



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION N° 45
DE POLITICA MONETARIA
Celebrada el 13 de marzo de 2003

En Santiago de Chile, a 13 de marzo de 2003, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Carlos Massad Abud y con la asistencia del Vicepresidente don Jorge Marshall Rivera y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina, señor Jorge Desormeaux Jiménez y señor José De Gregorio Rebeco.

Asiste el señor Ministro de Hacienda, don Nicolás Eyzaguirre G.

Asisten también los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Jorge Carrasco Vásquez;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga;
Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;
Gerente de Análisis y Operaciones Internacionales, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete;
Secretaria Ejecutiva del Gabinete de la Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo;
Jefe de Prosecretaría, doña Cecilia Navarro García.

Se encuentra también presente, especialmente invitada, la Asesora Macroeconómica del Ministerio de Hacienda, señora Bernardita Piedrabuena Keymer.

I. Resolución sobre Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 44, celebrada el 18 de febrero de 2003.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo el Proyecto de Acta de la Sesión N° 44, celebrada el 18 de febrero de 2003, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

II. Resolución sobre Minuta del Acta correspondiente a la Sesión N° 42, celebrada el 9 de enero de 2003.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo la Minuta correspondiente al Acta de la Sesión N° 42, celebrada el 9 de enero de 2003, la que se aprueba sin observaciones.



III. Fecha Sesión de Política Monetaria del mes de septiembre de 2003.

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de septiembre de 2003, para el día 4 de ese mes.

IV. Exposición.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, entrega el siguiente Informe:

SINTESIS DEL MES

En las últimas semanas, y como resultado del probable ataque de Estados Unidos a Irak, se ha incrementado la incertidumbre respecto de las perspectivas para el precio del petróleo y la economía mundial. Ello ha incidido en un incremento a nivel global en el precio del petróleo, así como en una mayor preferencia por activos financieros seguros, circunstancias que se han manifestado en Chile en una depreciación del peso respecto del dólar y otras monedas. Estos desarrollos, además de noticias negativas en algunos componentes subyacentes del IPC, han presionado al alza la inflación, lo que llevará a que la variación anual del IPC se ubique en 4,5% en marzo y abril. A pesar de estos sucesos, aún no hay antecedentes que modifiquen el panorama de corto plazo para la actividad y el gasto, que continúan en una trayectoria algo más firme. Además, hasta ahora el cambio en las perspectivas inflacionarias de mediano plazo ha sido moderado, aunque no despreciable, alcanzando un incremento de aproximadamente medio punto porcentual en las expectativas de inflación por parte del sistema financiero a dos y cinco años.

En el escenario externo siguen predominando las noticias sobre los alcances de un posible ataque de Estados Unidos a Irak. Ello ha presionado al alza con fuerza al precio del crudo, el que llegó a los niveles más altos desde la guerra del golfo en 1990. La diversidad de escenarios posibles para el conflicto bélico trae aparejado, de acuerdo a los principales analistas, una variedad igualmente amplia de desarrollos para la economía global. Aunque en estas circunstancias resulta difícil determinar con certeza cuál es el escenario central o más probable, por ahora sigue predominando la visión de una trayectoria descendente del precio del petróleo en el curso de este año, que más o menos compense los incrementos de los meses recientes, junto con una aceleración gradual del crecimiento mundial y una mejora de los términos del intercambio. Asimismo, en este escenario las condiciones financieras en Brasil tienden gradualmente a una mayor normalidad, lográndose la buscada estabilización. Los escenarios de riesgo, en todo caso, continúan latentes, y parecen ser claramente asimétricos, en términos de mayor precio del petróleo y/o menor actividad mundial. En este sentido, las próximas semanas serán determinantes para precisar el rumbo de la economía global.

Los mercados financieros internos se han adecuado a las nuevas condiciones y seguido las tendencias mundiales. En el curso de las últimas semanas, el peso se ha depreciado marcadamente, tanto real como nominalmente, en línea con la mayor incertidumbre y el incremento en el precio del petróleo. Esta mayor incertidumbre también ha aumentado la demanda de activos financieros más seguros, lo que, junto al incremento sorpresivo de la inflación, han apoyado la fuerte reducción de tasas de interés reajustables de largo plazo, movimiento que se ha verificado también en las tasas de interés de largo plazo internacionales. Este cambio, además, refleja el incremento en Chile de las expectativas de inflación de mediano plazo, lo que ha afectado de forma menor a las tasas de interés nominales. En todo caso, las condiciones financieras son coherentes con un ritmo de expansión de la actividad similar al previsto en la reunión de política monetaria pasada.



BANCO CENTRAL DE CHILE

A pesar de la escasez de noticias sectoriales o gremiales —situación habitual en febrero—, los antecedentes disponibles permiten evaluar que el gasto privado y la actividad continúan relativamente dinámicos. Las importaciones y las ventas industriales de bienes de consumo muestran tasas de crecimiento consistentes con un moderado ritmo de expansión del gasto, y las colocaciones de consumo siguen con una senda de aceleración bastante notable, al igual que la ocupación privada, presentando esta última tasas de crecimiento anual algo por debajo del 2%. El debilitamiento de la confianza de los hogares en febrero fue intensa, pero se ubica, aún, por sobre los niveles de mediados del año pasado. Adicionalmente, las exportaciones han retomado una senda de expansión. Así, se proyecta un ritmo de crecimiento anual, durante el primer trimestre de este año, de 3%-3,5% para el PIB y de 4%-4,5% para el gasto interno.

En suma, no se aprecia un cambio en los determinantes más persistentes y de mediano plazo de las presiones inflacionarias. La reducción del desempleo por ahora refleja un mayor crecimiento del empleo pero estabilidad en la fuerza de trabajo, mientras que los costos laborales unitarios han continuado con una senda de desaceleración, gracias al crecimiento de la productividad. Se espera en todo caso un mayor crecimiento de los salarios nominales hacia mediados de este año, producto de la aceleración reciente de la inflación. Por su parte, el panorama de corto plazo de la inflación subyacente ha sido mixto. Las buenas noticias de enero, reflejadas en una inflación anual del IPCX1 que descendió hasta 1,7%, se revirtieron en febrero, alcanzando un 1,9%, aún quedando dudas respecto de la trayectoria en marzo y los próximos meses de algunos productos relevantes, como el pan. El impacto de los combustibles, en tanto, ha estado dentro de lo anticipado, esperándose además 30 pesos de incremento en la tarifa de la locomoción colectiva para marzo-abril. Así, la inflación del IPC se ubicará en 4,5% en marzo y abril. Existen holguras sustanciales en todo caso, lo que se aprecia en que la inflación del IPCX se mantiene cerca del 3% anual y la del IPCX1 entre 2% y 2,5% anual.

Para el segundo semestre de este año, indudablemente los principales factores que determinarán la trayectoria de los precios son el precio de los combustibles y el tipo de cambio. De darse el escenario que se estima como más probable, (precio Brent en US\$23 por barril promedio en el 2004 junto con un tipo de cambio que tiende a \$720–\$730 por dólar) la inflación del IPC retornará rápidamente al centro del rango meta, ubicándose en 2,5%-3,0% anual en diciembre, y llegando a 3,0% hacia fines de 2004 (3,3% a marzo de 2005), consistente con un crecimiento anual promedio cercano a 4% en 2003 y 2004. Un escenario más negativo, con una convergencia del precio del petróleo en US\$28 por barril en 2004 y tipo de cambio en \$740–\$750 por dólar, la inflación del IPC se ubicaría durante varios trimestres de este año por sobre 4%, llegando a cifras en torno a 4% en diciembre. En este escenario, se estima que los efectos contractivos directos e indirectos, por deterioro de la confianza, reducirían el crecimiento anual promedio en 2003 y 2004 hasta 3%. Las mayores holguras, por este factor, impedirían una trayectoria marcadamente divergente de la inflación del IPC, la que se mantendría entre 3% y 3,5% anual hacia fines de 2004 (3,5% a marzo de 2005).

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA

I. Escenario Internacional

Las perspectivas de crecimiento mundial y de los socios comerciales se mantienen sin cambios en relación con las consideradas en el escenario base del mes anterior.

No sucede lo mismo con el precio del petróleo, que se espera permanezca temporalmente en niveles algo más altos, debido a la incertidumbre relacionada con el conflicto bélico en Irak.

Los riesgos asociados a la guerra, si es que no se da el escenario más probable de un conflicto con alcances limitados y de corta duración, siguen desbalanceados, apuntando



BANCO CENTRAL DE CHILE

a un precio del petróleo, crecimiento mundial y apetito por riesgo más desfavorables para la economía chilena. De otro lado, ha continuado el mejoramiento de la situación económica de Brasil, como consecuencia de anuncios y decisiones que han incrementado la confianza de los inversionistas, aunque persisten riesgos externos y políticos que eventualmente podrían comprometer la sustentabilidad de la deuda brasileña.

El precio del cobre se ha mantenido en las últimas semanas oscilando en torno a US\$0,75-US\$0,76 por libra (US\$0,78 a principios de marzo). Similares motivos a los enunciados en la reunión pasada explican la evolución del precio del metal: bajo rendimiento bursátil, depreciación del dólar y preferencia por activos más seguros. También ha sido importante la caída en los inventarios totales, principalmente en las bolsas asiáticas, por la demanda creciente de China y Corea. No obstante, se esperan caídas (leves) en el precio del cobre una vez que se despeje la incertidumbre asociada al conflicto bélico con Irak, lo que lleva a mantener las proyecciones de US\$0,76 y US\$0,82 la libra en 2003 y 2004, respectivamente.

El petróleo, en tanto, ha mantenido un precio promedio en torno a los US\$33 el barril desde el cierre de la reunión pasada, como consecuencia de la incertidumbre asociada con el conflicto bélico en el Medio Oriente y de la aún baja producción del crudo en Venezuela, cuyo retorno pleno al mercado tardará algunos meses. Así, los antecedentes recientes indican que el precio permanecerá en el corto plazo a niveles algo más altos de lo que se anticipaba, pero manteniendo una trayectoria decreciente una vez que se declare la guerra, suponiendo que ésta resulta ser breve y de alcance limitado, lo que permitirá finalizar el año con un precio por barril de US\$23. De esta forma, el promedio proyectado para el año sube respecto de lo considerado en la reunión pasada a US\$28 el barril, manteniéndose la proyección de US\$23 para 2004.

Los mercados financieros internacionales continúan afectados por el nerviosismo asociado a las posibilidades de guerra. La búsqueda de activos más seguros, por la mayor aversión al riesgo, explica la mantención de precios elevados en los metales y la caída (respecto de la reunión de política monetaria anterior) cercana a 40 puntos base en los bonos del tesoro de Estados Unidos a diez años y de 20 puntos en los bonos europeos. Adicionalmente, el euro continúa apreciándose, en relación con lo que se observaba en la reunión de febrero. Cabe notar que el aumento del precio de los bonos de Estados Unidos se da a pesar del anuncio de mayor emisión de deuda para financiar el incremento en el déficit fiscal.

En relación con la tasa de política de Estados Unidos, los mercados futuros indican que una parte importante del mercado espera una rebaja de 25 puntos base en la próxima reunión (18 de marzo), quedando el período de alzas de tasas postergado para los últimos meses de 2003. Sin embargo, tal como lo expresara el Presidente de la Reserva Federal, la intensificación de los riesgos geopolíticos hace especialmente difícil realizar proyecciones económicas, por lo que hay que observar con cautela cómo evolucionan las expectativas del mercado. En la zona euro, tal como lo esperaba el mercado, durante los primeros días de marzo se produjo una rebaja de 25 puntos base de la tasa rectora. A pesar de ello, se continúa esperando una nueva rebaja (25 puntos) hacia mediados de este año, dada la deprimida dinámica del crecimiento como de la inflación en las principales economías de la zona.

Dada la incertidumbre reinante, los mercados financieros emergentes continúan vulnerables. Esto es particularmente relevante para América Latina, a pesar que el acuerdo del Fondo Monetario Internacional con Argentina y las señales entregadas por las nuevas autoridades brasileñas, han tranquilizado en algún grado a los mercados. Cabe destacar que en el caso de Brasil, una caída en la confianza de los inversionistas podría comprometer seriamente la sustentabilidad de su deuda pública. Asimismo, un



BANCO CENTRAL DE CHILE

deterioro de las condiciones económicas globales constituye una fuente de incertidumbre adicional para esta economía y la región en general.

Cabe mencionar que, respecto de la reunión pasada, el peso chileno se ha depreciado en términos reales respecto de las principales monedas de América Latina, en particular el peso argentino y el real brasileño, que se han mantenido relativamente estables en las últimas semanas.

II. Mercados Financieros

Durante las últimas semanas los mercados financieros internos han sido reflejo de la alta incertidumbre mundial. Esto ha significado una importante depreciación real y nominal del peso, en línea con el incremento del precio del petróleo. Asimismo, la mayor incertidumbre se ha plasmado en un incremento de la demanda de posiciones financieras más seguras, lo que ha significado una importante caída de las tasas de interés reajustables de largo plazo. En esta evolución también han jugado un rol preponderante la sorpresiva variación del IPC de febrero y la trayectoria esperada para la inflación en adelante, junto con la evolución a la baja en las tasas de interés de largo plazo en el exterior.

Con todo, durante febrero los BCU con plazos inferiores a diez años (en promedio) se mantuvieron estables respecto del mes anterior (2,8%), en tanto que los a más de 10 años mostraron un leve aumento hacia finales de mes al situarse en 3,9 y 4,8% a 10 y 20 años, respectivamente. Cabe destacar que en los primeros días de marzo, luego de conocerse el IPC de febrero, las tasas de estos instrumentos mostraron importantes descensos (más de 20 puntos base, especialmente en el corto plazo), situándose los BCU-5 en 2,56% y el BCU-10 en 3,78%.

Luego de la rebaja de la tasa de política monetaria de comienzos de año, el mercado de documentos nominales experimentó incrementos de las tasas de interés en todos sus plazos, para posteriormente caer en los primeros días de marzo hacia niveles cercanos a la tasa de política monetaria (PDBC-90). La trayectoria creciente de las tasas de interés en pesos se ha explicado por la menor demanda por estos instrumentos debido a la imperfección de las condiciones de arbitraje entre las tasas en UF y pesos. En efecto, al estar la tasa en pesos constante y existir expectativas de inflación superior a 0,2%, cualquier instrumento reajutable con tasa de interés desde 0%+UF es más rentable que uno en pesos. Para las operaciones nominales de más largo plazo, el factor determinante en la trayectoria de las tasas de interés ha sido el incremento de las expectativas de inflación asociadas al aumento del precio del petróleo.

Las expectativas sobre la tasa de política monetaria que se extraen de la curva forward son similares a las observadas hace un mes. Ellas señalan un alza de 25 puntos base hacia fines del primer semestre y un incremento de aproximadamente 100 puntos al terminar el 2003. A su vez, la encuesta de expectativas de marzo considera que la actual tasa de política monetaria se mantendrá durante el primer semestre, para incrementarse en 50 puntos base recién a comienzos del próximo año.

En el mercado de los instrumentos privados de renta fija, las tasas de interés continuaron ligadas a la trayectoria de los BCU, registrando niveles históricamente bajos. Así, las letras de crédito mostraron una tasa de interés real media de 5,2%, cifra que se mantiene para aquellas letras con tasas de emisión entre 4% y 6%, aumentando hasta 6,2% para emisiones con tasas superiores a 6%. Las tasas de los bonos corporativos igualmente disminuyeron, promediando en la actualidad 5,6%.

Durante febrero, las tasas de interés de mercado continuaron con el traspaso parcial de la rebaja de la tasa de política monetaria de enero, finalizando el período con incrementos de las tasas nominales de colocación para los diferentes plazos. Sin



embargo, de acuerdo con las primeras cifras de marzo, esta tendencia se estaría revirtiendo, a raíz de la reanudación de las ofertas de créditos de consumo por parte de la banca.

En cuanto a los agregados monetarios, en febrero el dinero detuvo el dinamismo mensual de los meses previos. De todas formas, en términos de niveles, el M1A permanece con una variación del orden de 17% anual, explicada por el ajuste de stocks ocurrido entre el segundo y tercer trimestre de 2002 asociado al bajo costo de oportunidad.

En febrero, las colocaciones totales revirtieron la caída de los meses previos, lo que fue explicado, principalmente, por el incremento de las colocaciones en moneda extranjera (empresas exportadoras). En términos desagregados, en enero las colocaciones a empresas continuaron con un pobre desempeño, en tanto que los créditos destinados a personas mantuvieron la trayectoria expansiva del año anterior (las de consumo alcanzan niveles similares a los de comienzos de 1998).

Tipo de cambio

El peso ha acumulado una depreciación nominal respecto del dólar de 7,7% en el año, trayectoria que se ha visto intensificada a partir de la segunda quincena de enero (pasó desde \$710 por dólar a valores por sobre \$750 por dólar). Respecto del TCM y el TCM-5, la depreciación del peso ha sido aún superior (9,7% y 11%, respectivamente), dada la apreciación del euro respecto del dólar y la relativa estabilidad durante las últimas semanas de otras monedas de la región.

Estimaciones para el tipo de cambio real (TCR) señalan un incremento del orden de 10% en lo que va del año (a marzo), variación similar al del TCR-5. En esta depreciación real tiene incidencia la fuerte depreciación nominal y el aumento de la inflación externa relevante (2,8%), afectada por el alza del precio del petróleo en los precios mayoristas de los socios comerciales de Chile.

Las expectativas que se extraen de las cotizaciones de Bloomberg mantienen el peso en torno a sus valores actuales, cerrando el año con una depreciación del orden de 1%, similar a los contratos forward. La encuesta de expectativas económicas de marzo indica un resultado levemente diferente, al esperar una apreciación cambiaria hacia fines de año (valores en torno a \$725 por dólar). Por su parte, el diferencial real de tasas interna-externa se ha mantenido en promedio en torno a los 70 puntos base en las últimas semanas, tras abrirse a fines de enero a causa del aumento transitorio del premio soberano y de las tasas externas.

De esta forma, la trayectoria reciente de las tasas de interés y del tipo de cambio real parecen indicar que los movimientos cambiarios presentan factores determinantes más allá del arbitraje de tasas. La depreciación real del peso ha sucedido a pesar del importante incremento del precio del cobre durante el presente año (7%), el que no ha podido compensar el fuerte aumento del precio del petróleo (15%) durante el mismo período.

Con todo, las expectativas de mediano plazo son de una leve apreciación real del peso, situándose en niveles por encima de los previstos en el Informe de Política Monetaria de enero.

Bolsas

La mayor preferencia por inversiones más seguras ha significado que las principales bolsas acumulen caídas durante el año (Dow Jones y Nasdaq -9,3 y -4,3%, respectivamente). Asimismo, los ADR Latinos muestran una reducción de 7,8% en el

6/3/03



año. En el caso de los ADR chilenos, si bien la gran mayoría de ellos cerraron febrero con menores precios, el índice muestra un leve incremento (1%). Las empresas mayormente afectadas fueron las de supermercados y las eléctricas, estas últimas especialmente debido a los malos resultados del ejercicio del año 2002.

La actividad bursátil nacional mantiene una trayectoria al alza gracias a noticias corporativas puntuales. En efecto, el IPSA e IGPA medidos en pesos registran variaciones durante este año de 2% y 1,2%, respectivamente. Este crecimiento se encuentra ligado a sectores asociados a materias primas (celulosa y acero), cuyos precios internacionales han crecido en el presente año 5,3% y 3,5%, respectivamente. Sin embargo, al cuantificar el rendimiento bursátil en términos de dólares, se observan trayectorias similares a la de las bolsas de Estados Unidos de América.

III. Actividad y empleo

La estimación preliminar para el PIB del año 2002 aumentó marginalmente respecto de lo previsto hace un tiempo atrás, situándose en 2,1%. Esta corrección se focalizó en el cuarto trimestre (3%), por un mejor resultado en el sector energético. Para el primer trimestre de 2003 se espera un crecimiento del PIB del orden de 3%-3,5%, en línea con lo previsto hace un mes.

Para el gasto, también se aprecia un ajuste al alza para el año 2002 respecto de lo incluido en el Informe de Política Monetaria de enero, situándose en la actualidad con un crecimiento anual de 1,8%. Para el primer trimestre de 2003, se prevé una expansión anual entre 4%-4,5%.

Demanda interna

El retraso en la información sectorial de los gremios debido a la época estival no permite disponer de mayores antecedentes respecto del primer bimestre de 2003, con lo que al cierre de esta minuta solo estaba disponible información proporcionada por el Instituto Nacional de Estadísticas (INE). De acuerdo con esta última fuente, las ventas industriales de bienes de consumo habitual, señalaron en enero una tenue expansión respecto del mes anterior. Respecto de las ventas de bienes de consumo durable, se observó una caída, volviendo a niveles de comienzos del último trimestre de 2002.

En contraposición, durante febrero las importaciones de bienes de consumo mostraron un aumento anual significativo (30,4%), lo que podría anticipar buenos resultados para los restantes indicadores de consumo en los primeros meses de 2003.

Por el lado de la relación entre producción y ventas industriales durante enero se revirtió el crecimiento marginal de fines de 2002, retornando a los niveles promedio del cuarto trimestre del año pasado.

En febrero, el índice de percepción del consumidor de ADIMARK cayó con relación a los meses previos. En general, hubo un empeoramiento en todas sus categorías, en especial las vinculadas con la situación económica de mediano y largo plazo, así como las asociadas a inflación, probablemente influenciadas por la coyuntura de precios y de la situación bélica en el Medio Oriente.

Los indicadores de inversión en maquinaria y equipos no muestran signos de recuperación. En enero, las ventas de bienes de capital (INE), tuvieron un nuevo descenso en tendencia. Algo similar sucedió con las importaciones de este tipo de bienes que, si bien crecieron 5% anual en febrero, en tendencia tuvieron una reversión de la importante recuperación que observaban desde fines de 2002.



En relación con el sector inmobiliario, durante enero los permisos de edificación anotaron un leve repunte, el cual se concentró fundamentalmente en autorizaciones a establecimientos.

Sector externo

Durante el año 2002 el quantum de las exportaciones totales tuvo un crecimiento anual de 1,9%, similar al previsto hace algunas semanas. El crecimiento del volumen de las importaciones, por su parte, tuvo correcciones al alza respecto de lo previsto en la reunión pasada, con un aumento de 1,0% el que contrasta con el 0,2% anticipado en febrero. Para el primer trimestre de 2003, se esperan variaciones de los quantum de exportaciones e importaciones del orden de 4% y 8%, respectivamente.

Al mismo tiempo, la información de febrero señala que las exportaciones alcanzaron un valor FOB de US\$1.568 millones, mientras que las importaciones totalizaron un valor CIF de US\$1.398. Medidas en doce meses, el valor de las ventas y compras al exterior tuvieron incrementos de 9,8% y 28,7%. El saldo comercial resultante alcanzó los US\$266 millones.

Mercado laboral

En el trimestre móvil finalizado en enero el panorama del mercado laboral continuó con la recuperación exhibida a partir de septiembre de 2002. Eliminados los factores estacionales, el empleo continuó al alza con un incremento respecto del trimestre móvil anterior de alrededor de trece mil puestos de trabajo, explicado, principalmente, por una mayor ocupación en el sector privado.

Por su parte, la tasa de participación siguió con la senda relativamente estable que registra a partir del trimestre móvil finalizado en octubre del año pasado. La tasa de desempleo, en tanto, fue la más baja desde principios de 1999: 7,6% para la serie original y 8,6% en términos desestacionalizados. Similar comportamiento tuvo la tasa de desocupación de la Región Metropolitana, que alcanzó 7% y 7,6%, respectivamente.

Por otro lado, en febrero el número de vacantes —sin considerar efectos estacionales— se mantuvo relativamente estable con respecto al mes anterior.

Sectorialmente, el comportamiento de la ocupación fue explicado principalmente por agricultura, caza y pesca, servicios comunales, sociales y personales y construcción, que en conjunto generaron más de 30 mil puestos de trabajo —en términos desestacionalizados— entre los trimestres móviles finalizados en diciembre de 2002 y enero de 2003. Pese a lo anterior, en lo referido al comercio, se observó un relativo estancamiento respecto del período anterior.

IV. Precios y costos

En febrero el IPC tuvo una variación mensual de 0,8%, es decir, entre 0,2% y 0,3% por sobre lo esperado tanto por las proyecciones propias como por las del mercado.

La reversión de la caída reciente del precio de los medicamentos (no esperada), junto con la trayectoria del precio del petróleo (prevista) y su efecto sobre los combustibles en el mercado interno, fueron las principales causas del incremento del IPC de febrero. Las caídas en los precios de los productos perecibles, vestuario y equipamiento para la vivienda compensaron solo en parte las alzas ya mencionadas. El alza en el precio de los productos médicos tuvo efecto sobre la inflación subyacente, en especial del IPCX1. Así, tanto la inflación del IPCX como del IPCX1 aumentaron 0,5% en el mes (2,1 y 1,9% en términos anuales).



El aumento en el costo del barril de petróleo ha continuado afectando a los precios de los combustibles en el mercado interno y a la inflación IPC. La evolución en el curso del mes del precio externo del petróleo y de algunos de sus derivados (en especial la gasolina) anticipa la posibilidad de nuevos aumentos de precios en el mercado interno durante lo que resta de marzo. Sin embargo, la evolución que indican los precios futuros del petróleo hacen esperar una tendencia a la baja a partir del segundo semestre del presente año.

A este elemento sigue sumándose la depreciación del peso en las semanas recientes, elemento que se espera siga el habitual canal de traspaso en las tarifas de los servicios públicos. Por ahora, el efecto combinado del precio de los combustibles y del tipo de cambio hará aumentar la tarifa de la locomoción colectiva en \$20 a mediados de marzo, pudiendo producirse otro aumento de \$10 a mediados de abril.

Con todo, las expectativas de los agentes respecto de la evolución futura de la inflación no han sufrido cambios de consideración. A un año plazo, la encuesta realizada a las mesas de dinero señala niveles de 2,8%. La encuesta de expectativas, en tanto, muestra un leve aumento con relación a los meses previos, con una inflación esperada a diciembre de este año que pasa desde 3% (mediana de las anteriores cinco encuestas) a 3,3%. A dos años plazo, el diferencial de tasas entre operaciones nominales y reajustables se sitúa en 2,7%, mientras que la encuesta de expectativas permanece en 3%.

Por el lado de los salarios, durante enero, las remuneraciones nominales continuaron desacelerando su crecimiento anual, mostrando variaciones anuales medidas por el Índice de Remuneraciones por Hora y el Índice del Costo de Mano de Obra de 4,0% y 3,8%, respectivamente, los menores valores de que se tenga registro para estos índices. Lo anterior fue explicado por la evolución de la inflación hasta fines del segundo trimestre de 2002, la que es incorporada a los salarios vía cláusulas de indización.

Los costos laborales unitarios continuaron con la desaceleración en su crecimiento anual, lo que obedece, fundamentalmente, al comportamiento de los salarios nominales y al aumento de la productividad, tanto del total de la economía —considerado el empleo del sector privado— como del sector industrial. Esto continúa reforzando el escenario planteado en el Informe de enero respecto de las presiones inflacionarias acotadas desde la perspectiva del mercado del trabajo.

PERSPECTIVAS PARA LA INFLACIÓN DE CORTO PLAZO

Estimaciones iniciales indican que en marzo el IPC tendría un incremento mensual en torno a 1,2%. A la marcada estacionalidad en el rubro de educación, que habitualmente provoca inflaciones del orden de 0,5%-0,6% en este mes, se suman aumentos en el precio de los combustibles y en las tarifas de los servicios públicos. El mercado, en tanto, prevé una variación de la inflación de entre 0,7% y 1,0% para el mes.

Por un lado, la evolución del precio internacional del petróleo y de sus derivados hace anticipar aumentos en el precio interno de los combustibles para lo que resta de marzo. Al efecto del aumento en el precio de la gasolina se suma el incremento en el precio del gas licuado (casi 20% entre febrero y lo que va de marzo). Por otra parte, la suma del mayor precio del diesel y la depreciación del tipo de cambio provocan un nuevo aumento en la tarifa de los microbuses a mediados de marzo, que en esta ocasión será de \$20. Los mismos elementos gatillarían un reajuste de \$10 en abril. Hacia delante, y en la medida que se cumpla el escenario base planteado, los incrementos de la locomoción colectiva se revertirían para fines del primer semestre. A lo anterior, se agrega el efecto que el incremento del IPM en febrero tendrá sobre las tarifas de los servicios públicos en el curso del mes.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Otro factor que incidirá en la inflación de marzo es el aumento esperado en el precio del pan. Pese a ello, la evolución reciente del precio del trigo y la harina, así como las perspectivas que de ellos se tienen no permiten esperar incidencias más allá de una décima.

Con esta proyección, en marzo la inflación anual del IPC se situaría en 4,5%. Dado el escenario considerado para el precio del petróleo y el tipo de cambio, a partir de abril la inflación del IPC tendría sucesivas reducciones, ubicándose en 4% para fines del segundo trimestre y en 3% para mediados del tercero. La inflación subyacente, tanto del IPCX como del IPCX1, tendrían aumentos importante en marzo, aunque en línea con la señalada estacionalidad de los servicios de educación. En el caso del IPCX, el efecto de las tarifas de servicios públicos en él incluidas llevaría la inflación anual a 3% en el curso del segundo trimestre, para luego volver a cifras más cercanas a 2,5%. La inflación del IPCX1 en tanto, se mantendría en un rango de 2%-2,5% en los próximos seis meses.

Tabla 3: Proyección de corto plazo IPC e IPCX

		% var. anual			% var. mensual			petróleo (US\$/barril)	TCO (\$/US\$)	micros
		ipc	ipcx	ipcx1	ipc	ipcx	ipcx1			
2003	Feb	3,8	2,1	1,9	0,8	0,5	0,5	32,5	745	(+)
	Mar	4,5	2,5	2,0	1,2	0,9	0,7	34,7	760	(+) (+)
	Abr	4,5	2,9	2,2	0,3	0,4	0,1	33,4	750	(+)
	May	4,2	3,0	2,2	-0,1	0,3	0,2	30,3	740	
	Jun	4,0	2,9	2,3	-0,4	-0,1	0,1	27,3	730	(-) (-)
	Jul	3,2	2,6	2,3	-0,3	-0,2	0,1	25,6	730	(-)
	Ago	3,0	2,6	2,5	0,2	0,1	0,2	25,1	730	

El Presidente ofrece la palabra a los asistentes para comentar sobre la información entregada.

El Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel, señala que en relación a la información disponible en la última reunión de política monetaria de febrero de 2003, se han producido novedades significativas en las condiciones internacionales y en el ámbito nacional, que ameritan evaluar la mantención de la tasa de política monetaria en el nivel actual de 2,75%, que refleja una posición de política monetaria históricamente expansiva.

Manifiesta que el incremento no anticipado y más prolongado del precio del petróleo tiene efectos directos e indirectos sobre la inflación a través de los precios de los derivados del petróleo y los bienes y servicios intensivos en petróleo, el tipo de cambio y los precios influidos por reajustes salariales. Esta presiones alcistas se ven menos que compensadas por presiones deflacionarias derivadas por el menor gasto y la menor actividad inducidos por el shock de oferta. Las presiones inflacionarias se manifiestan actualmente en los elevados niveles de inflación de febrero y marzo y la considerable alza, por 50 puntos base, en las expectativas de inflación del mercado a 2 y 5 años plazo, reflejadas en una inflación esperada implícita de 3,5% anual en los papeles BCP-5.

A los efectos anteriores se agrega la influencia del paso del tiempo que hace que la ventana de proyección del horizonte de política se corre hacia un período futuro de mayor inflación. Con ello, las proyecciones para el escenario central, aunque están basadas en el supuesto de una guerra breve y reversión rápida en el precio del



petróleo con sus consiguientes efectos deflacionarios en 2004 y 2005, se reflejan en una inflación IPC de 3,1%, una inflación subyacente IPCX de 3,3% y una inflación subyacente IPCX1 de 3,6% a marzo de 2005. Si se toma en consideración todo el primer semestre de 2005, las proyecciones inflacionarias anuales se elevan en un 0,3% adicional.

A la luz de estas proyecciones, y bajo circunstancias normales, se debería recomendar una política monetaria más restrictiva. Sería muy difícil defender una inacción del Banco frente a su propia proyección de inflación, consistente con las expectativas de mercado, para el horizonte de 13 a 24 meses, que es precisamente el horizonte en el cual la política monetaria alcanza su máxima efectividad. Sin embargo, marzo de 2003 no ha sido precisamente un mes de circunstancias normales. La rotura del jarrón y los problemas de liquidez derivados del affaire Corfo-Inverlink han afectado la confianza en el mercado financiero, introduciendo una significativa incertidumbre financiera (y política), que ha motivado una inyección de liquidez por el Banco durante esta semana.

La combinación de mayor incertidumbre (con los consiguientes efectos negativos sobre el gasto, el producto y las presiones inflacionarias) y la inyección de liquidez provista por el Banco son inconsistentes con un alza de la tasa de política monetaria en las actuales circunstancias. Sin embargo, de despejarse el problema puntual de liquidez e incertidumbre financiera asociada a él en el futuro próximo, y de mantenerse las actuales condiciones que motivan proyecciones de inflación por encima del centro del rango meta en el horizonte de 5 a 9 trimestres, se debería considerar la adopción de una política monetaria más restrictiva.

A continuación, el Presidente solicita al Gerente de División Estudios que presente las opciones de política monetaria.

Al respecto, el señor Valdés señala lo siguiente:

En la reunión de política monetaria del mes pasado, el Consejo decidió mantener la tasa de política monetaria en 2,75% anual. Se consideró que, en lo grueso, tanto el escenario central —convergencia de la proyección de inflación a 3% en el horizonte habitual— como el balance de riesgos asimétrico —negativo para el crecimiento y positivo para la inflación— se mantenían. De esa manera, no se detectaron novedades de importancia como para modificar el impulso monetario.

Las novedades más importantes acumuladas desde la última reunión son las siguientes:

- * Los precios del petróleo y sus derivados continúan manteniéndose en niveles elevados, con consecuencias sobre la inflación en el corto plazo. En el escenario más probable, sin embargo, se espera que en el curso de algunos trimestres los precios del crudo vuelvan a niveles coherentes con los previstos en el Informe de enero. Una situación similar ocurre con el tipo de cambio.
- * Más allá de esta situación de precios específicos, la inflación subyacente de febrero sorprendió por lo elevada, revirtiendo las noticias positivas de los últimos dos meses.
- * Los pocos datos del sector real acumulados en las últimas semanas muestran que la actividad y el gasto han continuado con una senda de crecimiento moderada, en línea con lo esperado en las últimas dos reuniones de política monetaria. Destaca el crecimiento de las importaciones de consumo en febrero, que alcanzó a 30%.



BANCO CENTRAL DE CHILE

- * Aunque aún es pronto para aquilatar las consecuencias de las dificultades por las que ha atravesado el mercado de capitales doméstico esta semana (la situación está aún en estado de flujo), es posible que exista algún efecto negativo sobre el crecimiento y los spreads.
- * Por último, la solución del problema geopolítico del Medio Oriente mantiene vigentes los escenarios de riesgo considerados en el Informe de Política Monetaria.

Por el lado de las proyecciones, en el escenario central del Informe de Política Monetaria, actualizado ahora con los antecedentes acumulados de precios y actividad, la inflación promedia 2,9% en los próximos 24 meses, llegando a 3,3% a fines del horizonte de proyección, alcanzando en el segundo trimestre de 2003 niveles sobre 4%. La inflación subyacente, en tanto, alcanzará un promedio de 3,1% en los próximos 12 meses, llegando a 3,5% en marzo de 2005. (Al horizonte de proyección se le ha agregado un trimestre).

A la luz de estos antecedentes, las opciones más plausibles son mantener la tasa de interés en su nivel actual o incrementarla marginalmente, por ejemplo, en 25 puntos base. Considerando que la inflación se elevará por sobre 4% en el corto plazo y la proyección central, tanto del IPC como del IPCX, se encuentra sobre 3% a fines del horizonte de proyección, es posible descartar la opción de reducir la tasa de interés en esta reunión.

Con respecto a las opciones planteadas, se puede justificar un alza en la tasa de interés como el movimiento natural de política después de mantener una posición fuertemente expansiva. Con el paso del tiempo entran en el horizonte de proyección nuevos períodos y, si la política es efectiva y las demás variables que afectan la trayectoria de inflación se normalizan (o siguen la trayectoria prevista), es previsible que la tasa deba retornar en algún momento a niveles más cercanos a la tasa de interés neutral. En el escenario central, más allá de fluctuaciones previsibles en la inflación durante los próximos 24 meses, la economía está entrando justamente a este terreno. De hecho, las proyecciones de inflación son 3% a fines de 2004 y 3,3% en 24 meses. Dado los rezagos históricos involucrados, esto es coherente con la previsión de que la economía toma un ritmo de crecimiento algo mayor al actual.

Se puede argumentar, por el contrario, que se debería esperar tener mayores antecedentes de que el escenario descrito muestre mayores signos de consolidación y/o de presiones de inflación más subyacentes antes de iniciar el proceso de normalización del impulso monetario. Esto es coherente, por ejemplo, con tener proyecciones a 24 meses que se desvíen más que unas pocas décimas de 3%. Este argumento toma especial relevancia cuando la decisión de política inicia una fase de cambios en las tasas de interés que revierten la secuencia más reciente. Ello, porque tiene un efecto señal mayor y/o dificulta una eventual reversión futura. En este sentido, iniciar esta nueva fase de reducción del impulso monetario, con una inflación proyectada que no se desvía notoriamente de 3%, podría ser un movimiento de sintonía excesivamente fina. También hay consideraciones estratégicas, que se revisan más abajo, que podrían justificar mantener la tasa de interés.

Como en ocasiones recientes, también vale la pena analizar los cursos de acción que podrían ser más apropiados en el escenario de riesgo o alternativo. Al respecto, de acuerdo a las proyecciones que consideran un escenario en que no existe un pronto retorno del precio del petróleo a niveles más "normales" —promedio US\$ 28 en 2004—, y considerando efectos directos e indirectos, la inflación se ubicaría por sobre 4% por tres a cuatro trimestres, con un máximo en torno a 4,8%, alcanzado un promedio de 3,7% en los próximos 24 meses y un nivel de 3,5% a fines del horizonte. La trayectoria del IPCX sería similar, con un nivel algo por sobre 3,5% a fines del horizonte. El crecimiento también se resentiría, aunque estas mayores holguras, de acuerdo a los parámetros históricos, serían



insuficientes para que la trayectoria de inflación estuviera por debajo del escenario base. En el escenario alternativo, por lo tanto, existen argumentos para iniciar un aumento moderado de tasas de interés. Este escenario, sin embargo, se mantiene como uno alternativo.

Respecto de aspectos estratégicos, cabe destacar (i) que no se esperan cambios en la tasa de política monetaria para esta reunión; y (ii) que las cifras de comercio exterior de febrero son algo mejores que las esperadas por los analistas.

Por último, cabe mencionar que los inconvenientes que ha enfrentado el sistema financiero en los días más recientes hacen poco aconsejable un cambio en la tasa de política monetaria. En un período de incertidumbre, en que existen riesgos de que la liquidez no fluya de manera adecuada a todos los segmentos del mercado, un alza de la tasa de interés podría ser contraproducente y arriesga no ser bien comprendida. (Del mismo modo, una reducción de la tasa de política monetaria podría interpretarse como una reacción del Banco a los problemas observados en el mercado financiero, sin que exista necesidad de ello en función de los objetivos de estabilidad del sistema de pagos.)

A la luz de estos argumentos se sugiere considerar la mantención de la tasa de política monetaria en su nivel actual como la opción más adecuada.

El Presidente ofrece la palabra para comentar las opciones.

El señor Ministro de Hacienda manifiesta sentirse poco interpretado por el análisis que ha hecho la División Estudios. Cree que en el modelo hay una conceptualización que resulta en una inflación muy "sensible", en tanto que el producto se mantiene bastante estable. Esto no representa lo que ha sucedido en el último tiempo donde, más allá del shock transitorio, la inflación ha sido bastante estable y, lo que ha tendido a ser más bien la variable de ajuste de los shocks, ha sido el producto.

Piensa que el problema fundamental que tiene la conceptualización que hace la División Estudios es que una variable fundamental que relaciona inflación y producto es el tipo de cambio, el cual es exógeno en el modelo y por ello se produce una distorsión en el análisis. Manifiesta que es posible pensar en un escenario de crecimiento modesto, e incluso de desaceleración, con aceleración de inflación. Un caso típico en que se da lo anterior es cuando existen shocks de carácter financiero que producen una fuerte alza de tipo de cambio, una fuerte disminución de la entrada de liquidez de inversión extranjera y un aumento de la incertidumbre, lo que en su conjunto afecta negativamente al producto y produce una aceleración de la inflación. Sin embargo, duda que el shock real derivado del aumento del precio del petróleo se transforme en un shock financiero para Chile, porque, a pesar de que se puede producir una desaceleración de las economías producto de este shock, la actividad de nuestros socios comerciales debería "rebotar", dado lo que se observa en Argentina y Brasil. Si el mundo se ve relativamente más fuerte afectado por el shock petrolero y, dado que esto no se traducirá en un shock financiero para nuestra economía, se debiera esperar un fortalecimiento de la moneda chilena, lo que eliminaría la sensibilidad que se observa en la inflación.

Agrega que el análisis que ha hecho el Gerente de División Estudios tiene un problema. En la medida que se tiene una instancia monetaria expansiva y la brecha tiende a cerrarse, en algún momento la tasa de instancia tiene que ser más alta. Lo anterior supone que en el punto de partida lo único que está descuadrado es el producto potencial. Pero si también está muy descuadrado el tipo de cambio, en particular éste está muy sobredepreciado, y consistentemente con la reacceleración del producto hay una normalización del tipo de cambio real, durante un tiempo bastante prolongado se puede ver que ambos factores se compensan y, que el elemento transitorio desinflacionario que se tendría por el lado del tipo de cambio se va a compensar con el elemento transitorio



inflacionario que se tendría por el lado de la brecha del producto. Luego, si en el modelo se sensibilizara el comportamiento del tipo de cambio o del crecimiento de la brecha, se podría tener inflaciones hacia el año 2005 bien distintas según los distintos supuestos.

El Gerente de División Estudios, señor Valdés, expresa que no es que sea más nervioso o menos nervioso el modelo. Dice que el modelo refleja un parámetro histórico indicando que si el tipo de cambio se mueve, hay efectos en distintas variables. Ahora bien, como dice el Ministro, es muy importante analizar qué pasa con el tipo de cambio en estos escenarios. Respecto de eso, señala que si existiera la seguridad que mostraba el análisis del señor Ministro respecto de los movimientos del tipo de cambio, todo sería más fácil. Cree que no existe tal seguridad. La evidencia empírica es contundente y muestra que alejarse del supuesto de random walk para el tipo de cambio, es decir que se mantiene en un nivel como el observado en la actualidad es un buen supuesto y que alejarse de él implica tomar riesgos. Señala que, por ejemplo, el Banco de Inglaterra usa el supuesto random walk como un supuesto habitual en sus proyecciones, tomando decisiones suponiendo que el tipo de cambio no se va a mover. Por lo tanto, si uno se aleja de ese paradigma -y nos estamos alejando ya con alguna precisión- es apostar a algo que puede ser altamente arriesgado.

Agrega que si se tuviese tanta seguridad respecto de dónde tiene que estar o va a estar el tipo de cambio, cree que se tiene equivocado el esquema de política. Justamente se está flotando porque no se sabe bien dónde va a estar el tipo de cambio y no se está muy seguro dónde debiera estar. Insiste en que no desea defender una trayectoria particular del tipo de cambio, pero sí quiere decir que es muy difícil sustentar otros supuestos de tipo de cambio.

El Consejero señor De Gregorio dice compartir la idea que en el actual esquema de política macro y con la incertidumbre y los conocimientos que tenemos, asumir constancia del tipo de cambio hacia el futuro es un supuesto relativamente razonable. Incluso, dice sentirse relativamente incómodo con estos supuestos que sugieren cierta reversión del tipo de cambio y, en particular, otro tipo de variables como sucede con el precio del petróleo que de una u otra manera también está ayudando a anclar las proyecciones. Se podría pensar en un escenario no exagerado, con un tipo de cambio y un precio del petróleo a niveles más constantes o cercanos a un Random Walk. Además, hay argumentos de fondo como para usar esa estrategia, porque por otro lado se generaría tensión sobre la política cambiaria, en particular, sobre el esquema de flotación en escenarios donde se está haciendo una apuesta sobre la devolución del tipo de cambio a niveles de un peso más fuerte.

Cree también que hay un elemento que reduce en algo el énfasis de esta discusión, y es que los coeficientes de traspaso observado en los últimos años, dada la fuerte depreciación del tipo de cambio y la alta tranquilidad en materia inflacionaria, que también operan en el sentido contrario. Señala que en el futuro no apostaría a que, incluso con apreciaciones relativamente significativas, vayan a traer una desinflación muy importante, en la medida que esto vaya acompañado de aumento de la productividad, de aumentos de salarios que de alguna manera compensan, en parte, lo que pueda estar contribuyendo la fortaleza del peso sobre las perspectivas inflacionarias. Piensa que de alguna u otra manera se pueden poner ciertas dudas respecto de lo que está pasando en el horizonte de mediano plazo con nuestras proyecciones, tanto de inflación como de crecimiento, pero lo que sí han revelado al menos las proyecciones que se han mostrado ahora, es que desde algunos meses se está observando ciertos efectos del peor escenario por el lado de la oferta. Fundamentalmente, se está viendo en nuestro horizonte de proyección ciertas peores noticias por el ámbito inflacionario, sin embargo, cree que estas peores noticias no son tan significativas como para empezar a pensar que se está cambiando el signo del ciclo y piensa que hay tiempo para esperar y consolidar mucho más estos escenarios. Estima que, en estos momentos, las turbulencias que se



están viviendo hacen bastante aconsejable tomar una medida bastante cauta y mantener la tasa.

El señor Ministro de Hacienda con el fin de aclarar su intervención, señala que se puede tener una ecuación de inflación ajustada a parámetros históricos, pero en un modelo se puede proyectar dejando ciertas variables relativamente más constantes - haciendo supuestos - y dejando otras relativamente más a ser contestadas por el modelo. Dado lo anterior, algunas variables pueden ser más volátiles y otras menos, especialmente la que se fija. Es en ese sentido que dice que el modelo puede ser más sensible por el lado de la inflación que por el lado del producto, no en el sentido que sean sensibles los parámetros que están presentes en el modelo. Respecto a que el mejor supuesto hacia delante para el tipo de cambio es un Random Walk, eso es correcto si no se hacen algunas hipótesis sobre otras variables. Pero si se hace una hipótesis respecto de que hay un escenario negativo por el lado del petróleo, imagina que de eso deriva un menor crecimiento de la economía de los OCDE, y al mismo tiempo encuentra que la actividad en Chile sigue siendo bastante fuerte. Cuesta, dice, bajo ese supuesto, creer que no se está diciendo algo implícitamente sobre el tipo de cambio, porque evidentemente si la economía y este portafolio se comienzan a poner relativamente más fuertes y el resto del mundo comienza a ponerse relativamente más débil, eso se va a traducir en el tipo de cambio. Otro puede prever que lo anterior no es factible porque puede creer que, por ejemplo, la alta aversión al riesgo sobre las economías emergentes va a continuar en niveles muy altos y por eso, si bien la economía en términos relativos de Estados Unidos pudiera acelerar, no se materializaría una apreciación del tipo de cambio. Eso es legítimo, pero hay que manifestar cuáles son los tipos de análisis económicos que se tienen detrás de las variables que se usen en el modelo.

Por último, el señor Eyzaguirre hace la pregunta: ¿En qué estará pensando el staff del Banco Central Europeo o el staff de la Reserva Federal, que están observando el mundo igual que nosotros, en que el crecimiento efectivo frente a frente al potencial de Estados Unidos y de Europa no es tan distinto respecto de lo que se está viendo aquí, ya que consumen petróleo igual que nosotros y miran la misma trayectoria del petróleo, y están considerando una baja de la tasa de interés? ¿Por qué puede ser eso?

El Gerente de División Estudios, señor Valdés, señala que, respecto de la trayectoria del tipo de cambio, hay que precisar que en el escenario base todo el mundo crece, gracias a los efectos de la política monetaria y a que el shock Irak no es grave. Por lo tanto, en el escenario base cree que las brechas relativas entre Chile y el mundo no cambian sustancialmente, lo que es coherente con el supuesto para el tipo de cambio. En el escenario alternativo, en cambio, Chile lo hace relativamente mejor, pero justamente porque el tipo de cambio es la válvula de ajuste. Nos iría relativamente mejor porque se deprecia el tipo de cambio y nos permite exportar, por ponerlo en términos casi periodísticos. Por lo tanto, no se sigue tan fácilmente que vaya a haber una apreciación relevante en Chile si el mundo está peor.

Señala que con relación a la última pregunta del señor Ministro, diría dos cosas: Primero, que Europa ha tenido una apreciación de aproximadamente 10% en los últimos cuatro meses, lo que es un elemento sustancialmente distinto del escenario nuestro. Segundo: la posición expansiva de la política monetaria es completamente diferente allá que acá. Debemos estar 300 o 400 puntos base más abajo nosotros respecto de las tasas reales relevantes o neutrales de lo que está Europa.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, dice respecto a la construcción de la proyección y al supuesto de tipo de cambio real, que indudablemente los últimos dos, tres o cuatro años han mostrado lo difícil que es suponer un tipo de cambio real de equilibrio y vía paridad descubierta irse hacia ese nivel. Gran parte de los movimientos del tipo de cambio real de los últimos años pueden atribuirse, más bien, a



movimientos del tipo de cambio real de equilibrio por razones que finalmente no están incorporadas en el modelo, no están formalizadas y corresponden a una percepción más bien intuitiva de lo que es la realidad económica. Señala que, así como hace dos años se hacían proyecciones suponiendo trayectorias de depreciación gradual en el horizonte, hoy día se hacen proyecciones suponiendo trayectorias de apreciación gradual, pero que más allá de eso sería muy aventurado suponer trayectorias de mayor apreciación.

Agrega que para darle algo de crédito a la paridad descubierta, una trayectoria de mayor crecimiento económico que se ve acompañado por tasas de interés largas que van aumentando porque la economía está creciendo más rápidamente, y porque la política monetaria va a reaccionar frente a ese mayor crecimiento, trae aparejado de por sí una trayectoria de apreciación del tipo de cambio. Ello, justamente porque los mercados financieros anticipan una trayectoria de tasa de interés más alta. No es una apreciación que ocurre solamente por factores fundamentales.

El señor Ministro de Hacienda señala que si se está mirando el horizonte corto está muy bien y cree que es muy legítimo que aquí se trabaje con trayectoria de ese tipo. El problema, dice, es que cuando se está mirando hacia el primer trimestre de 2005, el suponer esas trayectorias relativamente estables de apreciación, en definitiva, llevan necesariamente a que en la medida que la economía se normaliza desde el punto de vista de la brecha del producto haya aceleraciones de la inflación y, como el análisis del señor Schmidt-Hebbel estuvo muy basado exactamente en lo que tendía a ocurrir en ese trimestre de 2005, sacar análisis muy concluyentes a partir de esos números, sin discutir un poco más respecto de si los supuestos de tipo de cambio pudieran ser otros, le parece incompleto.

Respecto del escenario más gradual, señala que la aceleración de la economía chilena es relativamente más vigorosa que la que se podría esperar de la economía mundial, y la razón es que en los últimos años se ha padecido con alguna mayor violencia el efecto de la crisis, producto de la composición entre el shock real y el shock financiero y regional, que lo que se ha visto en las economías de la OCDE. Entonces, incluso en el escenario más gradual en que ambos, ellos y nosotros crecemos más dado que desaparece tanto el shock petrolero como el shock financiero -lo que está implícito en el análisis de socios-, hace necesariamente una materia debatible el supuesto de tipo de cambio y, por tanto, no cree que simplemente decir "lo que mejor muestra la teoría en cuanto a predicción del tipo de cambio es el random walk" sea el punto final de una discusión. Piensa que amerita ser discutido.

Finalmente, señala que no está de acuerdo con la afirmación respecto de que la flotación del tipo de cambio necesariamente implica que el tipo de cambio está en equilibrio. El hecho que se esté pasando por una posición cíclica, por las razones que sea, hace presumir que cuando eso se normalice el tipo de cambio va a estar relativamente más fuerte, y eso no es incompatible con flotar. La economía requiere de un tipo de cambio sobredepreciado en este momento cíclico.

El Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera, se refiere a la discusión sobre las trayectorias alternativas del tipo de cambio, señalando que a pesar de que pueden haber distintas hipótesis, en los últimos dos o tres años se ha aprendido que la evolución de la inflación es poco sensible a la evolución del tipo de cambio, salvo en sus componentes más volátiles. Si el tipo de cambio se apreciara, como señala el Ministro, es probable que los márgenes se recuperarían rápidamente y esto atenuaría el impacto deflacionario de la apreciación cambiaria, tanto como ha actuado como factor atenuador del impacto inflacionario en la fase de depreciación del tipo de cambio. Los efectos del tipo de cambio sobre la inflación son mucho más atenuados de lo que se pensaba en el pasado, con excepción de aquellos que se transmiten a través de ciertos precios específicos, gasolinas y precios regulados, pero que tienen un carácter



más bien transitorio. Todo esto lleva a concluir que el aspecto más fundamental para la evolución de la inflación es el comportamiento de la brecha, nivel y qué tan rápido se cierra.

El Presidente señala que lo que ha expresado el señor Herrera es el mismo argumento que estaba diciendo el Consejero De Gregorio en el sentido que las posiciones del tipo de cambio son amortiguadas con la variación de los márgenes y eso hace que el pass through sea bastante chico, tanto hacia la depreciación como a la apreciación.

El Vicepresidente señor Marshall refiriéndose a que tanto el señor Schmidt-Hebbel como el señor Valdés mencionaron los eventos recientes financieros como un evento a considerar dentro de la decisión, consulta cuánta ponderación se podría asignar a este hecho. Otra forma de hacer la pregunta sería: si no existiese este hecho, la recomendación de la División Estudios sería subir la tasa. Quiere dimensionar un poco este factor. Ve que la recomendación del señor Schmidt-Hebbel es más bien esa, de no existir este hecho más bien sería subir.

El Gerente de División Estudios señala que el procedimiento de su División es que el señor Schmidt-Hebbel tenga y exprese su opinión, aunque sea diferente a la de él. Dice que obviamente conversan sobre sus opiniones y comentan lo que van a decir, pero que no acostumbran, y cree que sería malo, forzar a que todos tengan una sola posición en la División Estudios.

Yendo al fondo de la pregunta, su posición, como Rodrigo Valdés, Gerente de División, es que hoy día no se debe subir la tasa aún sin el problema financiero, porque todavía no existe un escenario suficientemente firme. Tiene una duda, tenue, pero duda al fin, sobre que el escenario de recuperación sea algo optimista. Eso se reafirma con los problemas del mercado financiero ya que es posible que existan consecuencias negativas sobre la confianza de los inversionistas, lo que puede tener cierta duración y afectar la inversión en los próximos trimestres. Eso le lleva a decir que el efecto financiero puro ahora, es un argumento adicional para recomendar que, si la decisión de hoy fuera aumentar, es mejor suspenderla por algún tiempo. Pero la decisión de aumentar no es urgente, ya que independientemente del problema financiero, piensa que es mejor esperar.

El señor Ministro de Hacienda solicita algún comentario respecto de por qué, eventualmente, los consejos del Banco Central Europeo y de la Reserva Federal están considerando lo contrario.

Contesta el señor Valdés diciendo que en el caso de Europa se ha verificado una importante apreciación del tipo de cambio y que nuestra moneda ha seguido un curso muy diferente. Y respecto del nivel de tasas de interés, cree que la posición monetaria de Europa y de Estados Unidos es bastante menos expansiva que la nuestra. Explica que si se toma la tasa neutral real de ellos y además las inflaciones esperadas de este shock que en algún momento van a ser más relevantes para nosotros, se llega a la conclusión que nuestra posición monetaria es mucho más expansiva, al menos en comparación con el caso europeo. Dice que es posible que en el caso de la Reserva Federal sea similar.

El Consejero señor De Gregorio se refiere a otro punto que es de preocupación y se refiere a la incertidumbre de la recuperación mundial y el crecimiento de nuestros socios comerciales. Si bien, dice, tenemos escenarios relativamente razonables de un poco más de crecimiento el próximo año, cree que todavía hay una tremenda incertidumbre que no se ha podido resolver como para poder anclar bien las perspectivas futuras y es el probable repunte de la economía norteamericana. Señala que tiene un mayor grado de pesimismo en un escenario en el cual Estados Unidos sigue teniendo un déficit en cuenta corriente elevado y por cualquier standard que no lo puede



BANCO CENTRAL DE CHILE

mantener sistemáticamente por muchos años, que independiente de lo que pase con el tipo de cambio, y en cierta medida la depreciación del dólar algo contribuye, las magnitudes de la elasticidad no son las suficientes como para no esperar que tal vez ese cierre de brecha se pueda dar a través de un mucho menor crecimiento del gasto de la economía norteamericana, lo cual, sin duda, nos va a impactar desde el punto de vista de nuestro desempeño macroeconómico.

El Consejero señor Desormeaux manifiesta que comparte mucho los juicios que se han dado. Tiende a estar mucho más cercano de la opinión que ha dado el señor Schmidt-Hebbel en el sentido de que si no fuera por esta situación anormal que está viviendo el mercado financiero, su recomendación claramente estaría más cerca de un alza de tasa de 25 puntos base por varias razones que ya mencionó el señor Schmidt-Hebbel. Entre ellas, que existe una presión inflacionaria un poco más alta que la esperada, hay expectativas de inflación que se han alineado por encima del 3%, incluso en los instrumentos a cinco años, y hay sorpresas inflacionarias en febrero. Hay sorpresas inflacionarias que están por verificarse en el mes de marzo, y las proyecciones de nuestro propio modelo están arriba del 3% a 24 meses, razones suficientes en otras oportunidades como para justificar un alza de la tasa. Pero concurre con el hecho de que la anomalía en el mercado financiero indudablemente no es una situación ideal para iniciar este cambio de fase.

Sin embargo, desea plantear una preocupación adicional. Observa alguna inquietud en el mercado, a raíz de los cuestionamientos que ha sufrido el Banco Central recientemente, de que éste pueda no tener el liderazgo, la determinación, en los meses futuros como para enfrentar el desafío de elevar tasas de interés cuando ello sea necesario y desde ese punto de vista, cree que el Consejo tiene que despejar esa duda con mucha claridad para no arriesgar, en ningún momento, que el Banco Central pueda sufrir un desanclamiento de expectativas. Tiene que quedar muy claro que el Banco Central tiene un liderazgo, que está en su lugar, que va a hacer lo que sea necesario cuando ello corresponda, y desde ese punto de vista si no existiera la preocupación por la situación anormal del mercado financiero, le parecería muy oportuno que ésta fuera la ocasión justamente para despejar esos rumores. Para esa gente que está esperando ver si el Banco Central está debilitado o no, esta señal habría sido muy oportuna, sin embargo, cree que por lo ya dicho conviene postergarlo para otra oportunidad.

A continuación, el Consejo procede a votar.

Los Consejeros señores Desormeaux y De Gregorio están por mantener la actual tasa de política monetaria.

La Consejera señora Ovalle señala que en la reunión de enero pasado, el argumento para bajar la tasa fue tratar de converger al centro del rango meta, por cuanto las proyecciones de inflación entregadas por la División Estudios estaban en la parte baja de éste y aunque el balance de riesgos era asimétrico, negativo al crecimiento y positivo para la inflación, se le asignó baja probabilidad de ocurrencia a estos escenarios.

Fue reconocido también que la decisión tenía más que ver con el juicio que con la evidencia y se planteó actuar agresivamente en zona de tasas de inflación muy bajas y no correr riesgo de excesiva prudencia. En el Informe presentado hoy habrían antecedentes para actuar en sentido contrario, es decir, un alza de la tasa, opción que ha sido analizada por la División Estudios, ya que, a diferencia de reuniones anteriores, se proyecta un aumento importante de la inflación para los próximos meses como resultado del shock de costos transitorio que nos está afectando. De hecho, dice, el IPC registrado en febrero fue mayor del esperado y el proyectado en este momento para marzo es muchísimo mayor que lo previsto en la reunión pasada. Con todo, según las proyecciones entregadas por la División Estudios, la inflación anual estará por sobre el



BANCO CENTRAL DE CHILE

techo del rango en el escenario base de proyección en algunos meses de 2003, para luego volver a ubicarse en el centro del rango meta.

Por otro lado, el tipo de cambio ha persistido en niveles altos, con una depreciación de casi 8% nominal y la proyección del precio promedio del petróleo es más alta que la considerada en el Informe de Política Monetaria de enero, por lo que podría requerirse de una acción de política preventiva. Sin embargo, está el hecho de que en un horizonte de mediano plazo la inflación se ubicaría dentro del rango, al igual que la inflación de tendencia y que las expectativas de mercado se mantienen acotadas. A lo anterior, se agrega que se mantiene la incertidumbre por la guerra y sus efectos sobre el precio del petróleo y el tipo de cambio como ya se ha visto. A esto se agregan los inconvenientes que ha enfrentado el sistema financiero esta semana, que no están aún totalmente acotados, lo que ha producido entre otros efectos, riesgo de liquidez especialmente en algunos segmentos del mercado, lo que podría llevar a que un alza de tasa de interés podría no ser bien comprendida. Dadas estas condiciones, y que la tendencia de la inflación IPC y subyacente de la economía se ve alineada con las metas del Banco Central, cree que es mejor en esta ocasión mantener la tasa de política monetaria.

El Vicepresidente señor Marshall también está de acuerdo en mantener la tasa de política monetaria.

El Presidente señor Massad concuerda con el diagnóstico de la División Estudios en el sentido de que no existen todavía razones para pensar que nos estamos moviendo hacia fuera del escenario central. Observa inflación alta en el próximo par de meses pero convergiendo cercano al centro de la meta hacia fines del período de proyección y lo que se hiciera hoy día con tasas, si se elevara, no tendría ningún efecto con lo que va a pasar en los próximos dos meses. Lo que ocurra en los próximos dos meses no debiera influir en una decisión de tasas hoy día a menos que se tuviera un riesgo muy claro de que ese efecto pudiera prolongarse. Expresa que mientras se mantenga la visión de que el escenario central todavía se sostiene, ese riesgo no aparece y por lo tanto, es apropiado mantener la tasa.

En mérito de lo anterior, el Consejo adopta el siguiente Acuerdo:

45-01-030313 – Tasa de Instancia Monetaria.

Se acuerda mantener la tasa de interés de política monetaria en 2,75% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez también permanecen inalterados.

Se retiran de la Sala el señor Ministro de Hacienda y la señora Bernardita Piedrabuena K.

V. Comunicado

“ En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió mantener la tasa de interés de política monetaria en 2,75% anual.

El precio del petróleo y sus derivados en el mercado internacional, así como el tipo de cambio, han aumentado. Esto tiene implicancias sobre la trayectoria de inflación de corto plazo, la que se ubicará algo por sobre el rango meta durante algunos meses. Por el momento, no hay antecedentes suficientes para cambiar la evaluación de que ello constituye un fenómeno esencialmente transitorio. Por su parte, las presiones subyacentes de precios en el horizonte de veinticuatro meses continúan dentro del



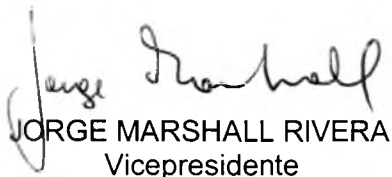
BANCO CENTRAL DE CHILE

rango meta, aunque su trayectoria se proyecta algo por encima de lo estimado en meses anteriores.

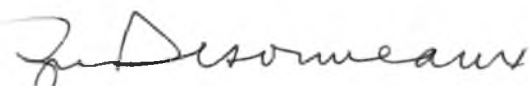
El Banco Central reitera que continuará usando sus políticas con flexibilidad, de manera de confrontar las desviaciones que se proyecten, en cualquier dirección, respecto de la trayectoria esperada de la inflación en relación con la meta establecida."

El Consejo aprueba el texto del comunicado.

Se levanta la Sesión a las 18,00 horas.


JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente

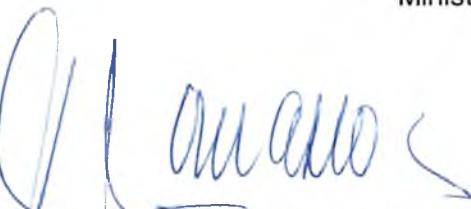

CARLOS MASSAD ABUD
Presidente


JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero


MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera


JOSE DE GREGORIO REBECO
Consejero


NICOLAS EYZAGUIRRE GUZMAN
Ministro de Hacienda


JORGE CARRASCO VASQUEZ
Ministro de Fe (S)