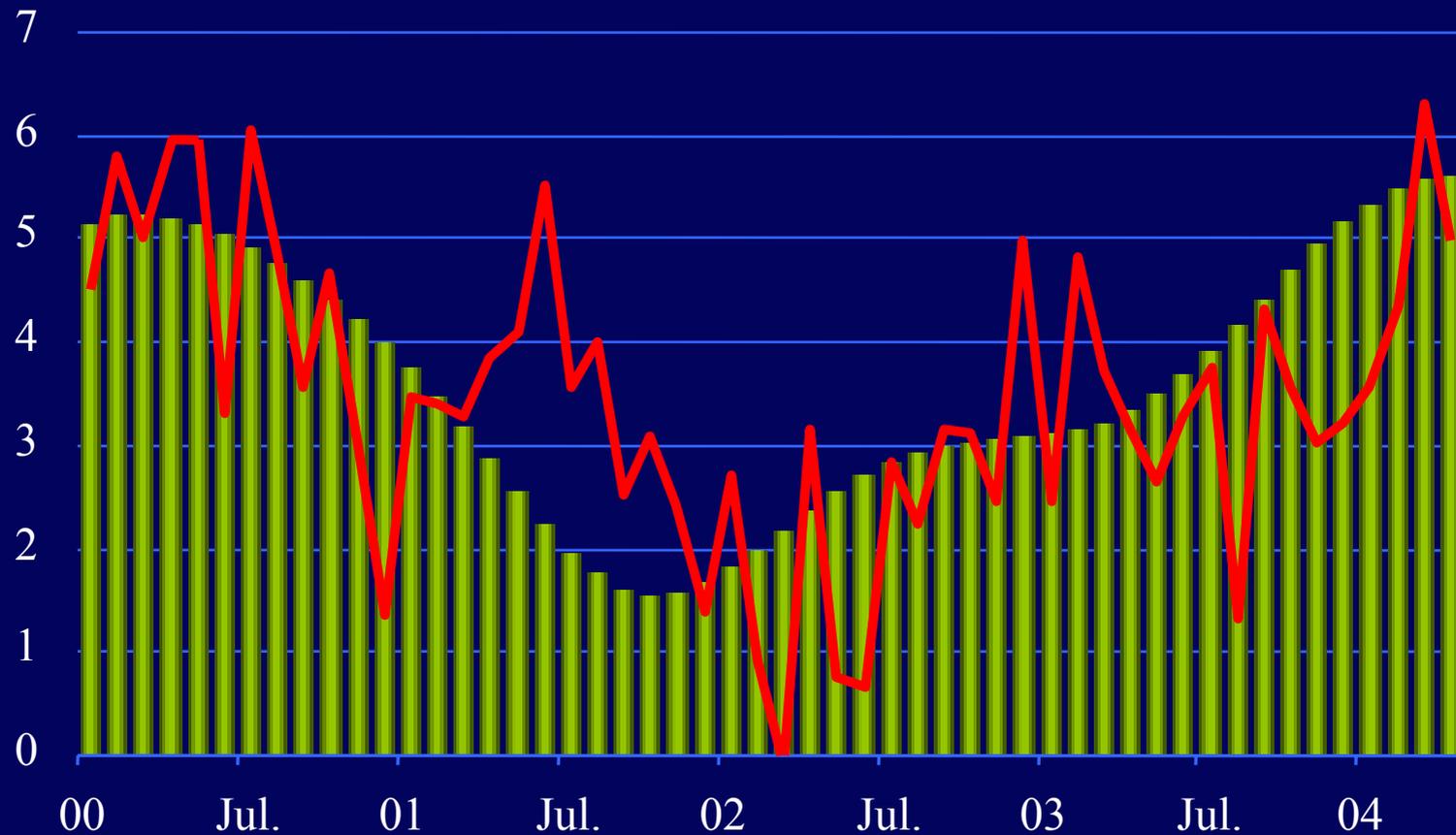
# 3. Perspectivas Económicas

- En el primer trimestre de este año la actividad continuó repuntando, con un crecimiento anual del PIB de 4,8% y una velocidad creciente.
- La demanda interna, por su parte, ha aumentado a tasas similares a las del PIB:
  - √ La baja en la tasa de crecimiento del gasto entre el IPoM de enero y el de mayo se debe a base de comparación y a una mayor reducción de inventarios de cobre que la proyectada.
- Las exportaciones muestran gran dinamismo.

# IMACEC

(%)

■ Var. mensual anualizada de la t.c.    — Tasa de variación en 12 meses



# Indice de Ventas CNC

*(serie desestacionalizada, promedio 2002 = 100)*



# Cambios en Proyección de la Demanda Interna

*(tasa de crecimiento, puntos porcentuales)*

<b>IPoM Enero</b>	<b>7,1</b>
Revisión Histórica Inversión/PIB	-0,8
Revisión Existencias de Cobre	-0,4
Otros	-0,2
<b>IPoM Mayo</b>	<b>5,7</b>

# Volumen de las Exportaciones

*(variación anual, porcentaje)*

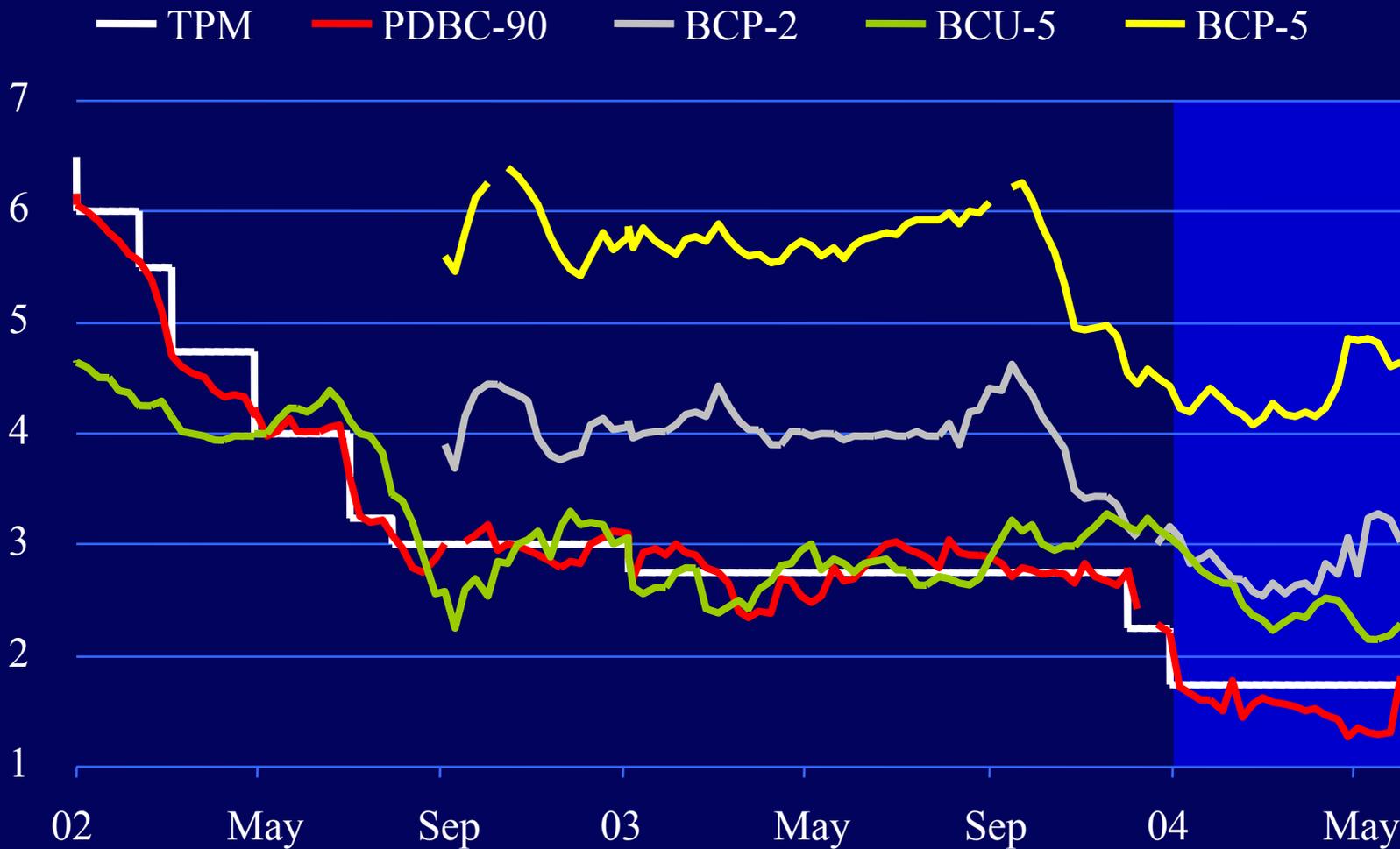
	2003					2004
	I	II	III	IV	Año	I
Totales	8,8	1,4	15,5	6,4	7,2	11,4
Mineras	3,5	0,1	20,4	2,3	5,8	7,2
Agrícola-Silvícola y Pesqueras	6,8	15,1	24,3	13,2	10,1	11,9
Industriales	17,4	-0,3	11,4	8,8	8,3	14,1

# 3. Perspectivas Económicas

- En el último tiempo la política monetaria ha sido muy expansiva.
  - √ las tasas de interés de más largo plazo se han mantenido bajas.

# TPM y Tasas de Interés del Banco Central

*(promedios semanales, porcentaje)*



# 3. Perspectivas Económicas

- La economía debería crecer entre 4,5 y 5,5% este año.
- El gasto crecería entre 0,5 y un punto sobre esas cifras y las exportaciones en torno a 12%.
- La velocidad de recuperación del empleo no es muy distinta de la observada en otros ciclos.

# Proyección de Actividad

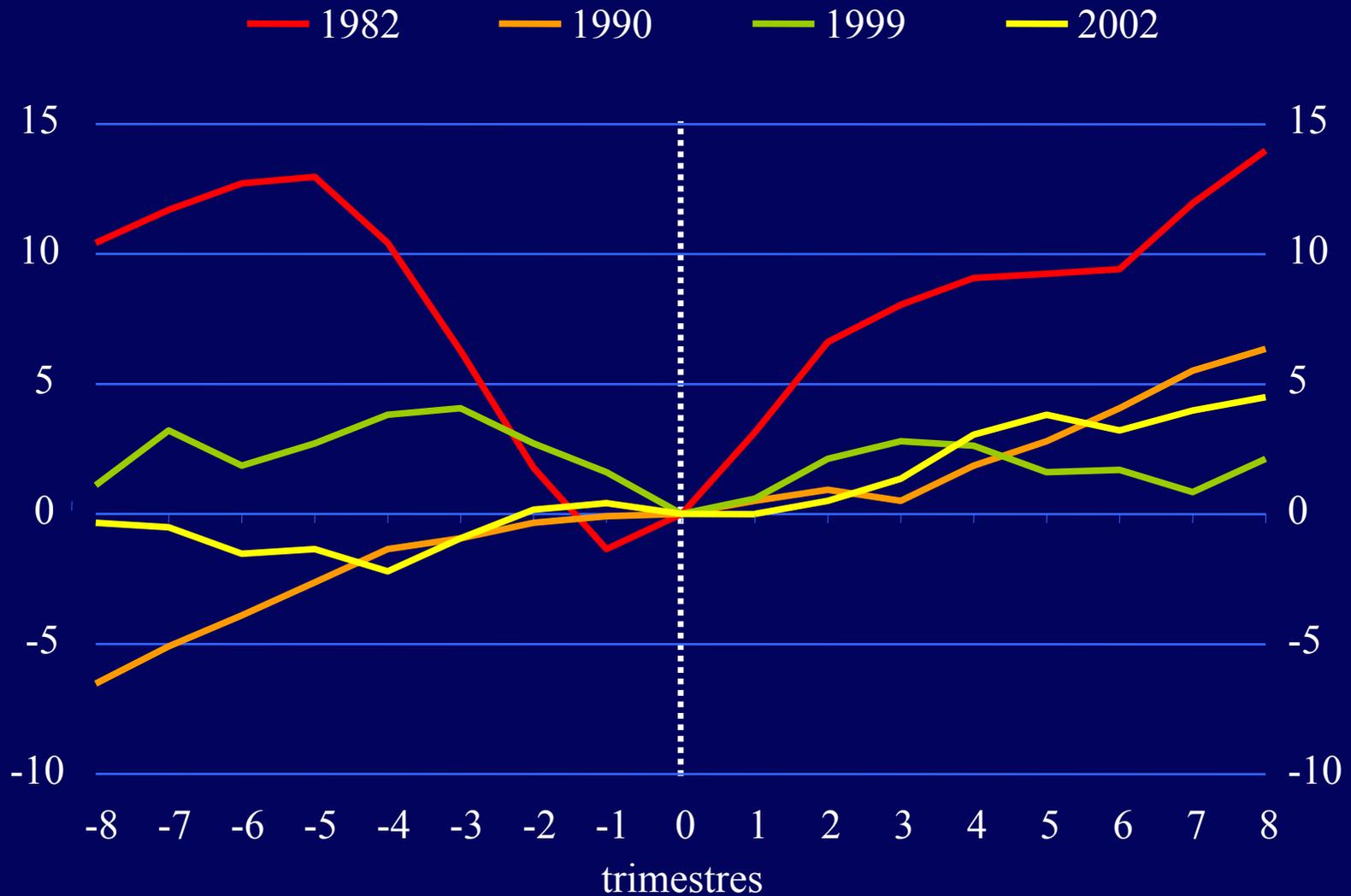
*(variación real anual, porcentaje)*

	2002	2003	2004(f)
PIB	2,2	3,3	4.5 - 5.5
Ingreso nacional	3,2	3,4	6,3
Demanda interna	2,5	3,5	5,7
Inversión	1,4	4,8	7,1
Resto Demanda Interna	2,8	3,1	5,2
Exportaciones	1,5	7,8	11,8
Importaciones	2,4	8,8	13,8
Cuenta corriente <i>(% del PIB)</i>	-1,2	-0,8	1,1

(f) Proyección

# Empleo en Puntos Bajos del Ciclo

(desviación porcentual respecto del punto más bajo del ciclo)

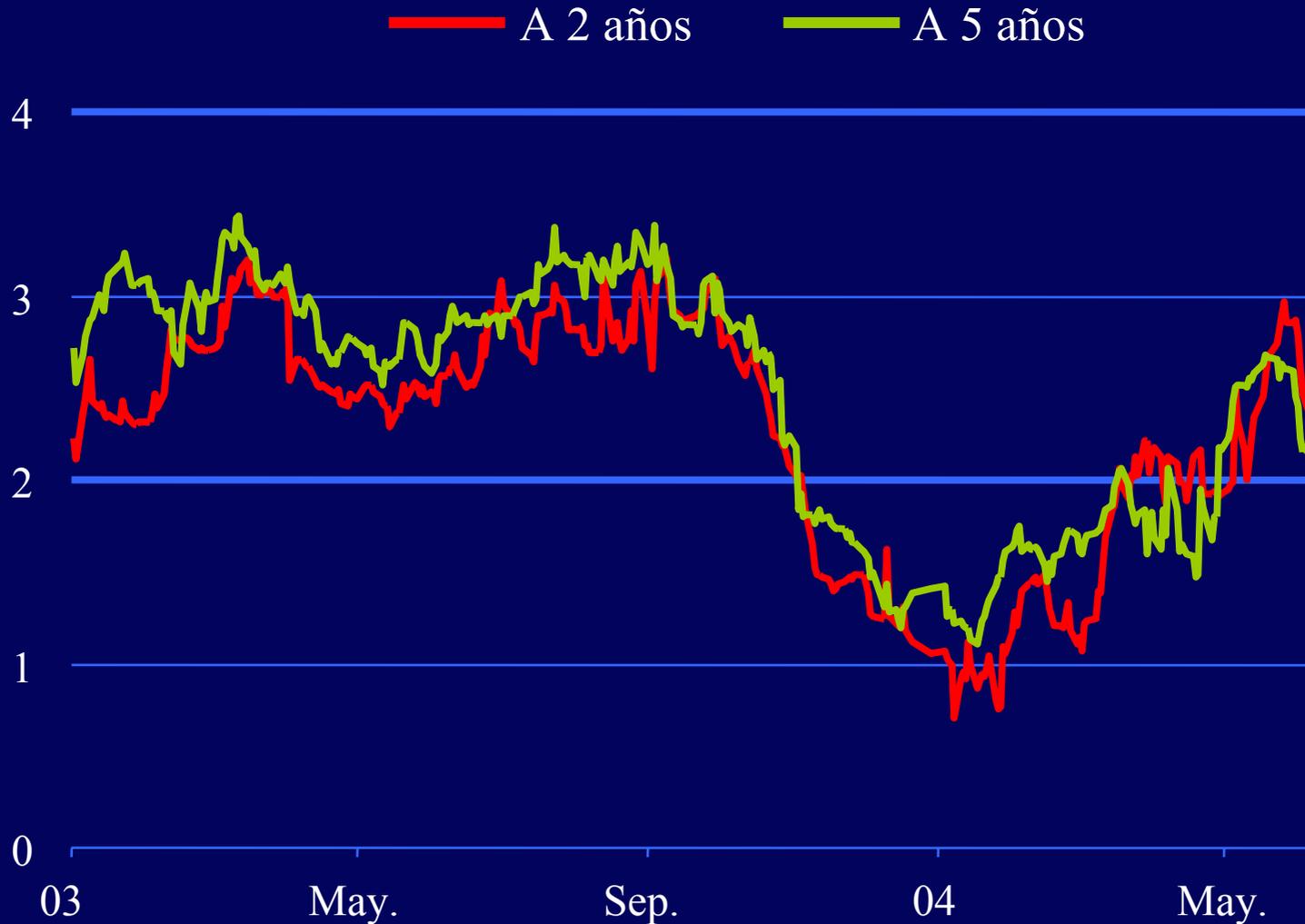


# 3. Perspectivas Económicas

- En cuanto a la inflación, las medidas subyacentes continúan atenuadas, aunque existe un aumento de precios de combustibles que impacta el IPC total.
- La evolución de la inflación en un horizonte de 12 a 24 meses estará afectada por la dinámica de los principales factores que la determinan:
  - √ (1) holguras de capacidad y laboral;
  - √ (2) márgenes y costos;
  - √ (3) expectativas de inflación.

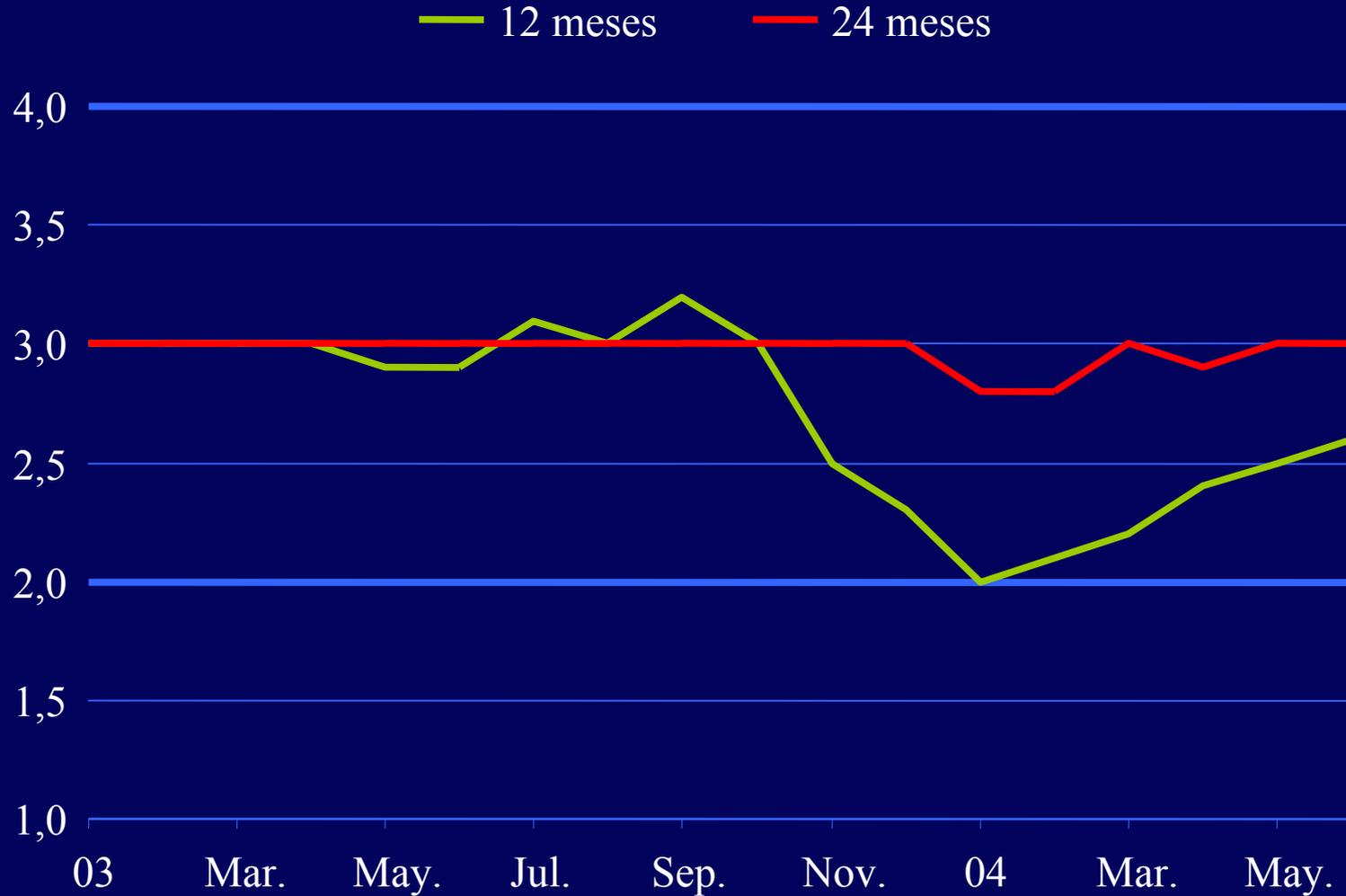
# Compensación Inflacionaria

*(porcentaje, en instrumentos nominales a 2 y 5 años)*



# Expectativas de Inflación

(% variación anual en el horizonte señalado)



# Proyecciones de Inflación

*(variación anual, porcentaje)*

	2002	2003	2004(f)	2005(f)	2006(f)
Inflación IPC promedio	2.5	2.8	0.9	2.6	
Inflación IPC diciembre	2.8	1.1	2.1	3.1	
Inflación IPC a 12 y 24 meses*				2.5	3.0
Inflación IPCX promedio	2.6	2.3	0.9	3.0	
Inflación IPCX diciembre	1.9	1.6	1.8	3.3	
Inflación IPCX a 12 y 24 meses*				3.1	3.0
Inflación IPCX1 promedio	2.5	2.2	1.1	3.2	
Inflación IPCX1 diciembre	2.1	1.8	2.0	3.2	
Inflación IPCX1 a 12 y 24 meses*				3.3	3.1

\* Corresponde a la inflación proyectada para el mes de junio de cada año.

(f) Proyección

### 3. Perspectivas Económicas

- Respecto de las paridades internacionales, destaca una reversión parcial en la depreciación que había mostrado el dólar hasta enero pasado.
- En lo que se refiere al tipo de cambio en Chile, su depreciación de los últimos meses refleja, en parte importante, una normalización de la política monetaria más pronta en EE.UU. que en Chile.

# Paridades Cambiarias: Variación Acumulada

*(en porcentaje respecto del dólar de EE.UU. al cierre del 10 junio 2004)*

	Dic.00	Dic.01	Dic.02	Dic.03
Argentina	196.5	196.0	-11.9	0.8
Brasil	59.5	34.6	-12.2	7.5
México	18.0	24.0	9.5	1.1
<b>Chile</b>	<b>13.3</b>	<b>-1.7</b>	<b>-9.7</b>	<b>9.7</b>
Japón	-4.4	-17.0	-8.0	2.2
Australia	-19.9	-26.9	-19.5	7.7
N. Zelanda	-30.0	-34.3	-17.2	3.8
Sudáfrica	-14.9	-46.1	-24.8	-3.9
Canadá	-9.2	-14.6	-13.4	5.2
Suecia	-19.7	-27.9	-13.0	5.1
Zona Euro	-22.1	-26.5	-13.3	4.1

# 3. Perspectivas Económicas

- Mucho se ha discutido últimamente sobre la volatilidad de la paridad peso dólar.
- Aquí es conveniente señalar que ésta no es muy distinta de la que experimentan países industriales que tienen también un sistema de flotación cambiaria.

# Volatilidades Cambiarias

	Peso	Euro	Yen	AUS\$	CAN\$	NZ\$
2001	8,3	11,7	10,1	13,3	5,3	13,0
2002	9,6	9,1	9,7	8,7	5,9	9,9
2003	8,2	10,3	8,2	10,0	8,6	10,4
2004	13,3	12,2	9,8	14,2	9,6	15,3
1er trim. 2004	14,4	12,3	7,8	12,6	10,1	13,3
Abril	11,5	12,8	11,5	15,6	9,1	17,6
Mayo	12,4	11,9	12,7	16,3	9,2	17,9
Junio	11,5	10,8	12,6	16,6	8,4	17,9

Medida como desviación estándar de las variaciones diarias

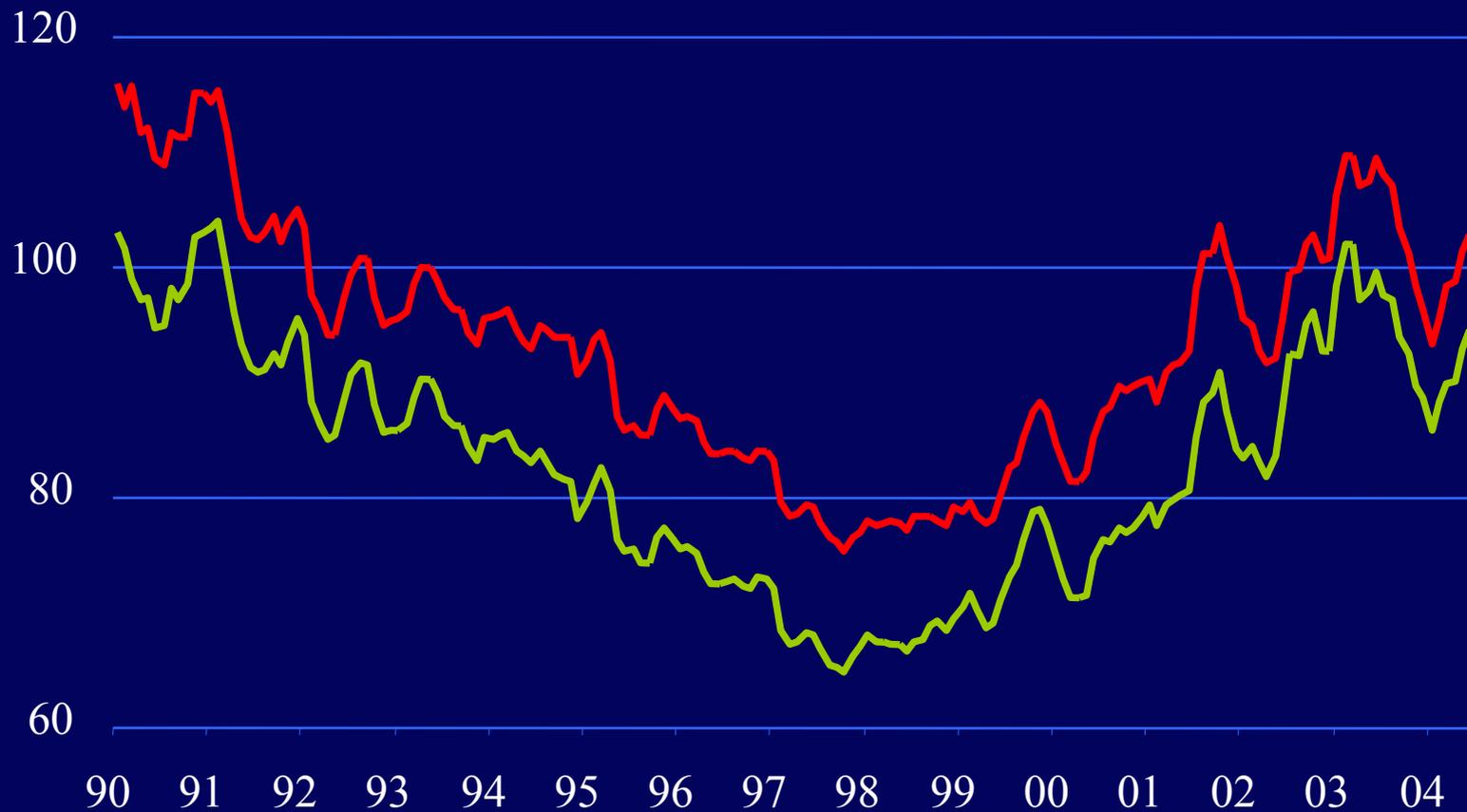
### 3. Perspectivas Económicas

- Si examinamos el TCR éste se encuentra en valores superiores a los observados en gran parte de la década de los noventa.
- Vale la pena siempre recordar que la política cambiaria del BCCh incluye la posibilidad de intervención.

# Índice de Tipo de Cambio Real

(índice, promedio 1986=100)

— TCR    — TCR-5



## 4. Escenarios de Riesgo

## 4. Escenarios de Riesgo

- Las proyecciones presentadas corresponden al escenario central, pero éste enfrenta riesgos tanto internos como externos.
- En el frente externo, los principales riesgos se refieren a:
  - √ Un alza mayor que la esperada en las tasas de interés externas, con grados de turbulencia mayores en las economías de la región.
  - √ Una reducción más pausada del precio del petróleo con consecuencias sobre la inflación y, eventualmente, sobre la trayectoria del consumo.

## 4. Escenarios de Riesgo

- √ Una desaceleración más profunda de China con efectos colaterales negativos en la economía mundial y en los términos de intercambio.
- √ En el mediano plazo queda el riesgo de la forma y momento en que se ajustarán los desequilibrios fiscales en algunas economías desarrolladas, especialmente EE.UU.

## 4. Escenarios de Riesgo

- En el frente interno, los principales riesgos se refieren a:
  - √ Una restricción de gas natural argentino muy superior a la observada hasta ahora.
    - Los problemas de distribución recientemente observados tienen una incidencia acotada en la economía pero sus efectos son no lineales.
  - √ Es posible que el gasto interno reaccione en forma más intensa y rápida al mejor escenario externo que se prevé para este año y el próximo.

## 4. Escenarios de Riesgo

- En su IPoM reciente el *Consejo* consideró que en el escenario central el balance de riesgos para el crecimiento está equilibrado, mientras que para la inflación está levemente sesgado al alza.

# 5. Conclusiones

## 5. Conclusiones

- En el escenario central (más probable) la inflación convergerá progresivamente a 3% dentro del horizonte de proyección.
- El BCCh estará atento para realizar ajustes en la política monetaria si las condiciones así lo requieren.
- El cumplimiento de nuestro compromiso con la meta de inflación es la mejor contribución que podemos hacer al desarrollo del país.

