



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION N° 42
DE POLITICA MONETARIA
Celebrada el 9 de enero de 2003

En Santiago de Chile, a 9 de enero 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.

Asisten también los señores:

Gerente General Subrogante, don Carlos Pereira Albornoz
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Angel Nacur Gazali;
Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
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 Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete;
Jefe Depto. Análisis Internacional, doña Claudia Varela Lertora;
Secretaria Ejecutiva del Gabinete de la Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo;
Jefe de Prosecretaría, doña Cecilia Navarro García.

Hace presente el señor Presidente que han enviado sus excusas, por no poder asistir a esta reunión, el señor Ministro de Hacienda don Nicolás Eyzaguirre y la Subsecretaria de Hacienda, señora María Eugenia Wagner Brizzi.

I. Resolución sobre Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 41, celebrada el 10 de diciembre de 2002.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo el Proyecto de Acta de la Sesión N° 41, celebrada el 10 de diciembre de 2002, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

II. Resolución sobre Minuta del Acta correspondiente a la Sesión N° 40, celebrada el 7 de noviembre de 2002.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo la Minuta correspondiente al Acta de la Sesión N° 40, celebrada el 7 de noviembre de 2002, la que se aprueba sin observaciones.



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

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de julio de 2003, para el día 10 de ese mes.

IV. Exposición.

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

Las tendencias recientes de la inflación en la economía chilena revelan, por una parte, que las presiones de costos de corto plazo son inferiores a las anticipadas un tiempo atrás. En cambio, las variables que tienen una incidencia más duradera en la inflación, como son la brecha del producto y el crecimiento de la demanda, se han mantenido en una trayectoria más estable, conforme a lo proyectado en el *Informe de Política Monetaria* anterior. En estos hechos confluyen un proceso de baja de precios externos más intenso y prolongado que lo previsto y una tasa de crecimiento de los costos laborales más acotada, aspectos que mantienen contenidas las presiones de inflación, sobre todo en el corto plazo. Para los próximos trimestres, se espera un menor dinamismo en los sectores exportadores de recursos naturales, pero se aprecian también señales incipientes de expansión de la demanda privada, las que si bien son aún débiles, marcan un cambio en la tendencia que mostraban hasta ahora estos componentes del gasto. Así, en un horizonte más mediano, dadas las condiciones actuales de la economía internacional, el impulso que provee la política monetaria y la adecuación con que ha operado el sistema financiero interno, es previsible una aceleración de la actividad global, la que llegará a tasas de crecimiento por encima del crecimiento potencial, junto con una inflación acercándose gradualmente y con vaivenes al centro del rango meta a fines del horizonte de proyección. Este escenario es coherente con la actual orientación expansiva de la política monetaria, que mantiene la tasa de interés de política en 3%. Persisten, en todo caso, riesgos asociados a los desafíos que enfrentan diversas economías de la región, a la incertidumbre acerca de la marcha de la economía internacional y al vigor que mantenga la expansión del gasto interno.

Las tasas de inflación total y subyacente se han mantenido en torno a 3% y 2% respectivamente, con vaivenes pronunciados en la inflación mensual asociados al incremento precio del petróleo y del tipo de cambio, junto a su subsiguiente reducción. La rápida depreciación del peso hasta octubre se deshizo con igual velocidad en noviembre, lo que por ahora disminuye la probabilidad de escenarios cambiarios que pudiesen afectar drásticamente la trayectoria de la inflación futura. En este sentido, la política de intervención cambiaria anunciada a comienzos de octubre ha facilitado el mejor funcionamiento de este mercado, acotando los riesgos de escenarios extremos. Tendencias fundamentales han apoyado esta apreciación del peso durante las semanas más recientes, en particular, el mayor precio del cobre, la estabilidad relativa de las condiciones financieras en Brasil y la finalización de negociaciones para lograr un acuerdo de libre comercio con Estados Unidos de América. A su vez, la incertidumbre del conflicto en el Medio Oriente sigue presente lo que, junto con las turbulencias en otros países productores de crudo, ha afectado el precio del petróleo durante las últimas cuatro semanas. Así, aunque tanto por el lado cambiario como por el del precio del petróleo subsisten riesgos relevantes, los niveles actuales y las trayectorias esperadas de estas dos variables están aproximadamente alineadas con lo proyectado en el *Informe* anterior.

Más allá de estos aspectos, las perspectivas para la inflación en el mediano plazo se han ajustado a la baja debido a que existen otros factores, más persistentes, que reducen las presiones de costos esperadas para el año 2003 y, eventualmente, el año 2004. Por una parte, la compresión de márgenes ha sido menor a lo que se estimó en el curso del año 2002, gracias a que los precios unitarios en dólares del promedio de las importaciones de bienes de consumo



continuaron cayendo. Este proceso se prolonga ya, inesperadamente, por seis años consecutivos. En parte, esto revela que la depreciación de las monedas en mercados emergentes que son socios comerciales relevantes de Chile ha sido intensa, y que ella no se circunscribe exclusivamente a Argentina y Brasil. Adicionalmente, ha aumentado la capacidad de sustitución de proveedores, lo que ha llevado a un cambio relevante en la composición por origen de la canasta de importaciones de bienes durables en años recientes, productos que también continúan experimentando mejoras en calidad y disminuciones de costo gracias al desarrollo tecnológico. La desgravación arancelaria asociada a la firma de diversos tratados de libre comercio también contribuye al menor precio de importación de bienes de consumo. Por otra parte, se anticipa una desaceleración de los costos laborales. En particular, el reajuste del sector público aprobado recientemente se ubicó claramente por debajo de los incrementos de años anteriores y de los observados en promedio en el mercado del trabajo. Adicionalmente, la tasa de crecimiento de los costos laborales unitarios privados continúa moderándose. En su conjunto, estas menores presiones de costos permiten acomodar una descompresión gradual de márgenes que, en otras circunstancias, se habría materializado por la vía de aumentos en los precios minoristas.

Los factores anteriores tienen en sí mismos un carácter solo transitorio en la inflación anual, en la medida que la inflación esperada no se desvíe en forma persistente del centro del rango meta. En particular el Consejo, en esta oportunidad, estima que no existen cambios sustanciales respecto de lo estimado algunos meses atrás, en la evolución previsible de las brechas de capacidad y empleo que son, en principio, los elementos más persistentes asociados a las aceleraciones o desaceleraciones de la inflación.

Las noticias recientes por el lado de la actividad global provienen principalmente del sector exportador, al constatarse un crecimiento de las exportaciones de bienes y servicios durante el año 2002 menor al previsto hace algunos meses. Esto se explica, principalmente, por factores de oferta ligados a la minería, sector que ha mostrado una fuerte contracción, y por el impacto algo mayor al esperado de los problemas por los que atraviesan algunos países de la región. Esto último se aprecia en que, revirtiendo la tendencia de los dos años anteriores, los envíos (en valor) no tradicionales hacia América Latina sufrieron una caída durante el año 2002, disminución que no fue compensada por el aumento de los envíos a otras regiones. Por las mismas razones, los flujos de entrada de turistas también fueron más débiles que lo previsto durante el año pasado.

En relación con las perspectivas futuras, la gran minería del cobre ha concentrado las mayores novedades. Aunque se espera una reversión de la fuerte caída de la producción del año 2002, lo que aportará medio punto de crecimiento global al año 2003, esta magnitud es significativamente menor a la prevista, debido a los recientes anuncios de recortes en volúmenes por parte de importantes empresas del sector. En todo caso, por su naturaleza, los vaivenes de la actividad en sectores ligados a recursos naturales, en general, no afectan en forma directa las tendencias subyacentes de la inflación ni las presiones de costos. En efecto, al determinarse la producción de estos sectores principalmente por condiciones de precios internacionales o de disponibilidad física de recursos, y al demandar una porción pequeña de la fuerza laboral, sus fluctuaciones no se explican por cambios en el gasto interno ni están asociadas a alteraciones en las condiciones del mercado laboral.

Por su parte, el crecimiento esperado de las exportaciones no tradicionales de los próximos dos años ha tendido a moderarse. En esto ha influido la desaceleración de los volúmenes exportados de este tipo de bienes durante los últimos trimestres, la leve reducción en el crecimiento esperado de los principales socios comerciales para 2003 y 2004 y la caída, bastante generalizada, de los precios externos. En contra de estas novedades se encuentra el efecto que tendrán los acuerdos comerciales negociados durante 2002. De todas formas, las noticias en el entorno internacional tienden a reafirmar que la economía mundial, aunque con altibajos, está en una senda de crecimiento, sobre todo por la situación en Estados Unidos, economía que se encuentra evitando una nueva recesión. Ello a su vez pone coto al proceso de caída de precios externos, el que debería tender a dispersarse en los próximos años. También



se espera que las exportaciones principales no cobre continúen con tasas de crecimiento moderadas.

El resto de la actividad interna ha continuado, a *grosso-modo*, la trayectoria de expansión prevista en septiembre. Las noticias más recientes tienden a reafirmar un panorama de gradual aceleración para los años 2003 y 2004, apoyado en el mejoramiento esperado del escenario internacional y en la actual política monetaria expansiva. Las tendencias recientes indican que, aunque el crecimiento promedio de los sectores distintos de pesca, energía y minería no ha sufrido variaciones significativas, la composición de esta expansión muestra señales incipientes de cambio, con un mayor dinamismo de los componentes más persistentes de la demanda interna y algo menos de empuje por el lado de los sectores exportadores.

En primer lugar, se aprecia en la información más reciente un repunte del consumo privado en desmedro de la acumulación de existencias. Los indicadores parciales, en este sentido, sorprendieron durante el cuarto trimestre de 2002, en particular las ventas de vehículos nuevos y de bienes durables del comercio y la industria. Esta trayectoria más dinámica se apoya en el crecimiento de las colocaciones de consumo las que, desde principios de ese año, presentan elevadas tasas de crecimiento mensual, mientras que el número de clientes del sistema financiero muestra también un claro incremento desde mediados de 2002. Esto ha sido posible gracias a que las reducciones de la tasa de interés de política monetaria (TPM) se traspasaron de manera significativa a las tasas de interés de la gran mayoría de los diversos tipos de operaciones de crédito a medida que transcurrió el año, en tanto que las tasas de interés de largo plazo alcanzaron niveles históricamente bajos durante 2002. Esto refleja que la política monetaria expansiva está surtiendo efecto en las actuales condiciones de crecimiento e inflación, a pesar de la fuerte volatilidad financiera regional desde mediados de 2001. Para ello, los principales mercados financieros internos han continuado funcionando con la flexibilidad y adecuación necesaria.

Las expectativas de los hogares han mejorado en los últimos meses, con un repunte significativo en las perspectivas globales en la última medición del IPEC, atribuible al término de las negociaciones del Tratado de Libre Comercio (TLC) con Estados Unidos y a una mejora incipiente de las percepciones acerca del desempeño del mercado laboral. En este sentido, a pesar de que las cifras del Instituto Nacional de Estadísticas (INE) no muestran quiebres significativos en la trayectoria de la tasa de desocupación desestacionalizada, la tasa de participación ha tenido incrementos en las últimas mediciones, luego de siete trimestres móviles de caída, mientras que el nivel absoluto de ocupación presenta una aceleración en el margen. A su vez, la tasa de desocupación del Gran Santiago, de acuerdo con la encuesta de la Universidad de Chile, presenta disminuciones de consideración con relación al año 2001. Un conjunto de antecedentes adicionales indica que la creación de empleo, al menos en el sector formal de la economía, está afianzándose. Los indicadores de vacantes, la ocupación reportada por la Asociación Chilena de Seguridad (ACHS) y el número de cotizantes en las AFP, muestran incrementos sostenidos desde hace varios trimestres. En todo caso, para la consolidación de este mejor entorno laboral es importante que se mantenga la actual trayectoria de crecimiento moderado del crecimiento de los salarios promedio de la economía, acorde con los actuales niveles de desocupación.

En segundo lugar, de acuerdo con lo previsto hace unos meses, la inversión continúa en una senda de bajo crecimiento. De hecho, la formación bruta de capital fijo de 2002 presentó una tasa de crecimiento nula con respecto a 2001. A pesar del continuado dinamismo del mercado inmobiliario, que desde principios del año 2001 muestra buenos niveles de ventas, la actividad de la construcción se ha desacelerado en meses recientes, mientras que el resto de los componentes de la inversión fija (como maquinaria y equipos e inversión no residencial) no presenta aún indicios de un cambio de tendencia. En todo caso, las tasas de inversión que se aprecian en la actualidad son coherentes con tasas de crecimiento económico superiores a 4%, en la medida que se normalicen los niveles de contratación y la productividad crezca de acuerdo con patrones históricos. De esta forma, mientras no se recupere con mayor vigor la actual rentabilidad promedio de los negocios, es difícil esperar un incremento notorio en la tasa



de inversión. Con todo, vale la pena destacar que las oportunidades de nuevos negocios que entregará el Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos, que se suma a los de la Unión Europea y Corea, así como su efecto en el ánimo de los inversionistas, debería favorecer una recuperación de la tasa de crecimiento de la inversión.

Los antecedentes disponibles indican que el proceso de acumulación de existencias continúa débil, lo que se evidencia en el estancamiento de las importaciones de consumo, en la estabilidad de la relación entre ventas y producción industrial, y en los inventarios reportados por las sociedades anónimas que publican Fichas Estadísticas Codificadas Uniformes (FECU). Esto es una indicación positiva para sustentar el repunte observado en el gasto ya que, considerando que el gasto público fue menos dinámico en la segunda mitad del año 2002, esta evidencia refleja la idea de que el consumo privado ha sido el componente que más ha contribuido a la aceleración de la demanda interna resto.

Por el lado de la política fiscal, el año 2002 habría cerrado con cifras cercanas a las adelantadas en la reciente discusión presupuestaria, con un déficit contable de 0,9% del PIB, coherente con un superávit estructural cercano al 1% del PIB. Para el año 2003 las finanzas públicas continuarán enmarcadas en la regla de superávit estructural, lo que implica un crecimiento del gasto con efecto macroeconómico equivalente a 3,4%, y una inversión pública que aumentará cerca de 7% en términos reales. Con ello, se espera un balance convencional igual a -0,7% del PIB para 2003. Es importante destacar que estas cifras no deterioran de manera significativa la posición de deuda neta o bruta del gobierno central.

Basado en los precios a futuro y en las expectativas de los analistas del mercado del cobre, se anticipa un incremento en su precio hasta US\$0,76 por libra en 2003 y US\$0,82 por libra en 2004. Del mismo modo, se proyecta una tendencia hacia la estabilidad en el precio del petróleo durante la segunda mitad de 2003, con valores promedio de US\$25 y US\$23 por barril en los mismos años. Asimismo, se supone que la economía mundial continúa sin sobresaltos en una senda de recuperación del crecimiento de tendencia, gracias a la conjunción de políticas macroeconómicas expansivas en las principales economías. En particular, las recientes reducciones de tasas de interés por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos y el Banco Central Europeo deberían afianzar este panorama. Estos antecedentes apoyarán un incremento moderado de los términos de intercambio, del orden de 2,5% promedio anual para los años 2003 y 2004. Este escenario central no considera turbulencias mayores en los mercados financieros, pero tampoco un resurgimiento significativo de los flujos de capitales a la región. Todo ello permite esperar que la política monetaria expansiva continúe contribuyendo a robustecer el gasto privado, en particular, el consumo y la inversión. En un plazo más largo, este impulso de la política monetaria, las mejores condiciones previstas para el entorno internacional y una paulatina recuperación de los niveles de confianza de los distintos agentes, favorecerán una aceleración del crecimiento.

Con todos estos antecedentes, se estima que el panorama de actividad en el corto plazo dependerá principalmente de los cambios que tengan sectores de oferta ligados a la explotación de recursos naturales, previéndose que en el escenario central de este *Informe* el crecimiento en 2003 se ubicará entre 3% y 4%. Se espera, además, que el crecimiento de la actividad durante 2004 se ubique por sobre el crecimiento potencial de la economía, aunque algo por debajo de 5%. Dado que la estimación del crecimiento potencial para los próximos dos años fluctúa en un rango de 3,5% a 4% anual, este escenario de crecimiento es coherente con una reducción parcial, equivalente a aproximadamente 1% del PIB, en las holguras de capacidad que existen en la actualidad. La evolución de esta brecha entre la capacidad productiva utilizada y la disponible, más que una tasa de crecimiento particular, es el factor relevante para determinar presiones inflacionarias. En todo caso, como es de esperar, la incertidumbre asociada a la proyección para 2004 es bastante mayor que la respectiva para 2003. El gasto, en tanto, tendrá una expansión por sobre el crecimiento del PIB en el bienio, apoyado por un mejoramiento del ingreso nacional, con lo que el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos se ubicará aproximadamente en 1% del PIB.



Estas cifras de crecimiento esperado son levemente inferiores a las del último *Informe*, corrección que también se ha producido en las expectativas de crecimiento de analistas privados. En particular, de acuerdo a la encuesta de expectativas del Banco Central, la mediana del crecimiento esperado se ha reducido en algunas décimas desde septiembre del año 2002, pasando de 3,5% y 4,5% para los años 2003 y 2004, respectivamente, a 3,1% y 4,2% para los mismos años. Por su parte, la proyección promedio de crecimiento para 2003 reportada en el último número de *Consensus Forecasts* fue de 3,5%, cifra que se compara con el 4,1% de la última edición disponible para el *Informe* anterior.

Como se mencionó, aunque este panorama de crecimiento global no altera de forma fundamental la previsión de holguras relevantes de capacidad y empleo, se esperan menores presiones inflacionarias gracias a la trayectoria más moderada de los costos. Por un lado, la trayectoria acotada de los costos laborales unitarios, junto con una leve tendencia de apreciación del tipo de cambio real y niveles de inflación internacional moderados, acomodará una suave descompresión de márgenes sin generar presiones inflacionarias de magnitud. Por otro, el escenario de precios del petróleo incorpora una tendencia a la declinación.

Con ello, es posible que la inflación del Índice de Precios al Consumidor (IPC) se ubique transitoriamente por debajo del piso del rango meta hacia el segundo semestre de este año, para llegar a 2% a diciembre y acercarse a cifras del orden de 2,7% a fines del año 2004. En este escenario, la inflación promedio llegará a 2,4% y 2,3% en 2003 y 2004, respectivamente. La inflación subyacente (IPCX) que excluye los precios de las frutas y verduras frescas y de los combustibles, tendría, en tanto, una trayectoria cualitativamente similar, pero menos pronunciada, manteniéndose en torno a 2% por varios trimestres para luego llegar a 2,8% hacia fines del año 2004. En promedio, el IPCX aumentará 2,1% en 2003 y 2,7% en 2004.

Por último, cabe notar que las expectativas de inflación que se deducen de los diferenciales de tasas de interés han sido bastante inestables en el último tiempo, pasando en solo un par de meses desde 3,6% a algo más de 2% para la inflación promedio en un horizonte de cinco años. Más allá de reflejar el cuadro de menores presiones inflacionarias que se ha discutido en este *Informe*, estos cambios podrían explicarse por algún grado de sobrerreacción de las expectativas de inflación de los mercados financieros inducida por los movimientos de la inflación mensual y por cambios en los premios por riesgo asociados a la composición del portafolio deseado. Es difícil, por ahora, atribuir a estos movimientos indicios de una desalineación de las expectativas de inflación respecto del 3%. Por su parte, la mediana de las expectativas de inflación de los analistas que recoge la encuesta del Banco Central no ha cambiado en los meses recientes, manteniéndose en 3% para fines de los años 2003 y 2004, con una dispersión reducida.

Balance de riesgos

Las tendencias centrales contenidas en este *Informe* constituyen el panorama que se estima como más probable. Sin embargo, como es habitual, existen riesgos relevantes que configuran escenarios alternativos tanto para la inflación como para el crecimiento. De partida, el escenario de conflicto bélico en el Medio Oriente puede tener consecuencias muy variadas sobre el entorno internacional. Una guerra prolongada y costosa, que afecte las reservas disponibles de crudo, podría significar precios del petróleo persistentemente elevados y turbulencias mayores en los mercados financieros, con consecuencias negativas para el crecimiento y la inflación internacional.

En la región, la nueva administración en Brasil enfrenta grandes desafíos para la estabilización macroeconómica. Aunque éste es un riesgo importante para la estabilidad financiera regional, se ha visto cómo, frente a estos focos de incertidumbre en los últimos años, los mercados financieros internos en Chile han reaccionado con flexibilidad. Otros países de la región también pasan por momentos de inestabilidad que podrían agravarse, aunque sus consecuencias son por el momento menos relevantes que el caso de Brasil.



También subsiste la incertidumbre sobre la rapidez con que el mundo desarrollado volverá a crecer a tasas de tendencia, al igual que la firmeza con que evolucionarán los precios de los principales productos de exportación del país, en particular el cobre, como consecuencia de esta recuperación. No obstante, este factor de riesgo se ha atenuado desde septiembre pasado. Existe, por otra parte, algún grado de incertidumbre respecto del precio que el cobre alcanzará en el largo plazo, derivado de los importantes incrementos de productividad que ha tenido la industria. Más allá del efecto que tiene el ciclo económico global, este factor limita la precisión de las proyecciones del precio del cobre para el año 2004.

Por el lado de la economía interna, el principal foco de incertidumbre está en la dirección que tome el reciente repunte del gasto en consumo. El escenario central considera que al menos una parte es más persistente, y responde con los rezagos esperados a la política monetaria expansiva. Si esto no es así, y durante el primer trimestre del año 2003 se da una nueva desaceleración por un deterioro adicional de las expectativas de los hogares y/o de una reversión de las tendencias recientes en el mercado del trabajo, el dinamismo del gasto agregado en 2003 será menor al considerado en el escenario base. También es factible que las tendencias recientes se afirmen, lo que puede dinamizar el gasto en existencias y, eventualmente, la formación bruta de capital, logrando una aceleración de la actividad algo mayor. En este mismo sentido, están aún por verse las reales consecuencias de los importantes tratados comerciales acordados durante 2002 y, desde una perspectiva más general, las posibilidades de que el PIB potencial recupere una senda de expansión más dinámica.

En términos de inflación, además de los efectos directos por trayectorias alternativas de la actividad y el empleo, subsiste la incertidumbre sobre su componente importado. Esto incluye tanto los posibles vaivenes que pueda sufrir el precio del petróleo —con consecuencias más notorias para el caso de la inflación IPC— como la rapidez con que se normalice el comportamiento del nivel de precios de los bienes importados. A esto se agrega el riesgo de que la evolución más acotada de los costos laborales no sea lo persistente que se presume en el escenario central.

Con este conjunto de antecedentes, el Consejo estima que el balance de riesgos para la inflación es al alza: de darse escenarios alternativos, se considera que aquellos que resultan en mayor inflación son más probables y/o tienen asociadas desviaciones más pronunciadas respecto del escenario central. En tanto, se estima que el balance de riesgos para el crecimiento es a la baja. Los principales factores de riesgo que podrían acelerar la inflación respecto de lo proyectado en el escenario base son también factores que se asocian a perspectivas de crecimiento más débiles. En los próximos meses el Banco Central pondrá especial atención a las distintas presiones de costos, incluyendo la evolución de los precios de bienes importados, de los costos laborales, de los mercados financieros regionales, y de la fortaleza del proceso de aceleración de la actividad y el gasto.

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

El Consejero señor De Gregorio consulta sobre qué se estimaba para la inflación IPC e IPCX para diciembre del año 2002 y cómo los valores efectivos se relacionan con los históricos que se ha tenido en materia de IPC e IPCX.

Contesta el Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, señalando que en septiembre de 2001 y en enero de 2002 el escenario de precios estaba bastante influenciado por la trayectoria del tipo de cambio, llegando a cifras algo por sobre el 3%. Por lo tanto, en términos de lo que es la inflación del IPC está bastante alineado, pero por el lado de la inflación del IPCX está alrededor de un punto o más por debajo. De hecho, la inflación del IPCX de diciembre, de 1,8%, está dentro de los valores más bajos de la historia.



El Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera, desea hacer un comentario sobre el concepto brecha de capacidad o brecha producto y la utilidad que tiene para los fines de esta reunión de política monetaria. Recuerda que en la reunión pasada se habló de que la brecha de capacidad es un concepto teórico, no verificable, y su utilidad para esta reunión es resumir en una variable lo que ha sido la trayectoria pasada del producto y obtener sus implicancias para el comportamiento futuro del crecimiento económico y de la inflación a través del ciclo y el período relevante para la política monetaria. En ese sentido, le llama la atención el comportamiento de la brecha de capacidad que está supuesto en el Informe para los próximos años, en relación a dos aspectos: Primero, la lentitud con que se está cerrando esta brecha de producto en el horizonte de proyección, apenas 1% en el plazo de dos años. Esto parece implicar que la brecha no es muy relevante para predecir el crecimiento futuro del producto, porque de lo contrario, una brecha inicial de 5% más condiciones favorables en otros aspectos como la política monetaria, debería llevar a un crecimiento más rápido. Segundo, la relativa insensibilidad de la inflación respecto del comportamiento de la brecha producto. Nuevamente, con una brecha producto inicial de 5% se esperaría que la inflación presentara una desaceleración mayor. Pero, en cambio, hay aceleración modesta y además se considera como elementos de riesgo que no persistirá la desaceleración de salarios o que los márgenes se descomprimarán. Con una brecha inicial de 5% y de 4,5% en promedio los próximos dos años, estos riesgos no debieran ser muy relevantes.

Desde un punto de vista metodológico, le parece que es necesario avanzar en buscar medidas alternativas de la brecha producto que sean más apropiadas para la proyección del producto y la inflación en el ciclo económico y en el horizonte relevante para la política monetaria. En particular, le parece apropiado que el concepto de brecha para la política monetaria no tiene por qué ser igual al concepto relevante para la política fiscal que puede tomar en cuenta un período mayor y no resulta conveniente identificarlos en uno solo, como al parecer se está haciendo. Por ejemplo, se podría argumentar que la brecha de producto relevante para la política monetaria se va depreciando con el tiempo. Una ampliación de la brecha de 1% puede ser recuperada con prontitud al año siguiente, y si esto no ocurre, tendrá un impacto negativo sobre la inflación. Pero si pasa el tiempo y no se cierra, al cabo de dos años sus efectos sobre producto o inflación serán menores.

Así, por ejemplo, señala que se puede contar una historia por el lado del mercado del trabajo que mientras más dura el desempleo, más se deprecia la productividad de los trabajadores y mayor es su dificultad para reincorporarse a la fuerza de trabajo. En consecuencia, a medida que pasa el tiempo, resulta más difícil que estos trabajadores sean recontratados y también es menos probable que los trabajadores que quedan marginados constituyan una presión real a la baja de los salarios. Por el lado de las inversiones, probablemente también existe una historia similar respecto de la obsolescencia del capital, y por el lado financiero, la demora en el cierre de las brechas implica que las firmas están financiando el capital no con retornos, sino con deuda adicional y aumento de las razones de leverage, situación que el tiempo reduce la capacidad de inversión de las empresas.

Todo esto apunta a que la brecha relevante para la política monetaria y para los próximos dos años, probablemente es menor del 5% que se supone en el Informe. Esto probablemente no cambie las proyecciones en forma sustantiva, pero cree que convendría ahondar en este tipo de conceptos, para una mejor comunicación de este tipo de conceptos que son importantes para la definición de la política monetaria.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor García, manifiesta que lo esencial es el vínculo entre la medida de brecha y la inflación. No si el nivel de la brecha es muy amplio hoy. A ese respecto, el concepto de brecha, como se ha discutido en otras oportunidades, está íntimamente ligado al concepto de márgenes y para el caso de los márgenes también se puede dar este fenómeno de depreciación que menciona el señor Herrera en la cual las firmas se ven presionadas en sus márgenes por períodos complicados de demanda. Eso motiva mejoras en eficiencia que reducen los niveles de ocupación en términos más persistentes, y acotan también



la capacidad o la fuerza de la recuperación del empleo con posterioridad. Pero también permiten que esta compresión de márgenes tenga un carácter más persistente. En este sentido, en el Informe lo importante en la proyección de inflación no es el nivel de la brecha en sí, sino que cuánto ella se reduce en este horizonte de proyección. Ese punto porcentual es el cambio relevante porque tiene también asociado un cambio en el nivel de los márgenes. En otros términos, no es relevante en sí misma la diferencia entre el PIB potencial y el PIB efectivo a fines del horizonte de proyección, sino que esa diferencia vis a vis la diferencia entre los márgenes efectivos y los márgenes normales. Lo que importa es que los márgenes se descomprimen y que también la brecha se cierra en una cierta magnitud. Se podría tener una situación alternativa en la cual la brecha es mucho más pequeña, pero de todas formas se da esta reversión de que esta brecha, por ejemplo, llegue a un nivel de 0 potencial, pero eso sería consistente con que los márgenes también se descomprimen hasta un nivel normal en el horizonte de dos años. Las consecuencias inflacionarias de este escenario alternativo sería la misma que la que se presenta en el Informe.

Señala estar de acuerdo en que enfatizar demasiado el nivel absoluto de la brecha puede ser algo confuso donde el punto central es cuánto cambia esa brecha en el horizonte en el cual se realizan las proyecciones.

El Consejero señor De Gregorio, en relación con este punto que le parece sumamente relevante, señala que si se observa la serie de brechas, en general, son bastante persistentes. Recuerda que en los años 90 también hubo un período de brecha negativa y bastante persistente y con presiones inflacionarias muy fuertes, de manera que el punto es bastante importante porque, en definitiva, lo que aquí interesa de la brecha es ver cómo ayuda a predecir la inflación. Y lo que está detrás de eso, complementando lo que ha dicho el señor García, son las presiones que ejerce sobre los márgenes y sobre los salarios, de manera que, si lo que le interesa es tener buenas predicciones de lo que va a pasar en adelante con salarios y márgenes, se pensaría también que ambos son independientes y siguiendo la idea del señor Herrera, son más dependientes en los cambios. O sea, si no hay mucho cambio y si persiste mucho la efectividad que tiene para producir aceleraciones o desaceleraciones de la inflación es mucho más baja. Tal como decía el Gerente de Análisis Macroeconómico respecto del impacto sobre los márgenes, son los cambios los que tienen esos efectos.

El Gerente de División Estudios, señor Valdés, señala estar de acuerdo con que se ha tenido una brecha muy persistente, pero también, que han existido shocks muy fuertes del mismo signo. Comenta que desde el año 1997 hay, al menos, dos o tres episodios globales de shocks negativos que pueden explicar la persistencia.

Respecto de la brecha negativa que hubo durante los años 90 y la no aceleración de la inflación en ese momento, dice que existen buenas explicaciones. Hay otros factores muy importantes detrás de la desaceleración de la inflación, en particular, las ganancias de productividad y, por lo tanto, costos laborales unitarios que cayeron de manera importante, así como la apreciación del tipo de cambio. Lo que hace la brecha es simplemente actuar como un acelerador o un retardador de estas transmisiones, pero al final los costos fueron cayendo suficientemente permitiendo una menor inflación.

Sobre este mismo punto, señala el señor Jadresic que una de las noticias más importantes respecto a los últimos meses, es una reducción en la inflación subyacente bien marcada, con un punto porcentual menos no sólo respecto a comienzos de año sino que respecto a lo que se esperaba hasta hace pocos meses atrás. La pregunta que surge es "qué es lo que está detrás de eso". Una hipótesis razonable cuando se observan los determinantes de la inflación subyacente es que está largamente relacionado con la evolución de la brecha de capacidad y su impacto en las presiones inflacionarias, entonces, surge la pregunta si acaso no se ha subestimado el efecto de esa brecha existente sobre la inflación en las proyecciones recientes, y cree que esto es muy importante porque hace preguntarse al final si existe la posibilidad de un riesgo de que se subestime la inflación a futuro porque no ha sido considerado en su plena magnitud este efecto.



Agrega que otra alternativa que no tiene que ver con la brecha de capacidad es algún otro elemento, pero ahí entonces el tema es cuál es ese otro factor, cuál es el grado probable de persistencia que se puede esperar de ese factor a futuro, si existe algún grado de correlación en el tiempo, esto es, errores de predicción. Por consiguiente, nuevamente se está en un escenario en el cual la inflación efectiva pudiera estar por encima de la inflación que se observe a futuro.

El señor Valdés señala que a riesgo de mecanizar los argumentos, vale la pena juntar lo dicho por el señor Herrera que plantea tener cuidado de los niveles absolutos de brecha, y lo del señor Jadresic que dice que la elasticidad de la inflación respecto a las brechas podría ser mayor. Manifiesta que las estimaciones se hacen cargo de estas interrogantes porque justamente son coherentes una con la otra: si se está sobrestimando la brecha, la elasticidad va a ser pequeña, y si se está subestimando la brecha, la elasticidad va a ser más grande. La fuerza de las holguras que están detrás de estas mediciones son los promedios de la muestra. Dice que aún cuando sabe que los dos comentarios son más profundos, al menos están ligados uno al otro y de cierta manera se resguardan uno del otro.

El señor Herrera dice entender ese punto, pero le parece que igualmente el concepto de brecha deja de ser útil desde un punto de vista comunicacional cuando en el horizonte de política monetaria prácticamente no se cierra y tampoco tiene mucho efecto sobre la inflación.

El Gerente de Investigación Económica, señor Schmidt-Hebbel, manifiesta que esta discusión le recuerda una que hubo a fines de los años 80 o comienzos de los 90 respecto de la histéresis del desempleo o si se debía cerrar la brecha de desempleo, recordando que hubo personas que en ese momento -algunos de ellos ex Ministros de Hacienda- que decían que no iba a bajar del 10%. La integral de tiempo y dimensión de brecha del período 1974 - 1990 no tiene ninguna comparación, fue muy superior a la pequeña integral que se está viendo, entonces hubo un sobredesempleo de más o menos 10 puntos porcentuales y se llegó, luego de los años 90, a un desempleo del 6%. En este caso existe una brecha en promedio -mirando el gráfico del IPOM actual- en torno a 4 ó 5 puntos por cuatro años, por tanto el efecto histéresis que no se vio en ese episodio es difícil inferir de eso que sea muy importante un episodio mucho más breve. En ese sentido, desea rescatar todavía la medida de la brecha, más aún, esta brecha está altamente correlacionada con el sobredesempleo de los hombres de 35 a 54 años que es un indicador cíclico en general muy bueno porque no se deprecia tanto ese segmento de la masa laboral como los jóvenes, que cuando no se emplean durante 10 años nunca han acumulado experiencia.

El Presidente acepta que en esta oportunidad la discusión metodológica tiene que estar muy estrechamente vinculada con la decisión de la política, pero si se convierte esta reunión en una discusión metodológica va a resultar eterna. Cree que el punto metodológico está planteado y que en esta reunión conviene explorarlo desde el punto de vista de sus consecuencias de política más que desde el punto de vista de buscar fórmulas de mejorar las mediciones a futuro, lo que habrá que hacer también más adelante.

El Consejero señor Desormeaux comparte lo que acaba de decir el Presidente y también todas las observaciones anteriores y lo que quiere plantear, básicamente, es que éste es un tema muy fundamental y que hay que resolver, no siendo éste el momento para hacerlo. Propone que para el próximo Informe de Política Monetaria de mayo este tema tenga toda la atención que merece y si como resultado de ese análisis se llega a la conclusión, por ejemplo, de que el crecimiento potencial es menor y que las brechas son menores, se tomará en cuenta y todas las consecuencias correspondientes. Cree que hoy día no se está en condiciones de hacer ese juicio.



La Consejera señora Ovalle consulta a la División Estudios si tiene alguna proyección de la demanda interna para el primer trimestre, porque hoy día aparecieron en los diarios varias proyecciones de analistas que son bien divergentes.

Contesta don Pablo García indicando que su proyección del PIB para el primer trimestre es de 3,6% y que de hecho es una trayectoria en términos de velocidad inferior a la que tuvo en el cuarto trimestre. Para el gasto se ha estimado un 5,2%, básicamente, empujado por lo que se espera ocurra con las importaciones y bajo el nivel de las mismas en febrero del año pasado.

El Vicepresidente señor Marshall consulta sobre los escenarios ya sea de riesgo, en particular, la incertidumbre de Brasil y la pregunta que le surge es qué información adicional aporta al análisis que se tenía del IPOM la colocación del bono soberano, con la tasa, con el spread, con la demanda, etc. Lo menciona en los siguientes términos: en el IPOM lo que se tiene y lo que de alguna manera ha estado en las últimas reuniones de política monetaria, es un reconocimiento de un escenario de demanda un poco más estable o menos dinámico o de menor crecimiento, pero una constatación de mayor incertidumbre o una constatación de un ambiente de muy alta incertidumbre ya sea por el escenario internacional del precio del petróleo y conflictos bélicos o, más en particular, por el fenómeno más regional.

A su juicio, lo que sucedió con Argentina es que llegó un momento en el cual el contagio tendió a disminuir rápidamente y de ahí para adelante los eventos posteriores del citado país dejaron de repercutir en el tipo de cambio o en el riesgo soberano. Piensa que no es descartable también que algo de eso ocurra en el caso de Brasil, es decir, hay un fenómeno aparecido recientemente en las últimas semanas, el fenómeno de contagio o de vínculo, pero que ha estado un poco más separado, la información de Brasil es positiva. Pero tiene la impresión de que toda la colocación del bono soberano, por parte del Gobierno chileno, entrega una información en el sentido de que los riesgos financieros regionales, o sea, aquellos que provienen de una situación de América Latina sujeta a un shock financiero más o menos severo, son más acotados de lo que se ha considerado en las últimas reuniones y de alguna manera también más acotados de lo que está implícito en el análisis de riesgo actual, o sea, no ve que la distribución de estos riesgos tenga una diferencia muy importante respecto a dos reuniones anteriores y le da la impresión que la información que se tuvo ayer, podría llevar a que este riesgo esté bastante más acotado aún. Lo plantea en esos términos pero le gustaría escuchar opiniones sobre este punto.

El Consejero señor De Gregorio, desde el punto de vista del spread, la impresión que tiene es que estamos en un momento de spread bajo, que llama la atención, y en ese sentido el apetito por estos papeles es bastante importante, o sea, el hecho de la resolución y las órdenes que han habido indicarían que hay bastante interés y de alguna u otra manera los riesgos financieros podrían ser eventualmente mucho menores para Chile respecto a lo que está pasando en la región.

El Gerente de División Internacional, señor Jadresic, en relación a la consulta del señor Vicepresidente, tiene la impresión que respecto de unos meses atrás, esto efectivamente entrega información en el sentido de que hoy día hay, o menores riesgos en la región y menores riesgos de contagio o un mayor apetito y mayor confianza de inversionistas en la región, reflejado básicamente en spreads que son más bajos que hace algunos meses. Sin perjuicio de ello, ya se había observado una reducción en estos spreads y el spread resultante de esta colocación es similar a lo que se observa en el mercado y que está incorporado en el escenario del IPOM, de tal manera que en lo esencial está tomado en cuenta ese cambio de escenario en el IPOM. Sin perjuicio de ello, es interesante rescatar el hecho que alrededor del 90% de la colocación ha sido comprada por inversionistas institucionales dedicados a bonos high grade, lo cual puede apoyar la hipótesis de que a futuro habrá un menor grado de correlación entre el spread chileno y los índices de economías emergentes. En el margen, podría haber allí una pequeña noticia, pero esto solamente es tema hasta en términos de



hipótesis. Señala que, en lo fundamental, está capturado en el IPOM este escenario de menor spread y de menor riesgo.

El Presidente agrega que es muy probable que la colocación actual de bonos fiscales fortalezca la visión del escenario central, más que la visión del escenario de riesgo. Si el mercado le diera mayor importancia al escenario de riesgo, es probable que todo el conjunto de premio soberano se mueva hacia arriba, lo que no ha ocurrido no solamente con la nueva colocación sino que la nueva colocación no agrega mucho más a los premios soberanos de lo que ya está colocado, porque se ha visto que esas cifras sí están reflejando razonablemente lo que está ocurriendo en el mercado. Por tanto, el nuevo bono no agrega mucho a eso pero el conjunto de premio soberano, si el mercado estimara que los escenarios de riesgo malos tuvieran una mayor probabilidad, lo más probable es que todo el conjunto de premio soberano se moviera hacia arriba. El hecho que no se vea moviéndose hacia arriba le parece que puede interpretarse probablemente como que el mercado está más bien mirando nuestro escenario central y confiando en ese escenario, que dándole una alta probabilidad a los escenarios de riesgo.

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:

1. En la reunión de política monetaria del mes de diciembre, el Consejo decidió mantener la tasa de política monetaria en 3% anual. Una serie de factores permitían conjeturar que la inflación estaría en la parte baja del rango meta durante algunos trimestres durante 2003 y 2004. Sin embargo, la evolución de la situación de Brasil planteaba un escenario de riesgo relevante. Por el lado del sector real, se habían confirmado las noticias de menor expansión de sectores ligados a recursos naturales, observándose además un mayor dinamismo del consumo.
2. Las noticias más importantes desde la última reunión son las siguientes:
 - En el sector real de la economía los datos son mixtos. Aunque los antecedentes reafirman la idea de un mayor dinamismo del consumo, el crecimiento de la industria en noviembre fue pobre y las importaciones de diciembre fueron menores a las proyectadas hace un mes. El aumento en los niveles de ventas inmobiliarias parece estar deteniéndose mientras que las cifras de permisos de edificación se mantienen reducidas.
 - Si bien la inflación de diciembre estuvo dentro de lo esperado, el precio del petróleo aumentó desde US\$ 26 a comienzos de diciembre a niveles en torno a US\$ 30 en las últimas semanas.
 - Los indicadores financieros de Brasil han mostrado una mejoría, aunque aún no logran niveles coherentes con una plena estabilización macroeconómica. Los riesgos de turbulencias financieras están vigentes en la región.
 - La posibilidad de una guerra en el Medio Oriente es cada vez más cierta. Más allá de los efectos que esta situación puede desencadenar sobre el precio del petróleo, los que son difíciles de proyectar, esta situación es una importante fuente de incertidumbre. Una guerra prolongada tendría efectos negativos sobre el crecimiento mundial, los precios de materias primas y, posiblemente, sobre los mercados financieros globales.
3. Con relación a los resultados de la ronda de proyecciones realizada para esta reunión de política monetaria, cabe destacar que, en el escenario central y bajo el supuesto de política monetaria constante, la inflación se acerca progresivamente al centro del rango meta en el horizonte de proyección, aunque con vaivenes importantes en el caso del IPC. Específicamente, bajo el supuesto de que se mantiene la tasa de política monetaria en 3%,



se proyecta que la inflación llegará a 2% a fines de este año, siendo incluso menor a 2% en algunos meses puntuales, para finalizar en 2,7% a fines del horizonte de proyección. El IPCX, en tanto, aumentará paulatinamente desde sus niveles actuales, llegando a 2% a fines de año y a 2,8% a fines del año 2004. En este escenario se proyecta un cierre parcial de las brechas de capacidad, lo que se logra con un crecimiento de la actividad de 3,5% este año y algo menos que 5% en el próximo. Además del cierre parcial de brechas, en este panorama de aceleración gradual de las presiones de inflación subyacentes y oscilaciones importantes en la inflación anual, se conjugan los siguientes factores: (i) un descenso relativamente rápido del precio del petróleo; (ii) un tipo de cambio real marginalmente más apreciado que el actual; (iii) la normalización de la inflación externa relevante; y (iv) salarios que aumentan de acuerdo a las prácticas de indexación históricas, aunque sin deshacer los menores reajustes de salarios que se verificaron en los últimos meses.

4. Con todo, un aspecto que vale la pena resaltar es que la proyección de inflación hacia fines del horizonte de proyección no se encuentra sustancialmente desviada del 3%, o en una trayectoria divergente, como sí ha sucedido en algunas de las oportunidades en que se ha decidido un recorte de tasas. Esta situación refleja que las presiones inflacionarias subyacentes se normalizarán con el gradual cierre de brechas de capacidad, lo que es coherente con perspectivas de un mayor crecimiento, en parte gracias al propio impulso monetario. En lo fundamental, la reducción de la inflación proyectada obedece a shocks de costos, los que en general no tienen un efecto sobre la inflación de igual persistencia al que tiene una ampliación de las brechas. Detrás de estos costos está la reducción esperada en el precio del petróleo, luego del *peak* que se observará durante el primer trimestre, y la trayectoria de salarios mencionada.
5. Respecto del balance de riesgos que se construye a partir de escenarios alternativos al escenario central del Informe de Política Monetaria, se considera que para el caso de la inflación éste es al alza, mientras que para la actividad es a la baja.
6. Con estos antecedentes es difícil justificar un alza en las tasas de interés. Al igual que en la reunión anterior, el argumento de mayor peso utilizado para sugerir un aumento de tasas es la evolución del dinero M1A. Sin embargo, como se desprende de los distintos análisis realizados en el Banco, se estima que la trayectoria del dinero no representa un riesgo relevante para la estabilidad de precios. Por lo tanto, las opciones que se plantean son mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual o disminuirla. Si se decidiera esto último, es probable que, dado los escenarios de riesgo, un recorte moderado de 25 puntos base sería más apropiado.
7. Si se considera exclusivamente el escenario central del Informe de Política Monetaria, es posible argumentar que la mejor opción es reducir la tasa de política monetaria, incluso en una magnitud de 50 puntos base. En efecto, tanto la inflación subyacente en los próximos 12 meses, como la inflación total en los próximos 24, están por debajo de 3%. Aún más, la inflación estará por debajo del rango meta durante algunos meses a fines de este año. Una rebaja de tasas, en este sentido, es coherente con restablecer una trayectoria esperada para la inflación más cercana al objetivo de 3%.
8. En todo caso, en esta ocasión se estima que, dada la incertidumbre que se enfrenta, el análisis de opciones de política deben tomar en cuenta cuidadosamente los escenarios alternativos, su respectivo balance de riesgos y las acciones que probablemente se seguirían en esos casos. Como se sabe, son dos los escenarios alternativos más relevantes que han determinado el sesgo en el balance de riesgos: i) la probable guerra en el Medio Oriente y ii) la situación por la que atraviesa la región, en particular, Brasil. En ambos casos se trata de shocks de oferta, probablemente transitorios, que tienen alguna persistencia difícil de anticipar y que aceleran la inflación y reducen el crecimiento. Posiblemente, por los propios rezagos y persistencia de las variables, el efecto en inflación sea de menor duración que el efecto en actividad, y el efecto inflacionario se atenúe en algún grado por el propio efecto contractivo de los shocks.



9. De darse estos escenarios más extremos, no es fácil justificar la necesidad de una tasa de política monetaria menor a la actual, a no ser que se piense que estos shocks se revertirán en un plazo breve y/o que tienen efectos que amplían sustancialmente las brechas en el uso de capacidad. Ahora bien, tampoco se puede argumentar que estos shocks requieren de un aumento en la tasa de política monetaria a todo evento. Ello se puede justificar en la medida que, por motivos de estabilidad financiera, sea adecuada una política monetaria con un sesgo más neutral que la actual o, como se ha discutido otras veces, si las expectativas de mediano plazo tienden a desanclarse. En su conjunto, se estima que un análisis basado únicamente en estos escenarios de riesgo justificaría mantener las tasas en su nivel actual, que es claramente expansivo.
10. Respecto de consideraciones más estratégicas, en esta oportunidad cabe resaltar tres. Primero, las expectativas para esta reunión son mayoritariamente de mantención, aunque unos pocos analistas consideran posible un recorte. Segundo, al igual que el mes pasado, un elemento que podría justificar postergar un eventual recorte de la tasa de interés es que aún estamos en el período definido como de excepción para el mercado cambiario y continúa el proceso de venta de documentos indexados al tipo de cambio. Más allá de que pueda o no existir una contradicción entre emitir BCDs y recortar las tasas simultáneamente, existe un riesgo de confusión en la comunicación de las políticas del Banco. Tercero, las proyecciones de inflación que contiene el informe probablemente constituirán una noticia para una porción importante de analistas, por lo que podría ser recomendable evaluar cómo se reciben antes de decidir un cambio de política.

El Presidente ofrece la palabra para comentar las opciones.

El Gerente de División Política Financiera, señor Herrera, manifiesta que su comentario se refiere a la relevancia de los escenarios de riesgo para esta decisión de política monetaria. En su opinión, los riesgos al alza en el IPC que se revisaron en la presentación y en el último resumen son efectivos, pero poco relevantes para los efectos de la presente decisión de política monetaria. Primero, porque las proyecciones centrales para la inflación están en la parte baja del rango meta, van del 2% al 2,8% en una tendencia ascendente, pero siempre por la parte baja, lo que es un seguro para efectos de absorber esos shocks. Segundo, si se materializaran shocks como los mencionados también la inflación puede ir hasta un 4%, se tiene un margen de holgura para shocks inesperados y por lo tanto, la probabilidad o los riesgos de que la inflación se salga fuera del rango meta, ya sea por circunstancias previsibles o por circunstancias inesperadas son bastante bajas, en consecuencia, los riesgos para la credibilidad monetaria también son bajos. En ese sentido, cree que no sería necesario tomar acciones preventivas de política monetaria para atenuar esos riesgos y tampoco sería necesario inhibir decisiones de recortar la tasa de interés, porque existen estos riesgos alcistas.

El Gerente de Investigación Económica, señor Schmidt-Hebbel, señala que las proyecciones del escenario base o escenario central de la División Estudios, tanto para la inflación como para la posición cíclica futura, justificarían adoptar una posición de política más expansiva en política monetaria. Sin embargo, y tal como se señala en el análisis como en la minuta de opciones de política, hoy se enfrentan dos riesgos significativos al alza en la inflación y así también lo menciona el IPOM. La guerra del Medio Oriente, más prolongada de lo que está ya, descontada del escenario base y una crisis financiera en Brasil, ambos escenarios tendrían importantes consecuencias sobre la inflación medida total, en forma temporal, pero por un período difícil de anticipar dada la incertidumbre y el riesgo de la extensión y las repercusiones tanto del conflicto del Medio Oriente como también de la crisis en Brasil.

Al respecto tiene un pequeño comentario en relación a la comparación con Argentina que mencionó el señor Marshall. Estima que la crisis en Brasil que podría tener repercusiones más severas, en parte, por el tamaño, obviamente que representa en el portafolio, en el PIB mundial, en la región, y después por repercusión también en otros países



que podrían verse arrastrados por el efecto contagio más intenso que el caso más aislado y más pequeño de Argentina.

En relación con otra consideración distinta que también se hace mención en la minuta de opciones, es que el Banco todavía está realizando emisiones de papeles denominados en dólares y eso, ciertamente, tal como se ha señalado, no parece consistente, al menos no es fácil de explicar en forma consistente con un cambio en tasas. Más aún, el IPOM en su versión revisada en los últimos días y que se va a votar mañana, vale decir, la tasa de política monetaria actual de 3% plantea riesgos dominantes al alza en la inflación y eso no parece consistente con una política más expansiva. Por lo tanto, a la luz de estos riesgos mayores que hace un mes, estima que la opción de mantener la tasa en 3% hoy, supera el valor de opción que tenía hace un mes o al menos lo iguala. No obstante, también estima que si se despeja al menos una de las dos grandes incertidumbres externas, ya sea Irak o Brasil, se despeja en el sentido de solucionarse y no darse esos escenarios, y si no se materializa la recuperación del producto y el gasto proyectado para el primer trimestre en el IPOM, 3,2% y 5,2% como se acaba de mencionar, se justificaría una reducción significativa de la tasa de política en algunos meses más y eventualmente mayor a 25 puntos base.

El Gerente de División Internacional, señor Jadresic, considera que el escenario central planteado por la División Estudios es efectivamente más probable que los escenarios de riesgos que se plantean. En esa perspectiva, en valor esperado, hay un espacio para una política monetaria más expansiva. El análisis de riesgo es un tema que cree que, a veces, es relevante, sin embargo, en este caso recuerda que estos riesgos ya fueron considerados en una instancia previa, que ya se postergó una decisión y que si se sigue postergando la decisión, se corre un riesgo de no haber reaccionado a tiempo y haberse quedado con una política insuficientemente expansiva durante este período. Esto se da en un contexto en el cual la inflación, tanto la efectiva como la subyacente, está más baja de lo que se venía prediciendo por lo que cree que es un momento apropiado como para tomar una decisión de bajar la tasa.

El Vicepresidente señor Marshall señala que cuando se discutió el riesgo Brasil, siempre se dijo que Brasil tiene el peso suficiente para afectar los flujos financieros a la región. Indica que cuando se coloca un bono soberano y se tiene cuatro mil millones para mil, al menos hay que revisar si ese canal de transmisión del riesgo Brasil sigue vigente. Ese es el dato número uno. Y el dato número dos es que desde junio del año pasado hasta enero, que es el momento actual en el gráfico de spread soberano, al menos Chile tiene el riesgo de las empresas A-. Se nota una diferenciación, pero en algún punto se fue volviendo gradualmente a tener riesgo A-, entonces su pregunta es si antes de Brasil, en que empieza la escalada en junio, se estaba con riesgo A- nivel equivalente a una empresa A- de Estados Unidos, ahora se está en ese riesgo, cuál es lo que el mercado considera el riesgo adicional. A su juicio, la forma en que aquí se trabaja el riesgo de Brasil es comprensible para todo el período intermedio, comprensible para todo el período en el cual hubo muy poco flujo de capitales y un tipo de cambio muy alto, \$740, \$760 por dólar, pero cada vez menos, o sea, su discusión es que el riesgo de Brasil el mercado ya lo ha acotado, no sigue siendo el mismo riesgo de Brasil que estaba en el punto anterior. Lo que desea es tener un intercambio de opiniones sobre esto porque cree que es relevante.

El Gerente de División Estudios cree que no hay una respuesta con los datos disponibles porque los spreads se movieron juntos. La explicación de la caída del riesgo soberano de Chile, de octubre a esta fecha, en un porcentaje muy alto, en su visión, es porque Brasil pasó de 2 mil puntos base a 1.250 hoy día. Por lo tanto, si el riesgo Brasil hubiese bajado poco podría ser el caso, pero son tan indistinguibles los dos eventos que cree que esta convergencia a los spreads de empresas A- justamente refleja que Brasil mejoró. Eso no quiere decir -y esta es la hipótesis- que de darse otro evento de stress en Brasil puede ser que Chile sufra una correlación menor, lo que podría tener que ver con que hay mejores coberturas hoy en día, en que los eventos están más descontados, o que se trata de un evento menos sorpresivo. Pero no diría que se puede explicar esa caída de spreads sin recurrir básicamente a Brasil.



El señor Marshall manifiesta su acuerdo, señalando que se podría hacer eso, pero está la demanda de flujos de capitales que no es menor porque el mecanismo de transmisión que siempre se dijo que iba a existir es que Brasil "secaba" los flujos de capitales. Sale el Ministro de Hacienda a ofrecer mil y le compran cuatro mil, entonces resulta que siempre se dijo que se "secaba" el apetito por capitales hacia Chile, eso es lo que se sostuvo que era el mecanismo de transmisión.

Diciéndolo de otra manera, acota el señor Massad: Al menos este riesgo el mercado lo considera muy inferior ahora, al que lo consideraba nuestra reunión anterior de política monetaria y por lo tanto, cualesquiera que sea la situación hacia delante, si hoy día se hace un análisis de riesgo, no hay duda que el mercado considera que este riesgo es ahora mucho menor y eso le parece tiende a afianzar el escenario central más que los escenarios de riesgo. Eso le aumenta la probabilidad al escenario central respecto de la que había en la reunión de política monetaria anterior.

El Consejero señor Desormeaux desea hacer una observación mirando el mismo gráfico que está aquí para entender bien qué significa la información del premio soberano. Si se observa la curva para Chile-empresas, excluyendo energía, se observa que ha habido una convergencia pero que se está en el mismo nivel de julio. En otras palabras, lo que ha habido es un mejoramiento del crédito para el sector público. La banca tiene mucha confianza en el sector público y ciertamente que ha habido ese cambio cualitativo que ha señalado el Vicepresidente, pero no para el sector privado que representa el 80% del país. Se atrevería a decir que si se le pregunta a los bancos chilenos hoy día si están mejor que en julio del año 2002 van a decir que están peor, que tienen menos líneas de crédito y que su situación no ha mejorado. Por lo tanto, dice que hay que tener cautela en el análisis de este tipo de datos porque cree que la realidad del sector público no es trasladable al sector privado.

El Presidente señala que le parece muy importante el alcance que ha hecho el Consejero señor Desormeaux, sin embargo, desea reiterar que cualesquiera que sean las circunstancias, el riesgo de Brasil que hoy día enfrenta la economía chilena, vista por el mercado, es menor que hace un año y por tanto, cree que se afianza, desde su punto de vista, la probabilidad, vista por el mercado del escenario central por esta razón, que de los escenarios alternativos de riesgo, ya sea porque sólo el sector público ha mejorado la forma en que el exterior lo mira o porque las empresas también lo han hecho. Ciertamente que es bastante menor, pero hay una pequeña tendencia, de modo que tomando el conjunto de la situación, sigue pensando que, desde el punto de vista del país en su conjunto, el escenario central se ve afianzado por los acontecimientos recientes en materia de los movimientos de flujos de capitales.

El Consejero señor De Gregorio, refiriéndose a las opciones, señala que la coyuntura económica actual no es muy distinta a la del mes pasado, de modo que no cree que valga la pena referirse con mucho detalle a ella.

El elemento distintivo desde el punto de vista de política monetaria y el objetivo inflacionario es que las proyecciones en un escenario de tasa de política monetaria en un 3% centro del rango meta, convergiendo a algo sobre 2,5% hacia el año 2004, tanto para la inflación efectiva y en especial para la inflación subyacente.

En este escenario más probable, que se haría público en detalle la próxima semana, lo recomendable sería bajar la tasa de interés de modo que, consistente con las proyecciones de la División Estudios, la inflación converja al centro del rango meta. Más aún, las simulaciones que presentara la citada División en la discusión del IPOM, indican que, en el escenario central hay espacio para una rebaja de la tasa de política monetaria de 50 puntos base.



Aún cuando no se tienen los antecedentes precisos, la opción de baja de tasa de interés se vería reforzada por la idea que hay que actuar agresivamente cuando se está en una zona de tasas e inflaciones muy bajas.

Una alternativa a bajar la tasa de interés en 50 puntos base es mantenerla y para justificar una mantención de la tasa de política monetaria, se debe apelar a la incertidumbre y al hecho que el balance de riesgo para la inflación está sesgado al alza. Ello significa que nuestra proyección está sujeta a grandes riesgos y por lo tanto, la materialización de un escenario adverso implicaría un aumento de la inflación proyectada, lo que eventualmente requeriría de un endurecimiento de la política monetaria para cumplir con nuestro objetivo inflacionario. Dado que la probabilidad de que estos escenarios adversos ocurran es razonablemente alta -de otra forma no serían riesgos relevantes- y al mismo tiempo que es indeseable un comportamiento errático de la política monetaria, es posible justificar la mantención de la tasa de política monetaria mientras se consolida el escenario de baja en la inflación proyectada y se despejan las incertidumbres.

Los escenarios adversos ya han sido ampliamente discutidos: por un lado está la posibilidad de una guerra en Irak que aumente exageradamente el precio del petróleo y genere una depreciación excesiva del tipo de cambio. Por otro lado, está latente la posibilidad de que Brasil enfrente dificultades severas lo que también generaría un debilitamiento pronunciado del peso.

La pregunta es hasta dónde se puede apelar a la incertidumbre y eso depende más del juicio que de los modelos. Ya se usó el argumento de la incertidumbre en la reunión de política monetaria del mes pasado, y se podría seguir usando en el futuro, pero se corre el riesgo de excesiva precaución y de aplicar tardíamente un mayor relajamiento monetario. Es necesario destacar también que, desde la reunión de política monetaria del mes pasado, han habido dos importantes noticias positivas que atenúan los argumentos pro-mantención producto de la incertidumbre, y ellos son el acuerdo de libre comercio con Estados Unidos alcanzado el 12 de diciembre recién pasado y la exitosa colocación de un bono soberano ayer.

En el caso de mantener la tasa de política monetaria, se enfrentaría un problema adicional de explicar al mercado cómo el Banco Central hace política monetaria. Para la trayectoria de la inflación que se presentaría en el IPOM, sería difícil explicar por qué no se ha bajado la tasa de interés.

Una alternativa más cautelosa, pero más consistente con las actuales proyecciones de inflación, podría ser una reducción de la tasa de política monetaria en 25 puntos base.

Por último, el señor De Gregorio se refiere a un aspecto que aunque no debiera alterar la decisión de tasa de interés, distorsiona la discusión al abrir espacios para que se cuestione la autonomía del Banco. Manifiesta que encuentra lamentable que algunos importantes miembros del Congreso, en el mismo día de esta reunión, aparezcan por la prensa dando su opinión y sugiriendo una rebaja de tasa. Cree que todo el mundo tiene derecho a decir lo que le parezca sobre política monetaria, sin embargo, una actitud responsable desde el punto de vista del mundo político requiere medir las consecuencias de las declaraciones y cree que es malo para el Banco y para la efectividad de la política monetaria que parezca, aunque no sea cierto, que se deja influenciar. Está cierto, dice, que esa sería la actitud que tomarían quienes quisieran criticar una baja de tasas, al menos sacarían un titular de prensa y por qué no, sería también la actitud de quienes quisieran sacar dividendos políticos, desprestigiando al Banco, su autonomía y de paso, a quienes en lo político son afines al Gobierno. El Senado es quien debe evaluar con rigurosidad nuestro accionar, pero no dar instrucciones sobre qué hacer en materia de política monetaria, porque para eso han elegido a este Consejo, termina diciendo el señor De Gregorio.



El Consejero señor Desormeaux señala que su lectura, tanto del Informe como de las opciones y recomendaciones que ha hecho la División Estudios, es que el cambio que se observa hoy día con respecto a la información que se tenía hace un mes atrás, es que hay menores presiones inflacionarias y que estas menores presiones inflacionarias son el resultado, por una parte, de menores precios externos y de costos laborales que crecen a tasas algo más acotadas. Por otra parte, las variables más permanentes que influyen sobre la inflación -dice el Informe- como la brecha del PIB o el crecimiento de la demanda interna, se han mantenido con una trayectoria estable y ahora se acaba de anticipar que el crecimiento esperado para el primer trimestre está en torno al 3,5% en doce meses y aquel para el gasto por encima del 5%.

Al mismo tiempo, el Informe hace ver que existen riesgos relevantes en el escenario externo que actúan también y particularmente preocupa la situación de Brasil cuyo desenlace está todavía lejos de estar claro y la posibilidad de un conflicto en el Medio Oriente que se puede alargar por muchas razones y crear dificultades.

El escenario central proyecta una tasa de inflación -tomando las palabras textuales del Informe- que no aparece sustancialmente desviada del 3% o con una trayectoria divergente. En otras palabras, existe una reducción de la inflación que es el resultado de una suma de shocks de costos que tienen un efecto que no es persistente en la inflación, aún cuando la reversión de este efecto es bastante prolongado. Si se observara el horizonte en el marco del escenario central exclusivamente, dado que el proceso a través del cual se revierte este shock de costos es excesivamente largo, la posibilidad de una rebaja de tasa y una rebaja de tasas tal vez sustancial, aparece como algo no solamente viable sino como la política óptima. El problema es que se tiene un balance de riesgos que es inquietante. Un escenario en el cual el crecimiento tiene un balance sesgado a la baja y la inflación un sesgo hacia el alza y eso obviamente es una advertencia. En suma, si bien el escenario central es un escenario que perfectamente podría conducir a la hipótesis de que una baja de tasa se justifica, los escenarios alternativos indican que se está en el umbral de dos riesgos muy significativos y que además están relacionados, porque incluso, a pesar de las mejores posibilidades, de los mejores esfuerzos de Brasil por salir de su situación, si el precio del petróleo se eleva en forma sustancial y por un período prolongado, esto agrava significativamente la situación financiera de ese país. Si alguno de estos riesgos se materializara -y ello efectivamente puede ocurrir- esto va a tener consecuencias duraderas para el tipo de cambio, para el precio del petróleo, para el acceso al financiamiento externo de nuestro país, y en esa óptica una reducción de tasa en el día de hoy, prácticamente a treinta días de alguno de estos acontecimientos, podría ser considerada como una medida temeraria. Si no se tuviera dicho riesgo, una vez que estos riesgos puedan ser dimensionados adecuadamente con el beneficio del tiempo, no le cabe ninguna duda que se va a poder medir adecuadamente si ellos amenazan la meta inflacionaria del Banco Central y repite: esto podría llevar a que en definitiva una rebaja de tasa no solamente sea una política válida sino una política óptima.

Señala el señor Desormeaux que a esto hay que agregar algunos antecedentes adicionales que desde su punto de vista apuntan en la dirección de la cautela y dice: La política monetaria en Chile no es una política monetaria neutral como hace algunos meses atrás en Europa y con una economía estancada. Es una política monetaria claramente expansiva, ello se refleja hoy día en un fuerte crecimiento del dinero de manera tal que lo que se puede ganar con una baja de tasas moderada, por ejemplo, en términos de expansividad, no es significativo, particularmente por los largos rezagos con que actúa la política monetaria. No es ningún alivio para lo que se tiene por delante. Por otro lado, la señal que se estaría dando, aún con una baja de tasas moderada, podría resultar inquietante para el mercado en el sentido de que el Banco Central aparece más preocupado del sesgo que se observa en la actividad, que del sesgo que se está viendo en la inflación y de los riesgos que acechan la meta del Banco.

Otra consideración importante que está recogida en el Informe es que los analistas hoy día apuestan mayoritariamente a la mantención, por lo que una baja de tasas sería percibida para muchos de ellos como una sorpresa, y la pregunta va a ser qué nos está comunicando el Banco Central con estas medidas, qué cambio sustancial ha ocurrido en estos



últimos meses y, la verdad de las cosas es que el único cambio sustancial es que se tiene algunos shocks de costos que son favorables. No parece esa una justificación suficientemente fuerte.

Otra variable a considerar es una que ya ha sido señalada y que fue mencionada en la reunión anterior y es la contradicción que significa estar emitiendo papeles reajustables en dólares, o sea, interviniendo en el mercado cambiario por una parte, y bajando la tasa por otra. Esto resulta desde ya difícil de explicar y conciliar, y obviamente que arriesga una confusión en la comunicación de las políticas del Banco como dice apropiadamente el Informe.

También está el tema de que el mercado no tiene toda la información que el Banco tiene y desde ese punto de vista podría haber un argumento adicional para esperar.

Como punto final, manifiesta el señor Desormeaux que la idea principal que tiene en esta reunión es que el Banco Central tiene muy poco que ganar con una baja de tasa y tiene mucho que arriesgar con esa decisión. Optar por una baja de tasa, incluso una baja moderada hoy día, puede significar riesgos que le resulten muy caros al Banco Central en materia de credibilidad. La impaciencia le parece que es una mala consejera, especialmente para bancos centrales y en algunos meses más se va a contar con muchos más antecedentes para dimensionar adecuadamente estos riesgos y, la verdad, es que cree que la opción de esperar, como decía el señor Schmidt-Hebbel, hoy día tiene un valor mayor que la que tenía un mes atrás.

La Consejera señora Ovalle cree que los fundamentos dados por la División Estudios para la opción de mantener la tasa de política monetaria, principalmente expresados en los dos últimos párrafos del documento presentado, son muy relevantes. Dice en ellos que no es fácil justificar la necesidad de una tasa de política monetaria menor a la actual por los riesgos existentes. En su conjunto, estima que un análisis basado principalmente en los escenarios de riesgo de guerra en el Medio Oriente y la situación de Brasil y de América Latina, justifica mantener la tasa en su nivel actual que es claramente expansivo. Además destaca tres consideraciones estratégicas que considera importantes. La primera, es que las expectativas del mercado para esta reunión son mayoritariamente de mantención. Segundo, que al igual que en el mes pasado, un elemento que justifica postergar un recorte de tasas es que aún se está en un período definido como de excepción del mercado cambiario y que se continúa con el proceso de venta de documentos indexados al tipo de cambio, pudiendo existir un riesgo de confusión en la comunicación de las políticas del Banco. La tercera, es que las proyecciones de inflación que contiene el Informe también serán noticia para una porción importante de analistas, por lo que podría ser recomendable evaluar cómo se reciben antes de decidir un cambio de política.

En síntesis, manifiesta que es cierto que las presiones inflacionarias son menores que en la reunión anterior, pero los riesgos son los mismos que en esa oportunidad y existe una política monetaria expansiva cuyos efectos no se manifiestan aún plenamente desde el último recorte llevado a cabo en agosto. Por todo ello, cree que no se justifica en esta oportunidad una baja de la tasa de política monetaria.

El Vicepresidente señor Marshall señala que su opinión es que los riesgos que están implícitos en una posición de cautela de la política monetaria y que han estado presentes en las últimas reuniones, en la reunión actual tienen un factor menos gravitante, porque, en parte, esos riesgos tenían implícito un análisis de acceso al financiamiento, y tanto la información del mercado cambiario como la de los mercados financieros, la información del riesgo soberano, el Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos - tomados en forma conjunta, no cada uno de estos hechos en forma aislada - han ido generando una noticia, a su juicio, sustantivamente distinta del diagnóstico que se tenía hasta las reuniones pasadas y eso significa que los mecanismos de protección de la economía son algo más fuertes de los que se tenía en el análisis anterior y por tanto, no es que los riesgos hayan desaparecido, sino que los



efectos de esos riesgos sobre la economía chilena hoy día, a su juicio, se ven algo más amortiguados porque la economía ha estado inserta en un proceso en que, al menos, ese aspecto de financiamiento se ha tendido a ir despejando.

A su entender, ésa es la novedad principal. Cree que es el elemento sustantivamente distinto, que la información del bono soberano es importante, que el Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos no se puede separar del bono soberano. Piensa que esa noticia es relevante y lo lleva a estar más abierto a una reducción de la tasa de lo que estaba hasta la reunión pasada en que creía firmemente que el Banco Central tenía que tomar una posición de mucha cautela en la economía chilena que sí estaba enfrentando estos riesgos.

No le hace tanta fuerza el argumento de la División Estudios respecto de que se esté colocando papeles para poder bajar la tasa, porque la razón de colocar papeles o no colocar papeles, de alguna manera no ha estado vinculada a que se quiera conducir el tipo de cambio en una dirección o en otra o en un nivel, no está vinculada a que el tipo de cambio esté alto o que no esté tan alto. Lo que se ha dicho es que en un periodo que tenía un ciclo determinado, se iba a hacer un "acompañamiento" para evitar que el mercado se saliese de los fundamentos, entonces se dijo "vamos a estar adentro para que el mercado no se salga de los fundamentos". El hecho de estar adentro no significa que se esté haciendo un diagnóstico de que el mercado se salió de los fundamentos, significa que estamos adentro justamente para que el mercado no se salga de los fundamentos. También se podría decir en qué medida se está adentro o no. No hay una señal de dirección, por lo tanto, no le incomoda tanto. Entiende que el ideal sería no hacerlo, pero primero esa opción no se tiene. El costo de hacerlo no le parece tan fuerte versus el caso en el cual se hubiese tenido, en este momento, una escalada del tipo de cambio. Cree que esa combinación sería un poco más complicada, pero la forma en que ha sido este salirse de la intervención el mes pasado, este mes, piensa que ha sido no del todo incompatible, no le incomoda del todo.

Tiene la impresión que las tendencias van a ser en esa dirección, cree que si se da un paso éste sería más bien cauteloso pero no le extrañaría que la tendencia de las dos próximas reuniones sea más o menos en esa dirección, pues los datos que se están obteniendo son demasiado fuertes. Precisamente esta mañana informaban que cualquier eventualidad en Brasil se va a producir en el segundo trimestre, o sea, si se quiere saber el desenlace de Brasil se va a saber entre abril y mayo y aún así, más o menos va a ser por los vencimientos. Esa es su composición del panorama hoy día. En todo caso, agrega que influye bastante los datos del bono soberano de ayer, que para él eso es como un elemento nuevo.

El Consejero señor De Gregorio manifiesta lo siguiente: Si se observa la proyección de inflación, prácticamente durante dos años se va a estar por debajo del 3% convergente, y no muy lejos del 3% pero no obstante por debajo; si se mirara el promedio de inflación es bastante inferior al 3% en el periodo, en particular, aunque no sea el objetivo, pero lo que es la inflación subyacente sería aún más fuerte todavía esto. Eso lleva a un punto que no cree sea éste el momento de discutirlo, pero cómo se interpreta la meta. Una manera simple de decir es tratar de estar siempre de acuerdo donde se parta cerca del 3% y no en promedio porque de lo contrario realmente se estaría bastante desviado. Y en ese sentido, cree que es mucho más difícil, en particular, sabiendo que es una proyección en el IPOM, de explicar que se va a estar sistemáticamente con una inflación por debajo del centro del rango meta sin relajar la política monetaria, o sea, sacando todos los temas de incertidumbre, trataría de mantener una proyección que converja y para eso ir acomodando la política monetaria. Podría haber algún grado de sorpresa para el mercado, pero no se puede esperar que el mercado espere siempre lo que el Consejo va a hacer, en particular, si hay análisis bastante simplista de la coyuntura macro y cree que es muy importante, en cualquier decisión que se tome, la fuerza y la claridad del comunicado en ese sentido. Piensa que por razones inflacionarias hay espacio para bajar la tasa, no tiene que ver con una preocupación mayor o menor por el producto, tiene que ver con cómo aquí se converge al centro del rango meta, asegurando la mantención lo mejor posible de lo que es el objetivo inflacionario. De manera que cree que independiente de la decisión que se tome, eso debería estar muy bien reflejado en cualquier comunicado.





El Presidente explica cómo ve la presentación que se ha hecho hoy día. En primer lugar, dice, parecen haber algunos síntomas de un modesto repunte de la actividad económica. Se agrega, al mismo tiempo, que no se sabe en qué dirección se va a mover esa actividad.

En segundo lugar, se observa que la brecha, sin ninguna duda, creció durante el año 2002 y creció en un punto y medio o más, de acuerdo a las cifras más razonables que se tiene de tasa de crecimiento de la capacidad, y lo que se está agregando es que las expectativas de crecimiento que se podría tener para el año próximo y el siguiente, podrían, en el período de dos años, reducir en algo menos de un punto la brecha de capacidad. Es decir, después de un período de dos años no se habrá recuperado el tamaño absoluto de la brecha cualesquiera que sea, que había a fines del año 2001. Si lo que se está haciendo es incrementar la brecha entre 2002 y 2004 - con una tendencia a reducirla pero en el promedio a incrementarla - se justifica plenamente en las proyecciones que tenemos de inflación que se está moviendo hacia abajo. Se observa que comparado con lo que se preveía en la reunión de política monetaria anterior, las proyecciones de inflación se mueven claramente hacia abajo, en un clima en que se observa una modesta recuperación y todavía con muchas preguntas al respecto.

En tercer lugar, existe una política fiscal prevista para el año 2003 que es menos expansiva que la política fiscal prevista para el año 2002 y hay que recordar que en el año 2002 la brecha de capacidad aumentó. Entonces tenemos un policy set up en el cual la política monetaria tiene una cierta fuerza expansiva, la política fiscal tiene una menor fuerza expansiva, mientras que en promedio para los dos años, la brecha de capacidad crece respecto de la que había a fines del año 2001. Agrega a lo anterior que lo que ha ocurrido alrededor nuestro es mejor de lo que se esperaba en la reunión de política monetaria anterior. Argentina parece haber tocado fondo, se habla de cifras positivas para el año próximo, el peso argentino comienza a apreciarse, se habla de algún acuerdo con el Fondo Monetario para evitar un default, Brasil muestra una situación menos dramática que lo que se veía en la reunión de política monetaria anterior y a partir de esa reunión se ha obtenido además un elemento nuevo relacionado con el acuerdo con Estados Unidos. Los riesgos que hoy día se observan con respecto del entorno regional son claramente menores de los que se observaban en la reunión anterior. El riesgo que queda y que de acuerdo con el Informe se ha acrecentado, es el riesgo de la guerra en Irak y que nos afecta, principalmente, a través del precio del petróleo, pero cree que muchos de los presentes concuerdan con la idea de que el efecto negativo que el precio del petróleo pudiese tener sobre la inflación es muy difícil combatirlo con la tasa de interés y piensa que cuando se enfrenten a la materialización de un riesgo de esa naturaleza se va a discutir muy cuidadosamente si realmente es la tasa de interés el instrumento para enfrentar ese riesgo en particular.

Observa el señor Massad que el conjunto de la situación muestra que el escenario central que propone la División Estudios es un escenario central que se fortalece. Tiende a coincidir con la visión de que el escenario central está correctamente planteado, dentro de todas las dificultades que hay para plantear escenarios a dos años y hasta a un mes, pero coincide con la línea general que ese escenario plantea y cree que todos los acontecimientos que se han visto hasta ahora van en la dirección de fortalecer ese escenario central. Coincide también con la conclusión del Informe de la División Estudios de que si se mira el escenario central lo que corresponde hacer es una reducción en la tasa. También concuerda con lo que plantea la citada División que si se observa sólo el escenario central lo que corresponde es hacer una baja de tasa de interés de cierta envergadura, pero no se puede mirar sólo el escenario central, por lo tanto, se tiene que moderar un poco esa conclusión tal como se señala en el Informe.

Desde el punto de vista comunicacional, se ha bajado la proyección de inflación. La propia proyección de inflación se va a mover esencialmente por debajo del centro del rango durante prácticamente todo el período, salvo periodos cortos ocasionados por el precio del



petróleo que probablemente no corresponde enfrentar con la tasa de interés. De modo que, desde el punto de vista comunicacional, no ve realmente una dificultad si lo que se hace ahora es, gracias a una baja en la tasa de interés, corregir un poco hacia arriba la visión de inflación acercándose un poco más al centro del rango meta que es lo que racionalmente se tendría que hacer si efectivamente se confía en que el escenario central es el escenario claramente predominante y más predominante hoy de lo que era en la reunión de política monetaria anterior.

Comprende perfectamente que puedan haber desacuerdos porque esto es más bien juicio que evidencia empírica. Cuál de los escenarios es el más probable o cómo ha variado la probabilidad de los escenarios, pero su conclusión es que si la probabilidad del escenario central ha variado en alguna dirección es para afianzarse, incluyendo el hecho de que los premios soberanos del país hayan mostrado una persistente tendencia a disminuir, como lo muestra el éxito de la colocación reciente.

Su conclusión es que está de acuerdo con la propuesta de la División Estudios que tiene que ver con el escenario central, moderada por la consideración de los riesgos que se tiene siempre que tener presente.

A continuación, el Consejo procede a votar.

El Consejero señor De Gregorio, el Vicepresidente señor Marshall y el Presidente señor Massad votan por reducir en 25 puntos base la actual tasa de política monetaria; la Consejera señora Ovalle y el Consejero señor Desormeaux votan por mantener la actual tasa de política monetaria.

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

42-01-030109 – Tasa de Instancia Monetaria.

Se acuerda reducir la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, desde 3% a 2,75% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustan también en 25 puntos base.

IV. Comunicado

“ En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió reducir la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, desde 3% a 2,75% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustaron también en 25 puntos base.

En la decisión se consideró que, más allá de fluctuaciones transitorias explicadas por la evolución del precio del petróleo, las tendencias inflacionarias subyacentes se aprecian reducidas. Estas se ubican por debajo de lo previsto en proyecciones anteriores, gracias a la favorable evolución de algunos componentes de costos, en particular, la inflación externa y los costos laborales.

Se prevé que la inflación puede llegar a la parte inferior del rango meta durante algunos meses del presente año. Sin embargo, se espera que la progresiva mayor utilización de la capacidad instalada, favorecida por el impulso que entrega la política monetaria, lleve la inflación hacia niveles en torno a 3% a fines del horizonte de proyección.

El desempeño de la economía internacional se ha mantenido dentro de lo previsto, aunque los riesgos asociados a la situación de Medio Oriente y a los desafíos de estabilización que enfrentan algunos países de la región continúan siendo relevantes.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 42
Política Monetaria
09.01.2003 23.

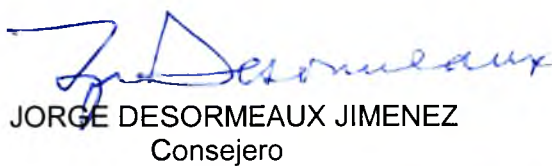
El Banco Central reitera que continuará usando sus políticas con flexibilidad, de manera de confrontar las desviaciones que se proyecten, en cualquier dirección, respecto de la trayectoria esperada de la inflación en relación con la meta establecida."

El Consejo aprueba el texto del comunicado.

Se levanta la Sesión a las 17,50 horas.


JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente


CARLOS MASSAD ABUD
Presidente


JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero


MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera


MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe


JOSE DE GREGORIO REBECO
Consejero





BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION N° 44
DE POLITICA MONETARIA
Celebrada el 18 de febrero de 2003

En Santiago de Chile, a 18 de febrero 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 Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de Análisis y Operaciones Internacionales, don Sergio Lehmann Beresi;
Secretaria Ejecutiva del Gabinete de la Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo;
Jefe de Prosecretaría, doña Cecilia Navarro García.

I. Resolución sobre Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 42, celebrada el 9 de enero de 2003.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo el Proyecto de Acta de la Sesión N° 42, celebrada el 9 de enero de 2003, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

II. Resolución sobre Minuta del Acta correspondiente a la Sesión N° 41, celebrada el 10 de diciembre de 2002.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo la Minuta correspondiente al Acta de la Sesión N° 41, celebrada el 10 de diciembre de 2002, la que se aprueba sin observaciones.

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

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de agosto de 2003, para el día 12 de ese mes.



BANCO CENTRAL DE CHILE

IV. Exposición.

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

SÍNTESIS DEL MES

La trayectoria efectiva y esperada del precio internacional del petróleo, y en particular de la gasolina, se ha ubicado algo por sobre lo anticipado en el *Informe* de enero. Por su parte, y a pesar de la recuperación que exhibe el precio del cobre, el peso también se ha ubicado en un nivel más depreciado que el de principios de año, tanto en relación con el dólar como con una canasta amplia de monedas. Estos dos antecedentes han aumentado en casi medio punto las perspectivas de inflación para el primer semestre de este año. Por el momento no se aprecia un cambio sustantivo en el panorama de mediano plazo, principalmente por el carácter esencialmente transitorio que podrían tener aún los dos fenómenos anteriores. La mayor estabilidad regional, junto con una probabilidad todavía elevada de una guerra breve que no distorsione el suministro de crudo a nivel mundial, siguen siendo factores importantes que sustentan el escenario base. En todo caso, los escenarios de riesgo que se plantearon en el *Informe* de enero han tomado mayor preponderancia.

Por su parte, la información más reciente confirma un débil crecimiento de los costos laborales unitarios, gracias al reducido incremento de los salarios, en torno a 4% anual en diciembre. Adicionalmente, se apreció en el cuarto trimestre del año pasado una aceleración de la productividad, en particular en el sector industrial. A ello se añade un panorama sorpresivamente acotado de inflación subyacente IPCX e IPCX1, lo que indica que los márgenes se mantienen comprimidos. La estabilidad en las expectativas privadas de inflación señala que el mercado no aprecia un cambio sustantivo en el panorama de mediano plazo presentado en el *Informe* de enero. En efecto, luego de la reunión de enero, las tasas de interés de largo plazo tuvieron un ajuste relevante a la baja, en línea con las perspectivas de inflación presentadas en el *Informe* y la reducción de la tasa de política monetaria. Ello es además coherente con parte de la depreciación del tipo de cambio y la ampliación del diferencial interno-externo de tasas reales de mediano plazo, así como con el debilitado crecimiento de las exportaciones durante el año 2002, lo que constituyó una noticia relevante del último *Informe*.

No se aprecian aún novedades que modifiquen el panorama de crecimiento de la actividad y el gasto para este año, manteniéndose además los escenarios de riesgo derivados de la situación internacional. La actividad de diciembre se expandió por sobre lo esperado debido a noticias positivas que se concentraron especialmente en el sector minero y en menor medida en el industrial. La información sectorial reciente ha acentuado el diagnóstico de que la economía está en una senda de crecimiento moderado, gracias a una recuperación del consumo, pero con tasas de crecimiento menores para las exportaciones. El mercado laboral continúa mostrando un crecimiento del empleo, que si bien aún no se ha traducido en un aumento sostenido de la tasa de participación laboral, probablemente ha incidido en las mejoras de los indicadores de confianza de los hogares. Las ventas de vehículos nuevos se mantienen en niveles altos, lo mismo que las ventas de durables del comercio. Información indirecta muestra, además, que las existencias parecen haber terminado su ciclo de caídas del segundo semestre del año pasado: tanto las importaciones de consumo como la producción industrial han mostrado buenas tasas de crecimiento en los datos más recientes. Sumado a ello, y pese a que el total de las colocaciones muestra caídas en lo más reciente, se espera que los créditos de consumo continúen creciendo. El recorte de 25 puntos base en la tasa de política monetaria del mes pasado, a diferencia de lo ocurrido con las tasas de captación, que han disminuido, aún no ha sido traspasado a las tasas de interés de colocación, lo que probablemente sucederá a partir de marzo cuando se reanuden las ofertas de crédito del sistema financiero.



En la formación bruta de capital, en tanto, no se aprecian novedades. El mercado inmobiliario mantiene altos niveles de ventas, y parece haber culminado la aceleración del segundo semestre del año pasado. Los permisos de edificación aún no muestran el repunte esperado, dado el dinamismo del mercado de la vivienda, y tanto las ventas como las importaciones de bienes de capital continúan con un comportamiento errático.

La información más reciente y revisada del año 2002 muestra que el crecimiento de los volúmenes exportados de bienes estuvo por debajo de lo que se estimó en su momento. Las exportaciones totales de bienes tuvieron un incremento en volumen de sólo 1,4%, cifra inferior al 3,8% considerado en el *Informe* de enero. En estas correcciones jugaron un rol preponderante nuevas estimaciones de valor y de precios por categoría que, si bien no modificaron sustancialmente el agregado de las exportaciones, sí lo hicieron en sus precios, modificando con ello las estimaciones de cuántum. Parte importante del cambio se explica por un mayor valor de las exportaciones principales no cobre y uno menor de las resto. Las importaciones de bienes también tuvieron correcciones, aunque menores en relación con lo estimado previamente.

La ejecución fiscal para 2002 en su conjunto arrojó un déficit contable de 0,8% del PIB, lo que de acuerdo con el Ministerio de Hacienda es coherente con la meta de superávit estructural. El crecimiento del gasto con impacto macroeconómico y la inversión pública se ajustaron en el segundo semestre para cumplir con lo anunciado en octubre. Así, el gasto con impacto macroeconómico y la inversión finalizaron el año con incrementos reales de 4,6% y 6,7%, respectivamente, ambos menores a los considerados en la discusión del proyecto de Ley de Presupuesto para el año 2002 (4,9% y 11%, respectivamente).

En su conjunto, la información más reciente permite esperar una trayectoria algo más acentuada para la inflación en el corto plazo (primer semestre), pero sin modificaciones en el escenario central de inflación para el mediano plazo contenido en el *Informe*, con un crecimiento moderado de la actividad y del gasto. El ritmo de crecimiento mundial continúa siendo positivo y el precio del cobre se ubica en torno a los niveles esperados para este año. Indudablemente, las turbulencias geopolíticas son el factor mayor de riesgo, pero por ahora persiste como escenario más probable una resolución rápida al conflicto que no ponga en peligro la recuperación de la economía global. En línea con estos antecedentes, el mercado no espera movimientos de la tasa de política monetaria en el corto plazo.

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA

I. Escenario internacional

En términos gruesos, las perspectivas de crecimiento de los socios comerciales se mantienen sin mayores cambios en relación con las consideradas en el *Informe* de enero. No sucede lo mismo con el precio del petróleo, que ha alcanzado —y se espera permanezca por algún tiempo más— niveles por sobre lo estimado entonces. Ello lleva a modificar al alza el precio promedio esperado para el año 2003, generando algún deterioro de los términos de intercambio, que no es compensado por el mejor precio del cobre del último tiempo. De otro lado, los riesgos asociados a la situación de Brasil se han reducido en las últimas semanas, como consecuencia de políticas y decisiones económicas que han permitido mejorar la confianza de los inversionistas. Esto, que ha contribuido a mejorar significativamente el manejo de la deuda pública en Brasil, no evita que se mantenga alguna cautela, por cuanto persisten riesgos políticos que podrían comprometer la liquidez y sustentabilidad de la deuda brasileña.

En términos de crecimiento mundial, las proyecciones para el presente año presentan cambios marginales a la baja respecto del escenario base de enero. Así, para el año 2003, se proyecta un crecimiento de 3,0% ponderado por PPC (paridad del poder de compra) y de 2,1% para los



BANCO CENTRAL DE CHILE

principales socios comerciales. Para el año 2004, en tanto, las proyecciones se ajustaron 0,1 y 0,2 puntos porcentuales al alza, para las proyecciones ponderadas a PPC y para los principales socios comerciales, respectivamente.

En lo que va del año, el precio del cobre ha registrado un aumento significativo, llegando a los niveles más altos de los últimos veinte meses, transándose en la vecindad de los US\$0,75 por libra. El deprimido desempeño de los mercados bursátiles, junto a la depreciación del dólar y la preferencia por activos más seguros, ha ayudado a generar una mayor demanda por metales, convirtiendo el cobre en una inversión atractiva. También ha influido la baja en los inventarios totales de cobre, sobre todo en las bolsas de metales asiáticas, por la demanda creciente de China y Corea. No obstante, no se espera que el actual nivel de precios perdure a mediano plazo, por lo que se mantienen 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 que supera los US\$31 por barril en lo que va del año. El aumento del precio del crudo está asociado a la postergación de la resolución del conflicto en Venezuela y a una percepción de que el posible conflicto bélico en Irak tendrá un impacto mayor o más persistente sobre el precio del petróleo que el esperado anteriormente. En el mismo período, el precio internacional de la gasolina ha crecido por sobre el del crudo, más allá de la relación que históricamente mantenían. El cierre no programado de algunas refinerías y la paralización de la producción en Venezuela provocaron una importante caída de los inventarios en Estados Unidos, los que descendieron a los niveles de 1998, generando el mayor incremento en el precio de la gasolina.

De esta forma, el promedio proyectado del precio del petróleo para el año aumenta desde US\$25 por barril, considerado en enero a US\$26,5, y se mantiene la proyección de US\$23 para el año 2004, cifras aproximadamente en línea con lo que indican los futuros del crudo.

Los mercados financieros internacionales también han reflejado el nerviosismo por el posible conflicto bélico en Irak, a lo que se suma la falta de indicadores que permitan confirmar el inicio de una recuperación económica mundial sólida. Así, respecto de la anterior reunión de política monetaria el rendimiento de los bonos europeos a diez años cayó en cerca de 30 puntos base. El retorno de los bonos de largo plazo en dólares, en tanto, se ha mantenido relativamente estable, pues el efecto refugio de valor de estos instrumentos se ha visto compensado por la mayor emisión que emprenderá el gobierno norteamericano para financiar el incremento en su déficit fiscal. Además, se ha observado un considerable aumento en los precios de los metales, en especial del oro, el que llegó a sus niveles más altos desde fines de 1996.

Lo anterior también ha producido efectos en la cotización de la moneda estadounidense, en especial respecto del euro, con el que se ha depreciado alrededor de 4% desde la anterior reunión.

Los futuros de tasa *Fed Funds* señalan que una parte del mercado espera una rebaja adicional en la tasa de política, de 25 puntos base, en la próxima reunión de la Reserva Federal, aunque sólo la aparición de indicadores más negativos de los hasta el momento disponibles validarían este recorte. De todas formas, los agentes esperan que el proceso de alzas de tasas se inicie el segundo semestre del año. En la zona euro, en tanto, se anticipa una rebaja adicional de tasas de aquí a mediados de año de a lo menos 25 puntos base, en línea con el recorte decretado recientemente en el Reino Unido.

Respecto de los mercados emergentes, la situación en los principales focos de atención se ha tranquilizado, pese a que los fundamentos de las economías en cuestión siguen siendo frágiles. Aunque Argentina logró evitar una moratoria con el Fondo Monetario Internacional tras alcanzar un acuerdo de transición, no hay aún soluciones definitivas a los graves problemas que aquejan a esa economía. Por otro lado, el nuevo gobierno de Brasil ha logrado aumentar

12
fig



la confianza de los inversionistas, permitiéndole enfrentar de mejor manera los compromisos de su deuda. Sin embargo, una caída en la confianza de los inversionistas, que podría darse, por ejemplo, si el gobierno se alejara de las políticas pro-mercado, comprometería seriamente la sustentabilidad de su deuda. También aparece como una fuente de riesgo un deterioro mayor en las condiciones reales y financieras externas, asociado a la materialización de los riesgos que enfrenta la economía mundial.

II. Mercados financieros

Hasta la primera semana de febrero, en el mercado financiero interno, al igual que en el resto del mundo, se observó una mayor preferencia por instrumentos más seguros, en especial de renta fija de corto y mediano plazo. Así, las tasas de interés de los documentos reajustables del Banco Central con plazos inferiores a diez años, cayeron en promedio cerca de 30 puntos base. Estas menores tasas de interés reflejaron, además, la reducción de la tasa de política monetaria a comienzos de enero y las perspectivas de inflación presentadas en el *Informe*.

Más recientemente, sin embargo, las mejores expectativas respecto del Imacec de diciembre, junto con un cambio de portafolio hacia activos en dólares, ha provocado un aumento en las tasas de estos instrumentos, situándolas en niveles de UF+2,9% y UF+4% para los BCU5 y BCU10 años, respectivamente.

Las tasas de interés de los documentos nominales, por su parte, no han mostrado mayores cambios respecto de diciembre, tanto a corto como a mediano plazo. No obstante, dada la caída de las tasas reales de mediano plazo, esta estabilidad puede interpretarse como un realineamiento de las expectativas de inflación.

Respecto de la tasa de política monetaria, el mercado no espera cambios significativos durante el primer semestre del año 2003. Ello se aprecia tanto en la curva *forward* como en la encuesta de expectativas de febrero.

La trayectoria de las tasas de interés de los instrumentos privados de renta fija ha estado determinada por la variación positiva —tanto efectiva como esperada— de la UF en el corto plazo, registrando en la actualidad niveles históricamente bajos. En todo caso, no puede suponerse una tendencia concreta a partir de estos datos, por cuanto la escasez de transacciones del mes limita la información contenida en esas tasas de interés. Con todo, las letras de crédito muestran una TIR media de 5%, cifra que se repite para aquellas letras con tasa de emisión entre 4% y 6%, y que es de 6,2% para emisiones con tasas superiores a 6%. Las tasas de los bonos corporativos también han disminuido, promediando en la actualidad 5,3%. Si bien en enero se registró sólo una emisión de bonos, el monto vigente a la fecha de este tipo de inversiones supera los 320 millones de Unidades de Fomento, el mayor nivel desde que existe este tipo de instrumentos.

En enero y en las primeras semanas de febrero, inversamente a lo que ocurría hasta diciembre, el sistema financiero ha traspasado sólo parcialmente la reducción de la tasa de política monetaria a sus operaciones con el público. Sólo las tasas de captación han reaccionado a la baja, mientras las de colocación han aumentado. Es probable que esta situación se corrija en marzo, cuando la banca reanude las ofertas de créditos de consumo.

En cuanto a los agregados monetarios, en enero el dinero mantuvo el dinamismo de los meses previos. La variación real anual del M1A permanece sobre los dos dígitos (18,8%), asociada al menor costo de oportunidad de otros activos. Los agregados monetarios más amplios, en tanto, muestran tasas de crecimiento más moderadas.

En enero, las colocaciones totales —al sector público y privado— cayeron por segundo mes consecutivo. En términos desagregados, mientras los créditos a empresas siguen



desacelerándose, los destinados a personas continúan aumentando, en particular los de consumo que alcanzan niveles similares a los de comienzos de 1998.

Tipo de cambio

En lo que va de 2003, el peso acumula una depreciación de 5,7% respecto del promedio de diciembre. En la primera quincena de enero la paridad entre la moneda local y el dólar se movió en torno a \$710, a partir de entonces inició una trayectoria de depreciación que la ha llevado a situarse entre \$740 y \$750. La situación bélica de Irak, sumada a sus efectos sobre el precio del petróleo, el nivel actual del Real y las menores tasas de interés de largo plazo en Chile han sido los principales sustentos de este aumento del tipo de cambio. El incremento del precio del cobre, que podría inducir a una apreciación del peso, hasta ahora no ha tenido mayor incidencia.

Las expectativas para la trayectoria del tipo de cambio de la encuesta de expectativas realizada a comienzos del mes, muestran un escenario de apreciación del peso, terminando el año en torno a \$720. Este número es coherente con las expectativas informadas por *Consensus Forecasts* en una encuesta del 10 de febrero. Esto también se reflejaba en la ampliación de los diferenciales de tasas reales internas y externas, que se produjo tras conocerse el *Informe* de enero. En lo más reciente, el aumento de las tasas internas ha disminuido el diferencial. El *spread* soberano, por su parte, está algo por sobre el de comienzos de año, aunque se compensa con una tasa externa menor.

Por otro lado, los precios futuros para el tipo de cambio que entrega *Bloomberg* indican una depreciación adicional del peso para fines de año, promediando en la última semana cerca de \$760 por dólar.

La proyección para el tipo de cambio real a febrero indica un aumento del orden de 8% respecto de diciembre pasado. Este valor es resultado, principalmente, de la depreciación nominal del peso respecto del dólar, reforzado por las apreciaciones del euro y del yen, que en el año acumulan 5,5% y 1,5%, respectivamente.

Bolsas

En las bolsas mundiales se ha observado un retroceso asociado a la ya comentada incertidumbre respecto del conflicto en Irak y su efecto sobre las decisiones de inversión de los agentes. Así, en lo que va del año el *Dow Jones* ha caído 8,3%, el *Nasdaq* 5,4%, los ADR latinos 9,1% y los ADR chilenos 0,3%. Esta última diferencia puede explicarse en parte por la entrega de los resultados del año pasado, mejores que lo esperado en algunas empresas chilenas con emisiones de ADRs.

El mercado local muestra un cierto desacoplamiento de la incertidumbre que ha afectado las bolsas mundiales. Es así como las positivas expectativas respecto de la actividad en diciembre, sumada a las noticias respecto de traspasos de propiedad y el efecto del mayor precio de la celulosa en el sector forestal, han configurado un mejor panorama. En lo que va de febrero, el IPSA y el IGPA acumulan crecimientos de 1,5% y 0,6%, respectivamente. Sin embargo, ajustados por la variación del tipo de cambio, estos índices anotan caídas similares al resto de las bolsas: 4% el IPSA y 4,8% el IGPA.

III. Actividad y empleo

La estimación de crecimiento del PIB para el cuarto trimestre y el año 2002 en su conjunto, tuvo una corrección al alza respecto de lo considerado en el *Informe* de enero. Un dinamismo mayor al anticipado en la actividad del sector industrial y, especialmente, de la minería explica el cambio. De esta manera, el crecimiento estimado para el año 2002 se ubica en 2% (antes



1,9%), y el del último trimestre del año en 3% (2,7%). Para el primer trimestre del presente año, el crecimiento esperado del PIB permanece en 3,2%, con una velocidad de incremento menor que la del cuarto trimestre de 2002.

En cuanto a la demanda, a la mayor estimación de incremento del PIB se sumó la revisión de la información de demanda externa neta para el año. Este cambio se debió, principalmente, a la incorporación de nuevos antecedentes de valores de exportaciones de bienes, lo que afectó al cuántum y a los deflatores previamente estimados. Como resultado de estas actualizaciones, el valor real de las exportaciones de bienes y servicios para 2002 tuvo un incremento de 1,9%, menor que el considerado en el *Informe* de enero (2,7%). Al mismo tiempo, los precios de éstas resultaron menos negativos, con una caída de 2,4% respecto del 3,3% anterior. Por su parte, las importaciones de bienes y servicios para el año, tuvieron un crecimiento prácticamente igual (1% ahora versus 0,9% en enero), y con precios también algo menos negativos que lo considerado anteriormente.

Con estos antecedentes, la estimación de crecimiento de la demanda interna para 2002, aumentó desde 1,3% a 1,8%. Simultáneamente, se corrigió la trayectoria trimestral del gasto, con lo que en los tres primeros trimestres del año la variación estimada aumentó, en promedio, 0,7 puntos porcentuales. El cuarto trimestre no sufrió correcciones de relevancia.

Para el primer trimestre de 2003, en tanto, se corrige al alza la proyección de crecimiento de las exportaciones de bienes.

Demanda interna

Durante diciembre se mantuvieron las favorables señales para el consumo que se sucedieron en la última parte del año pasado. Por un lado, las ventas de bienes de consumo durable, tanto del comercio minorista como de sectores específicos, continúan creciendo en términos anuales; en particular, las ventas de automóviles nuevos aumentan a tasas del 30% anual. Por otro, los indicadores de consumo habitual también refuerzan su mejor desempeño, con ventas de supermercados Asach que mantienen un sostenido crecimiento, lo mismo que las del INE. Por su parte, las ventas industriales de bienes de consumo habitual, a pesar de que en el margen experimentan una disminución, se mantienen por sobre los registros de mediados de año.

La evolución de los indicadores de consumo ha seguido vinculada con las mejores expectativas de los agentes. En enero, el índice de ADIMARK registró el valor más alto desde marzo de 2000. Cualitativamente también hubo una mejora, pues las respuestas más favorables están asociadas con la situación actual del país y con las condiciones para comprar artículos durables en el presente, más que lo que se espera realizar a futuro.

La información de diciembre y enero muestra una recuperación de los niveles de existencias. Por un lado, las importaciones de consumo sostuvieron una importante recuperación luego del estancamiento que mostraban desde mediados del año pasado. Por otro lado, aunque con menor intensidad, se aprecia un incremento en la relación entre producción y ventas industriales del INE, la que crece marginalmente en diciembre.

Como se esperaba, en 2002 la inversión tuvo un débil comportamiento. Por el lado del componente maquinaria y equipos, las importaciones y ventas de bienes de capital experimentaron caídas anuales de 3,2% y 6,5%, respectivamente. No obstante, en diciembre y enero las importaciones de bienes de capital muestran una recuperación, la que si bien no es aún suficiente para marcar una tendencia, refleja un cambio respecto de la caída que mostró durante prácticamente todo el segundo semestre de 2002.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Por otra parte, la información del catastro de proyectos de inversión de la Corporación de Bienes de Capital a diciembre de 2002 señaló una disminución para el año 2001 de 3,1% (US\$122 millones) respecto de lo previsto en octubre. Para el año 2002, se aprecia un aumento de 2,7% (US\$112 millones), debido principalmente a aumentos en los sectores Inmobiliario, Energía y Obras Públicas, a pesar de algunas caídas menores en los sectores de Minería e Industria. Para 2003, en tanto, el valor total de la inversión proyectada tiene una disminución de 7,2% (-US\$400 millones), dada una disminución generalizada en todos los sectores, a excepción del inmobiliario.

Respecto de este último sector, en diciembre las ventas de viviendas nuevas alcanzaron a poco más de 800 unidades, con lo que los meses para agotar el *stock* aumentaron a 15. Este menor nivel de ventas, comparado con las más de mil unidades de meses anteriores, está fuertemente determinado por un componente estacional, por lo que ajustado por este factor no representa un cambio sustancial del dinamismo previo. De todas formas, se aprecia que la aceleración de las ventas se habría estancado en niveles elevados.

Los permisos de edificación, pese al dinamismo del sector, han caído a partir del segundo trimestre de 2002, llegando a niveles cercanos a la mitad de los observados a comienzos de año. Esta tendencia resulta importante por cuanto es un indicador de que la evolución de las ventas del sector inmobiliario aún no se materializa en mayor actividad del sector.

Política fiscal

Durante el cuarto trimestre de 2002, las cuentas fiscales jugaron un rol bastante menos expansivo que durante los primeros seis meses. El balance contable global anual fue de -0,8% del PIB, resultado menos deficitario que el proyectado oficialmente en octubre pasado (-0,9%) e inferior a la mayoría de las expectativas de los analistas privados. Por su parte, el superávit estructural del año fue 0,9% del PIB.

Lo anterior fue el resultado tanto de un ajuste por el lado del gasto con efecto macroeconómico como del muy positivo comportamiento de los ingresos tributarios. Es así como, medido en términos reales, durante el cuarto trimestre este gasto cayó 0,2% (*versus* 6,4% acumulado al tercer trimestre), totalizando un incremento de 4,6% en el año, ambas cifras respecto de iguales períodos del año 2001. El comportamiento del gasto se explica principalmente por la inversión pública que, tras concentrarse fuertemente en el primer semestre del año, cayó cerca de 13% real anual en el último trimestre del año 2002. De esta manera, durante 2002 la inversión mostró un incremento real anual de 6,7% (*versus* 11% estipulado en la Ley de Presupuesto).

Por su parte, los ingresos tributarios mostraron un incremento importante —de cerca de 12% en términos reales— respecto del último trimestre de 2001, valor que se compara positivamente con la cifras registradas en los períodos anteriores.

Sector externo

Como se señaló, se realizaron correcciones en la información disponible para el comercio exterior del año 2002. En el caso de las exportaciones de bienes, se produjeron cambios de valor que en el agregado implicaron un leve aumento (0,3%). Al interior de las distintas categorías hubo, no obstante, cambios significativos. Las exportaciones principales distintas de cobre se modificaron al alza en 4,7%, mientras las no tradicionales y otros a la baja en 0,5% y 6,3%, respectivamente. Las ventas de cobre, en tanto, se mantuvieron prácticamente sin cambios. A esto se sumó la actualización de los antecedentes de precios de exportación, lo que provocó una corrección general de los volúmenes exportados.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Así, el volumen del total de envíos al exterior tuvo un crecimiento de 1,4%, inferior al considerado anteriormente (3,8%). Por categorías, el principal cambio se verificó en las no tradicionales que pasaron desde un aumento cercano a 7% a uno de 3,6%. La caída en el volumen de las exportaciones de cobre, en tanto, se acentuó (-3% ahora *versus* -1,2% en enero). La categoría Otros sufrió la corrección más importante en el incremento de su volumen (desde 10% a sólo 1%), aunque con una incidencia menor en el total. Las principales no cobre, por su parte, tuvieron un cambio menor, manteniéndose el incremento de quantum cercano a 6%. En cuanto al último trimestre del año 2002, el quantum de las exportaciones totales creció 1,0% anual, revirtiendo la caída de 4% en el cuarto anterior. El mayor crecimiento se dio en el volumen de los envíos resto (3,1%).

Las importaciones de bienes para 2002 también se vieron sujetas a revisión, mostrando una caída superior a la estimada previamente (-3,8% respecto de -3,1% en enero). Las distintas categorías tuvieron correcciones similares en sus valores. Respecto de sus precios, en general no se verificaron modificaciones relevantes. Las importaciones totales tuvieron una caída de precios de 3,9% y las de consumo una de 5,7%. Con esto, la caída de valor de las importaciones se tradujo en un ajuste a la baja en los quantum importados, que pasaron desde un crecimiento de 1% a 0,2%. En cuanto al último trimestre de 2002, el total de las importaciones tuvo un incremento de volumen de 3,8%, duplicando el crecimiento del trimestre previo. Algo similar ocurrió con el quantum de las internaciones de bienes de consumo, que aumentó 14,5% anual en el último cuarto de 2002, luego de crecer 7% en el trimestre anterior.

Respecto de enero de 2003, el valor de las exportaciones tuvo un aumento en doce meses de 6,6%, cifra que llegó a 10,7% en el caso de las importaciones.

Mercado laboral

En el cuarto trimestre de 2002, el panorama del mercado laboral acentuó la tendencia positiva mostrada los últimos meses. Eliminados los factores estacionales, el empleo continuó al alza, con un incremento respecto del trimestre móvil anterior de alrededor de diez mil puestos de trabajo, explicado por un aumento de la ocupación en el sector privado. Por el contrario, los programas fiscales directos se redujeron en aproximadamente siete mil plazas.

Así, de acuerdo con la información del INE, en el trimestre móvil octubre-diciembre la tasa de desempleo a nivel nacional —tanto desestacionalizada como en términos absolutos— fue la más baja desde principios de 1999. Similar comportamiento tuvo la tasa de desocupación que la Encuesta de Ocupación y Desocupación de la Universidad de Chile reportó para diciembre de 2002 (11,9%) y que, en este caso, es la más baja desde diciembre de 1998.

Este contexto de mayor ocupación y menor tasa de desempleo no ha estado acompañado aún por un aumento sostenido de la tasa de participación, la que se mantiene estable desde el trimestre móvil finalizado en octubre del año pasado. Por otro lado, las vacantes sufrieron una desaceleración en su crecimiento anual en enero pasado.

Por sectores, el comportamiento de la ocupación se explicó principalmente por los servicios comunales, sociales y personales, el comercio y la construcción, que en conjunto generaron cerca de 35 mil puestos de trabajo entre los trimestres móviles finalizados en noviembre y diciembre del año recién pasado. Aislado los efectos estacionales, el empleo en los sectores construcción e industria confirmó el cambio de tendencia registrado desde octubre y noviembre de 2002, respectivamente. Esto es, el sector construcción creó siete mil plazas de trabajo, mientras que en la industria se produjo una merma de cinco mil.



IV. Precios y costos

En enero el IPC tuvo una variación de 0,1%, en línea con las estimaciones internas y por debajo de lo que señalaban las expectativas de mercado (0,2% - 0,3%). Si bien la trayectoria del precio del petróleo y su efecto sobre el de los combustibles en el mercado interno fue el principal determinante del incremento del IPC, las caídas en los precios de perecibles, vestuario y productos médicos compensaron parte importante de ella. Aunque las dos primeras corresponden a factores estacionales esperados, la de los productos médicos constituyó una sorpresa, la que a su vez tuvo impacto sobre la estimación de inflación subyacente, en especial del IPCX1. Así, para la inflación tanto del IPCX como del IPCX1, la variación mensual fue de 0% y el incremento anual se situó en 1,7%.

A contar de mediados de diciembre, el precio del petróleo en los mercados internacionales ha experimentado una marcada alza (alrededor de 25% a la fecha de cierre de esta minuta), lo que a su vez se ha traspasado a los precios internacionales de sus derivados. El impacto de este aumento en el mercado interno ha sido sustancial en enero y febrero. En efecto, el precio de la gasolina automotriz —el combustible con mayor ponderación del IPC— así como el del resto de los derivados considerados, ha aumentado entre 15% y 20% los dos últimos meses, pese a que en todos ellos ha comenzado a operar el subsidio que aporta el FEPP. En el caso de la gasolina, el efecto se ha visto amplificado por el desalineamiento que muestra respecto del precio del crudo, con un aumento equivalente al triple del observado en el petróleo desde mediados de enero.

Por ahora, el escenario base de proyección de corto plazo considera que el precio del petróleo promediará alrededor de US\$32 y US\$28 en el primer y segundo trimestres del año, lo que está aproximadamente en línea con lo que indican los futuros de precios en los últimos días.

El precio interno de los combustibles también ha sido además afectado por la depreciación del peso en las semanas más recientes. Aunque el nivel actual del tipo de cambio es 5% mayor al considerado en enero, se estima que esta alza será temporal, retornando al escenario base en el transcurso de 2003. Dada esta transitoriedad, no se cree que en el corto plazo se dé un canal de traspaso distinto del habitual, esto es, hacia las tarifas de los servicios públicos.

Por ahora, el efecto combinado del mayor precio de los combustibles y del tipo de cambio hará aumentar la tarifa de la locomoción colectiva en \$10 a mediados de febrero, pudiendo producirse un nuevo incremento a mediados de marzo, el que alcanzaría a \$20. Asimismo, se espera que en el transcurso del segundo trimestre, y sujeto a la ocurrencia del escenario del precio del petróleo ya señalado, al menos uno de los aumentos se revierta.

De materializarse un escenario alternativo, en que el tipo de cambio se mantiene en torno a \$750 por dólar y el precio del petróleo continúa en niveles de US\$32 por barril durante este y el próximo año, el escenario de inflación esperada obviamente se modifica al alza. Como referencia, y considerando sólo los efectos directos de estas trayectorias alternativas sobre la inflación y el PIB —y no efectos sobre el resto de las variables que configuran el escenario internacional, las que seguramente también se verían afectadas— se estima que la inflación del IPC sería casi dos puntos porcentuales mayor que en el escenario base, tanto a fines de este año y del próximo. La inflación subyacente, en tanto, aumentaría en torno a un punto porcentual este año y casi dos el próximo. En todo caso, las consecuencias de este escenario sobre el crecimiento mundial, el precio del cobre y las expectativas locales, deberían mitigar parcialmente estos efectos.

Las expectativas de inflación de los agentes, respondiendo a la mayor incertidumbre respecto del precio del petróleo y el aumento del tipo de cambio, han mostrado un pequeño aumento durante la segunda semana de febrero. A cinco años plazo, no obstante, permanecen en torno al 3%. A un año plazo, la encuesta realizada a las mesas de dinero señala niveles de 2,4%,



con un leve incremento respecto de enero. La encuesta de expectativas realizada a comienzos de mes, muestra una leve caída en relación con los meses previos, con una inflación esperada a diciembre de este año que pasa desde 3% (mediana de las anteriores cinco encuestas) a 2,9%. A dos años plazo, el diferencial de tasas entre las operaciones nominales y las reajustables se sitúa también en 2,3%, mientras que la encuesta de expectativas permanece en 3%.

Por el lado de los salarios, en diciembre pasado las remuneraciones nominales experimentaron un importante crecimiento mensual, aunque con variaciones anuales a la baja respecto del mes anterior (Índice de Remuneraciones por Hora e Índice del Costo de Mano de Obra, 4,0% y 4,1%, respectivamente). Con todo, estos indicadores cerraron el año con incrementos anuales menores en más de un punto porcentual a los del año anterior, caída en línea con el ajuste que la inflación subyacente tuvo en el año 2002.

En la evolución de los salarios de diciembre destacó el incremento mensual típico por estacionalidad de aquellos correspondientes al sector público, no obstante en términos anuales estos últimos tuvieron una marcada caída por el reajuste concretado en dicho mes. Ligado a este reajuste, los salarios de servicios redujeron su incremento anual a 3,9% a fines de 2002, prácticamente la mitad del incremento de fines de 2001, ubicando su reajuste por debajo del reajuste del sector privado por primera vez desde comienzos de 2001.

Este comportamiento de los salarios, sumado a los incrementos de productividad más recientes, provocó una nueva desaceleración en los costos laborales unitarios, en especial del sector industrial. Esto viene a reforzar un escenario de menores presiones inflacionarias en el mercado del trabajo.

PERSPECTIVAS DE CORTO PLAZO

Como se mencionó, dos factores modifican las perspectivas de inflación en el corto plazo respecto de lo considerado en enero: el precio del petróleo y el tipo de cambio. Por el lado del precio del petróleo, se incluye un mayor precio en el primer semestre del año, pasando desde un promedio de US\$30 y US\$25 en el primer y segundo trimestre, a promedios de US\$32 y US\$28, respectivamente. Como es habitual, el principal efecto del precio del petróleo se verifica en un aumento en el precio interno de los combustibles, parte del cual ya se aprecia. Además, tiene alcances en la tarifa de la locomoción colectiva y también sobre algunos servicios como telefonía y agua potable, que incorporan en sus cláusulas de reajuste el IPM (Índice de Precios al por mayor).

Respecto del efecto del tipo de cambio en el corto plazo, no se considera un traspaso distinto del habitual, centrándose parte importante en las tarifas de los servicios básicos, lo que se suma al impacto del precio del petróleo sobre este ítem.

De esta forma, las estimaciones disponibles indican que en febrero el IPC tendría un incremento de 0,5%. El efecto de las alzas acumuladas en el precio de los combustibles, el reajuste en la tarifa de la locomoción colectiva, así como en los servicios públicos derivado del aumento del IPM en enero (3%), determinan este resultado. Se contraponen la continuación de las caídas estacionales en los precios de perecibles y vestuario. Con esto, la inflación anual del IPC subiría hasta 3,5%.

Marzo, en tanto, tendría una inflación más cercana a 0,8%, con marcada estacionalidad en el rubro educación, la continuación de los efectos del aumento en el precio de los combustibles y un nuevo aumento en la tarifa de las micros, el que dado el tipo de cambio esperado para febrero y el aumento en petróleo diesel, sería de \$20. Con ello la inflación anual subiría hasta 3,8%. En el segundo trimestre, de verificarse el escenario previsto para el precio del petróleo,



BANCO CENTRAL DE CHILE

podrían observarse meses de inflación negativa, llegando el incremento anual del IPC a cerca de 3% para mediados de año.

En cuanto al IPCX, se espera finalice el primer trimestre con un incremento anual cercano a 2%, el que aumentaría a 2,3% para fines del segundo cuarto del año.

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

El Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic, señala que le parece pertinente agregar algunos comentarios con respecto al escenario internacional, el que promete ser especialmente importante en los próximos meses, en el sentido de cómo se comparan ahora las perspectivas de la economía mundial frente a lo que se observaba en la última reunión.

Cualitativamente, dice, el escenario no ha cambiado mucho en términos de que lo más probable sea un ataque de Estados Unidos con una resolución relativamente rápida. Sin embargo, respecto a ese escenario y sus riesgos, hay dos cambios desfavorables importantes. El primero de estos riesgos es que la situación actual, con incertidumbre y resolución inconclusa, se prolongue por mayor tiempo que lo esperado, en la medida que Estados Unidos ha enfrentado mayor resistencia que la esperada respecto al apoyo de potenciales aliados e incluso de parte de su población interna. En este caso, los altos precios del petróleo que se han observado, así como la mayor incertidumbre financiera y real, podrían continuar más allá de lo previsto.

Un segundo riesgo que cree también se ha incrementado, es que tras este ataque, la resolución del conflicto y sus consecuencias no se resuelvan tan rápidamente. Señala que han aumentado las señales de alerta respecto a ataques terroristas de Al Qaeda y también se han detectado movimientos de explosivos en el sur de Irak, lo cual hace temer posibles daños a pozos petroleros en caso que el ataque sea vía Kuwait.

El otro cambio importante tiene que ver con el escenario central. Lo que se ha visto es que el precio del petróleo está más alto y probablemente continuará siendo más alto de lo que se esperaba. La impresión que existe es que, más allá de los efectos de la situación en Irak, el impacto que ha tenido la situación en Venezuela ha sido importante. Señala que su producción estimada de petróleo ha caído en unos dos millones de barriles diarios y cree que eso ha tenido un impacto de algunos dólares por barril. Esto ha hecho incrementar los precios ahora y se espera que también continúe siendo el caso durante varios meses más porque no se espera una recuperación rápida de la producción en Venezuela. Esto hace que, además del incremento en los riesgos, el precio del petróleo probablemente se mantendrá por un tiempo más prolongado a niveles más altos.

El Consejero señor De Gregorio respecto de lo que pasa con el tipo de cambio, comenta que cuando el Real está turbulento nosotros nos correlacionamos bastante con el Real, luego se tranquiliza la situación en Brasil, se deteriora el cobre y nos correlacionamos con el cobre. Sugiere una correlación con la variable de peor comportamiento en nuestro escenario externo, puesto que el tipo de cambio es la variable de ajuste a shocks externos, y no así la prima por riesgo como ocurre en otras partes. Por ello hay que ver en conjunto las monedas de Latinoamérica, el precio del petróleo, del cobre, los spreads soberanos, etc. En vez de ver las correlaciones aisladas, sugiere mirar la correlación con lo más malo de ese momento.

El otro tema que desea consultar se refiere a los modelos. Entiende que es complicado correr los modelos todos los meses, hacer todos los supuestos, pero cree que se



podría tener alguna pista no sólo de cómo se ven las proyecciones de inflación para los próximos cinco o seis meses, sino también la proyección a dos años. Dado que la decisión en esta reunión de política monetaria es respecto a un objetivo que tiene un horizonte a dos años, cree que con todo lo preliminar que se pueda hacer esto mes a mes, sería útil, en particular, en escenarios como los que se está viviendo hoy día, con estas noticias malas del petróleo o con lo que pueda estar pasando con el precio del pan. Cree que podría ser útil tener algún vistazo cómo esto provoca desviaciones de lo que se hizo con un poco más de cuidado y rigor al momento de preparar el IPOM.

El señor Ministro de Hacienda desea complementar lo expresado por el Consejero señor De Gregorio, señalando que en las colocaciones de los bonos soberanos, en reiteradas ocasiones le han preguntado por la explicación de la tendencia del peso a acoplarse con otras monedas latinoamericanas, llamándoles la atención que mientras el peso parece ser bastante frágil, el riesgo país parece ser bastante estable. Deben existir explicaciones para esto, pero se tiene la sensación de que el tipo de cambio, por lo menos en un cierto plazo, reacciona con alta correlación con el real debido a que el real cuando se está depreciando es porque se ve peor la situación de Brasil y si la situación de Brasil es peor, tanto por el lado comercial como por el lado de la inversión extranjera y flujo de capitales a la región, es probable que a Chile llegue menos capital, y por consiguiente, el valor de equilibrio del peso sea algo más depreciado. Lo mismo ocurre en el caso de caídas en el precio del cobre, o en el caso de alzas del precio del petróleo. Pero llama la atención que el riesgo soberano continúa notablemente estable, incluso, cuando ocurre cualquiera de estos tipos de shocks.

Alguien podría argumentar que escenarios, en general peores por cobre, petróleo o riesgo latinoamericano, no impactan de modo perceptible la capacidad del Fisco de prepagar sus obligaciones, pero eso es dudoso. No es que el superávit estructural sea robusto a cualquier situación de la naturaleza, pero el Fisco va a pagar igual, pero el país es más pobre y por lo tanto, tiene que haber el mismo riesgo soberano y un peso más depreciado. No sabe si ésta es una situación que se pudiera observar uniformemente en otros países que flotan, quizás en México porque últimamente se han visto movimientos del peso sin cambio del riesgo país, pero en el caso de Brasil y Argentina se ve una alta correlación entre cambios de riesgo país y cambios en el valor de la moneda. Sin embargo, llama la atención en el caso de Chile esta independencia relativa, más que relativa absoluta, entre los spreads y el valor de la moneda.

El Consejero señor De Gregorio manifiesta que si se observara con un poco de cuidado lo que pasa en otras economías emergentes, en particular en Europa, se podría llegar a observar algo similar a lo que pasa en Chile o en México, en el sentido que las primas de riesgo soberano son más estables que los movimientos del tipo de cambio. Lo que resultaría tal vez más sorprendente, sería lo que pasa en Argentina y en Brasil, en el sentido que cualquier mala noticia se traduce en afectar la capacidad de pago del Fisco, y todos los ajustes se van a la prima de riesgo soberano, o sea el spread. En cambio en una economía relativamente más normal, la capacidad de pago del Fisco es mucho menos vulnerable a shocks que tienen que ver con cambios de precios relativos. Tal vez eso debería ser lo más normal en economías más estables, y por ello, tal vez una buena comparación sería mirar a países de Europa emergentes, u otros países de riesgo relativamente bajo, como algunos países asiáticos.

El Presidente señala que también en el caso de Chile el tipo de cambio ejerce una influencia positiva sobre las posibilidades de pago al Fisco, y no negativas, de modo que los shocks que se reflejen en el tipo de cambio mejoran más que deterioran algo.



El Gerente de División Estudios cree que lo que ha dicho el Presidente es muy importante. El efecto de la depreciación en las finanzas públicas cree que es muy distinto en Brasil, Argentina o Chile y eso, por cierto, es fundamental para cualquier análisis.

Lo segundo, es que piensa que, detrás de estas correlaciones pueden estar movimientos de naturaleza disímil: un efecto posible del entorno internacional es que cambie el tipo de cambio real de largo plazo requerido para la economía y otra cosa, diferente, es que cambie el tipo de cambio hoy día porque cambió el riesgo país que se enfrenta. Entonces, la correlación observada puede diferir entre países según la naturaleza de los shocks.

El señor Ministro de Hacienda acota diciendo que el riesgo país es solo una de las variables que puede implicar un cambio en el tipo de cambio real de largo plazo.

Efectivamente, dice el señor Valdés, y por lo tanto, en el caso nuestro probablemente se está moviendo más el tipo de cambio real de largo plazo; de hecho, nuestro diferencial de tasas relevante con el exterior no se mueve tanto. En otros países, en el caso de Brasil por ejemplo, el típico mecanismo es el que riesgo país, por paridad descubierta de tasas, mueve hoy día el tipo de cambio, pero posiblemente, el tipo de cambio real de largo plazo no se mueva tanto. Establece que esto no es otra cosa que el reflejo de cómo opera la lógica de los modelos de proyección del Banco Central de Brasil y el del Banco Central de Chile. El análisis más típico de ellos es mantener un tipo de cambio real de largo plazo estable y, por arbitraje, considerar el movimiento del tipo de cambio real hoy luego de movimientos en el spread como un argumento central en la discusión.

En nuestro caso, señala el señor Valdés, puede ser al revés. Se piensa que el tipo de cambio real de equilibrio se mueve bastante, ya que tenemos una economía más abierta, los términos de intercambio nuestros son más volátiles, y se necesita acomodar estos shocks a través de un sistema en que precisamente sea a través del tipo de cambio. En todo caso, estima que es un tema que amerita una mayor investigación.

El señor Ministro de Hacienda hace una tercera hipótesis, señalando que la vulnerabilidad de los privados y el sector público frente a cambios en el entorno internacional es muy distinta. Entre otras cosas, por lo que aquí mismo se argumenta, y por otro lado, por el alto grado de compromiso de moneda extranjera del sector privado, que incluso está detrás del riesgo país. Entonces, se puede pensar que eventos malos de la naturaleza le introducen un riesgo a la capacidad de prepago del sector privado, lo cual tiende a compensarse con un tipo de cambio más depreciado para mejorar su capacidad de pago. Pero eso no le ocurre al Fisco y si se piensa en que los mercados son relativamente delicados, ¿no será que el sector privado se cubre muy rápidamente frente a malas noticias y el sector público no aprovecha su ventaja comparativa para hacer las ganancias? Esa es su duda.

El Consejero señor Desormeaux, sobre el mismo punto, plantea que la tercera variable que agregaría a esta ecuación para explicar el tipo de cambio es justamente este problema. Señala que tal vez lo llamaría problema de iliquidez y fundamentalmente radicado en las empresas eléctricas. Indica que estas empresas tienen un descalce estructural con grandes pasivos en dólares como resultado de sus inversiones en Brasil y cuando ellas ven que hay un riesgo de asumir una pérdida importante por un deterioro, por ejemplo, en la situación brasileña, ejercen una fuerte demanda por instrumentos de cobertura. Enfatiza que éste es un problema de descalce, porque cuando vienen los tiempos buenos, estas empresas dejan de renovar estas coberturas y se producen oscilaciones en sentido inverso en el mercado cambiario.

El señor Valdés contesta la consulta del Consejero señor De Gregorio diciendo que el escenario base no cambia por ahora y, por lo tanto, la proyección de inflación en el

96



mediano plazo es básicamente la misma que la que existe en el Informe, bajo el supuesto importantísimo de que el petróleo cae a los niveles que se mostraban en la presentación y que son coherentes con el Informe de Política Monetaria, lo mismo que el tipo de cambio. De hecho, dice, lo que se observa en ese escenario es que la inflación va a ser aún más baja a principios del próximo año, por un problema de bases de comparación: existe mayor inflación ahora, pero ésta se deshace en un escenario coherente con los niveles de precios del petróleo presentados en el Informe, por lo tanto, con alguna deflación. En otras palabras, dice, al subir el precio del petróleo para este año, la inflación aumenta en los próximos meses, por eso, a fin de año ésta va a ser algo mayor, y por lo mismo, menor a principios del próximo año porque se deshace lo recorrido hasta ese momento.

¿Qué pasa en escenarios menos benignos? En la minuta se presentó una proyección muy básica, porque no tiene efectos de segunda vuelta, pero que considera un tipo de cambio en niveles de \$ 750 de manera persistente, y un precio del petróleo de US\$ 32 también persistente. Se considera que las expectativas son endógenas, consistentes, pero no existen efectos en el crecimiento de los socios comerciales, en el precio del cobre y otros que podrían derivarse de esta situación, que probablemente aumentarían las holguras. Por lo tanto, esta proyección puede considerarse una cota superior. En un ejercicio como éste sucede que la inflación, este año y el próximo, está cerca de dos puntos por encima del escenario base. A nivel subyacente, la inflación aumenta cerca de un punto este año y algo menos de dos puntos el próximo año.

Por lo tanto, en dos años más estaríamos cerca de una inflación de cinco por ciento si el precio del petróleo se mantiene en US\$ 32 por dos años, aunque sin considerar estos efectos de holgura. Si esta situación es persistente, la inflación puede estar entre cuatro y cinco por ciento en el horizonte de proyección. En todo caso, cabe mencionar que éste es un escenario que no es coherente con lo que dicen los especialistas y tampoco es coherente con lo que dicen los precios futuros de petróleo, los que apuntan hacia abajo, por lo tanto, es un escenario muy extremo.

La Consejera señora Ovalle manifiesta que en el informe presentado por la División Estudios se reconoce un deterioro marginal del escenario central. Le gustaría saber cómo afecta este deterioro a las proyecciones del año 2003 dadas a conocer en el IPOM de enero, especialmente respecto a la demanda interna que para el primer trimestre redujo su crecimiento desde 4,5% a alrededor de 2%. Consulta cómo afecta la proyección de 4,3% para el año y también desea se le informe cómo son afectadas las proyecciones de términos de intercambio, inflación y nivel de tipo de cambio para el citado año 2003.

Contesta el Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, diciendo que lo que básicamente ha ocurrido es la incorporación de noticias de la segunda quincena de enero y la primera semana de febrero respecto al desempeño de las exportaciones que ha sido mucho más positivo de lo que se esperó en el Informe de enero para el primer trimestre. Con eso, se está pasando de un volumen de crecimiento de las equis para el primer trimestre de 3% a uno de 9% con básicamente ya la mitad del primer trimestre.

Como no ha habido cambios en la proyección de actividad, que eso es un supuesto bastante fuerte que sigue entre 3% y 3,5%, la contraparte de esto es básicamente menos gasto. Explica que esto no lo consideran para nada como un antecedente para cambiar el escenario del año, tanto en términos de gasto como en términos de crecimiento, debido a que responde a las volatilidades propias tanto de los valores como de los precios de los deflatores de comercio exterior, por lo tanto, no hay cambios en el escenario de crecimiento de actividad y gasto para el año que es un crecimiento entre 3% y 4% y un crecimiento del gasto algo por sobre 4%.



El Gerente de División Estudios, señor Valdés, se refiere a la proyección de crecimiento para el año y por qué no hay todavía antecedentes para cambiarla. Es cierto, dice, que la situación del petróleo aumenta la probabilidad de una menor actividad, pero cree que, por el momento, en el escenario central que se discute, todavía hay buenas posibilidades de que el mayor gasto se sostenga. Señala que si el precio del petróleo se mantiene más alto, es probable que el crecimiento del PIB será menor a lo que se presupuestaba. Contra esa noticia o riesgo negativo está la sorpresa en minería que, como se ha planteado otras veces, no tiene mayor implicancia respecto de la trayectoria inflacionaria. Sin embargo, es efectivo que la Minera Escondida está produciendo más rápido de lo que se suponía y que, por lo tanto, se podría tener sorpresas positivas para la actividad minera para el año completo. Esas dos cosas hacen, por ahora, no cambiar la visión que se tiene para el año.

El Vicepresidente señor Marshall tiene la impresión de que no hay un cambio en el escenario central. Piensa que el escenario central más o menos se ha ido dando como se había anticipado en el IPOM anterior y afirma esto, señalando que el conjunto de manifestaciones antibélicas que hay en el mundo conlleva a que el escenario de una guerra prolongada se disminuye, o sea, es difícil que Estados Unidos inicie una guerra si no tiene una cierta garantía que la va a terminar pronto, por cuanto va a ser una guerra contra la opinión pública mundial.

Cree que ese factor de escenario bélico nos aproxima a un escenario bélico de menor duración. Piensa que el escenario de más corta duración es el que tiene más validez, y posiblemente se vaya a tener un período de espera. Cree que el escenario que se pensaba podía iniciarse en enero, se ha trasladado un poco por los cambios en el panorama mundial, pero no lo ve como un escenario en el cual hoy día se enfrenten riesgos sustantivamente mayores que los anteriores. Son más o menos los mismos riesgos con un cambio en la ubicación de la opinión pública mundial que ha obligado a los gobiernos a repensar su estrategia, incluyendo las estrategias bélicas, pero no lo ve como un cambio de que aquí se esté en presencia de fenómenos de incertidumbre. Por el lado externo, lo que observa es que éste es un traslado, una prolongación de este compás de espera, pero no lo ve que sea más riesgoso del que se tenía un par de meses atrás. Y en el escenario interno, más allá de los cambios en ciertos precios, destaca el repunte de las expectativas de los hogares, que es como un dato bien exógeno en el sentido que no es un cálculo residual de nada y ése es un dato fuerte, porque ya lleva dos meses consecutivos, dos meses subiendo, por lo tanto, cree que eso no lleva a pensar que de alguna manera el escenario central, si bien temporalmente las variables no coinciden con lo que se había anticipado, se validan con los datos actuales. Cree que se está en el escenario que se había pensado como de mediano plazo. A lo mejor, agrega, se puede decir el escenario de mediano plazo se mantiene a pesar de que en el corto plazo hay eventos que se van modificando.

El Gerente de División Internacional, señor Jadresic, señala que, cuando hablaba anteriormente de los efectos de las protestas y la resistencia de los aliados a sumarse al ataque de Estados Unidos a Irak y sus consecuencias, se refería básicamente a que esto incrementaba el riesgo de que se prolongara la situación actual de incertidumbre. Cree que es muy posible que esa protesta no alargue los períodos una vez iniciada una guerra, cuando lo más probable todavía siguen siendo resultados relativamente rápidos, sin perjuicio que haya algunas señales como la de los atentados terroristas, como lo que está pasando en Irak, que puede por ese lado alargar los efectos de un ataque. En otras palabras, está de acuerdo que el efecto principal de las protestas es más bien prolongar la situación actual. Ahora, el problema es que prolongar la situación actual en general es algo que afecta negativamente a la economía mundial, en el sentido de mantener el precio del petróleo más alto por un período más largo y también por aumentar la incertidumbre, perjudicando el desempeño de los mercados financieros y reales. De hecho, esta es, por ejemplo, una preocupación muy concreta de la Reserva Federal y el mismo Alan Greenspan salió la semana pasada hablando sobre este tema. La visión que ellos tienen es que una vez que se despeje el tema Irak, va a



BANCO CENTRAL DE CHILE

haber una recuperación rápida y que todos los fundamentos subyacentes que habría actualmente van a tener un impacto en plenitud, pero que mientras no se resuelva tendrá un costo sobre la economía real. El riesgo, entonces, es que estas protestas atrasen un tanto el inicio de un ataque, el que sigue siendo altamente probable y, por consiguiente, haya un costo por ese lado.

El Presidente se refiere a que en la sesión anterior se veían como riesgos externos principales Brasil y la guerra de Irak. Señala que el de Brasil se ha ido, en cierto sentido, aliviando en algún grado, y el de la guerra se mantiene más o menos en los términos conversados. El precio del cobre, si bien ha mostrado alguna debilidad en días recientes, se ha mantenido en niveles un poco más alto de lo que se pensaba a comienzos de año y el problema ha sido básicamente el precio del petróleo, que sí se ha estabilizado, al parecer, en niveles relativamente más elevados de los que se esperaba originalmente.

En este contexto general que implica algún efecto sobre el tipo de cambio, el peso se ha depreciado en términos reales alrededor de 7% desde comienzos de año, o de ese orden de magnitud. El peligro interno que pudiera aparecer es algún grado de desanclaje de expectativas que tampoco se observa; de hecho, si se mira tanto por el lado de los forwards como por el lado de las encuestas y otros indicadores vinculados a precios de valores, no parece haber ningún grado de desanclaje de expectativas al final del período de proyección. Sin embargo, si existe un efecto de inflación muy concentrado en los próximos meses, pudiera haber algún riesgo de que ese efecto de inflación muy concentrado pudiera meterse de algún modo en las expectativas. Si llegaran a materializarse aumentos importantes de precios de productos de consumo generalizado, como el pan por ejemplo que se anuncia, eso podría tener algún efecto en esa dirección. Y eso, a su vez, por la existencia de indización, tendería a incidir después en otros precios, incluidos salarios, lo que podría crear alguna situación más compleja hacia adelante.

Afortunadamente se partió de una proyección de inflación que deja algunos puntos libres para enfrentar estos riesgos y si lo que se ve hasta ahora es que nos vamos a acercar hacia el 4% en los próximos meses, ajustándonos de nuevo hacia el centro del rango meta al final del período de dos años, lo que habría que hacer seguramente es mantener una visión muy cercana de lo que está ocurriendo en el plano de ciertos precios específicos, para poder detectar si hay algún grado de presión que se esté generando por ahí, que pudiese crear problemas a futuro. Mientras eso no ocurra, tal como lo señalaba Pablo García, no existe un riesgo de que se desanclen las expectativas y que se tenga realmente hacia delante un problema de inflación. Sin embargo, le parece que hay que monitorear muy cuidadosamente la situación de esos precios para ver cuál es su comportamiento en las semanas y meses próximos.

Manifiesta que comparte también la visión de que no hay razones, a estas alturas, para revisar las proyecciones de crecimiento. Cree que hasta ahora esas proyecciones se sostienen. Teme que algo de lo que se observa en materia de exportaciones sea efecto secundario de las revisiones que se hizo de cifras el año pasado. En algunas de esas cifras se bajó la base y, por tanto, lo que se puede estar observando en las cifras actuales de exportaciones es algún efecto ahora en la dirección opuesta de las revisiones hacia abajo que tuvieron la necesidad de hacer el año pasado, de modo que podría ocurrir que esto fuera en algún grado un efecto estadístico y que al final no tuviera un efecto tan grande sobre el gasto a lo largo del año, porque estos efectos de hecho a lo largo del año se irán finalmente compensando. De modo que comparte el diagnóstico que se ha presentado.

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:

1. En la reunión de política monetaria del mes pasado, el Consejo decidió recortar la tasa de política monetaria en 25 puntos base a 2,75% anual. En esta decisión se consideró que, en el escenario central de proyección, la inflación se mantendría en la mitad inferior del rango meta en los próximos 24 meses, incluso por debajo de 2% en algunos meses específicos. Aunque se reconoció que los escenarios alternativos configuraban un balance de riesgo asimétrico —negativo para el crecimiento y positivo para la inflación—, el nivel alcanzado por la inflación subyacente, las holguras previstas, así como la probabilidad de ocurrencia que se le asignaba a dichos escenarios alternativos, eran coherentes con esta rebaja de tasas.
2. Las novedades más importantes acumuladas desde la última reunión son las siguientes:
 - El precio del petróleo y, particularmente, el de la gasolina, se han elevado por sobre lo previsto en el *Informe*. Aunque la perspectiva de corto plazo es que estos precios se mantendrán por encima de lo esperado, aún se prevé —en el escenario central— que en el curso de algunos trimestres los precios vuelvan a niveles coherentes con los previstos en el *Informe*. Una situación similar ocurre con el tipo de cambio, el que se encuentra en niveles por encima de los observados y esperados hace un mes. Ambos eventos implican que la inflación en el corto plazo (dos o tres de trimestres) será mayor que la esperada con anterioridad, pero que la perspectiva de inflación de mediano plazo continúa siendo similar a la prevista hace un mes.
 - Los eventos comentados también indican que los escenarios de riesgo considerados en el Informe de Política Monetaria, especialmente el derivado de la situación del petróleo, han tomado mayor relevancia. La evolución de las bolsas internacionales, por ejemplo, grafica las eventuales consecuencias de una guerra en Medio Oriente que no tenga una resolución rápida.
 - En la región se mantienen las mejores condiciones que habían alcanzado los mercados financieros durante el mes pasado. En Brasil hubo anuncios de política fiscal y decisiones de política monetaria que hacen más probable una estabilización exitosa. Con todo, el tipo de cambio y el riesgo soberano de ese país se han deteriorado en el margen. Claramente, esto en parte refleja la compleja situación financiera internacional.
 - Más allá de que la inflación subyacente de enero continuó sorprendiendo por lo reducida, el panorama de presiones inflacionarias distintas al petróleo y tipo de cambio —costos laborales, precios externos, brechas— es coherente con lo previsto.
 - Aunque el crecimiento de la actividad de diciembre fue mayor al anticipado (4,6% versus 3,6% esperado hace un mes), las sorpresas más relevantes se dieron en el sector de la minería. Como se ha comentado en otras oportunidades, esto no tiene consecuencias de primer orden sobre las perspectivas de inflación. Por ahora, los antecedentes de actividad son insuficientes para cambiar la perspectiva de mediano plazo (en el escenario central). Los datos sectoriales confirman que el consumo es el componente de la demanda interna que más está contribuyendo al mayor dinamismo percibido. La actualización de datos de comercio exterior intensifican el diagnóstico de que las exportaciones en 2002 tuvieron un desempeño peor que el previsto en el *Informe* de septiembre.
3. Con estos antecedentes, no es fácil justificar como opciones adecuadas un alza o un recorte adicional en la tasa de interés de política.



BANCO CENTRAL DE CHILE

4. Por un lado, no hay muchos argumentos para un alza en la tasa de interés. Hasta el momento no existen antecedentes que hagan cambiar el diagnóstico sobre las escasas implicancias que tiene la expansión que ha mostrado el dinero M1A, probablemente el argumento que se esgrime con mayor fuerza en la discusión pública a favor de reducir la expansividad de la política monetaria.
5. Se podría argumentar, quizás, que la trayectoria de actividad y gasto muestra una mejor perspectiva de recuperación, la que podría generar un nuevo impulso inflacionario. Al respecto, sin embargo, cabe mencionar que el escenario base ya contempla un mayor nivel de actividad, siendo, por lo tanto, coherente con el panorama de inflación de mediano plazo presentado en el *Informe*. Además, las mayores novedades del último mes, como se mencionó, corresponden al sector minería.
6. Adicionalmente, se puede argüir que en un escenario en que el tipo de cambio continúa escalando y/o el precio del petróleo se mantiene elevado, se requiera de una acción de política preventiva. Ello, sin embargo, depende del grado de transitoriedad de estos fenómenos y su potencial efecto contractivo en la actividad mundial y doméstica, y, en consecuencia, sobre la trayectoria de las holguras en Chile. Con todo, en la medida que no se ponga en riesgo el ancla nominal (por ejemplo: con efectos de segunda vuelta sobre los distintos precios) no es obvio que estos escenarios alternativos requieran de una política necesariamente más contractiva. En este sentido, es destacable que la totalidad de las medidas de expectativas de inflación se encuentran bien alineadas con el rango meta
7. Por otro lado, tampoco existen argumentos abundantes para justificar un recorte adicional de la tasa de interés. Posiblemente, el argumento más relevante corresponde a las débiles presiones inflacionarias subyacentes que se aprecian en la actualidad. En esta ocasión, sin embargo, se considera que hay buenas razones para otorgar a los escenarios de riesgo mayor importancia en el análisis.
8. De partida, el escenario central en el margen ha variado y considera en el corto plazo algo más de inflación. Esto, de por sí, limita el espacio disponible para hacer frente a los escenarios de riesgo y hace recomendable un mayor grado de cautela. Más importante aún, los escenarios de riesgo que se analizaron en la reunión pasada, en particular el escenario alternativo de precios del petróleo, ha cobrado mayor preponderancia. En comparación con la reunión de enero, hoy es más probable que el precio del petróleo y el tipo de cambio estén persistentemente por encima del escenario central. Si bien esto constituiría un shock de costos por una sola vez, pondría a prueba la credibilidad del ancla y, eventualmente, requeriría de una política menos expansiva.
9. 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.
10. Respecto de aspectos estratégicos, cabe destacar que no se esperan cambios en la tasa de política monetaria para esta reunión. Tampoco existe información especialmente relevante que no esté en poder del público. Probablemente el único dato importante es la actualización de las cifras de comercio exterior, información que, en todo caso, valida la trayectoria de exportaciones menos dinámicas en 2002 ya adelantado en el *Informe* de enero.

El Presidente ofrece la palabra para comentar las opciones.

El señor Ministro de Hacienda manifiesta que estando de acuerdo con los comentarios generales, le parece percibir un cierto comienzo de un sesgo de cautela o



contractivo. Dice no estar de acuerdo con eso, y aunque puede ser un poco heterodoxo en su análisis, no es sorprendente dado que para el Gobierno siempre el tema del crecimiento es muy importante.

Seguidamente analiza el siguiente ejercicio: si no se tuviera la incertidumbre de una guerra, en que el precio del petróleo se ubicara en US\$ 25 y el tipo de cambio en \$ 700, en ese escenario le parece que dada la argumentación presentada, la economía no estaría con un riesgo -eliminados los shocks de costo- de sobreexpandirse y amenazar la inflación hacia el mediano plazo. Recuerda que según el IPOM, la economía recién podría empezar a subir por sobre su potencial el año 2004 y un escenario en que no se tuviera la incertidumbre de guerra podría ser un escenario en que el estímulo monetario actual fuese considerado apropiado e incluso insuficiente, por cuanto, insiste, sería más difícil argumentar que el riesgo estaría por arriba del 3% de inflación que por debajo del 3%.

Estamos de acuerdo, dice, con ese escenario base que no es el que existe hoy día, pero está mostrando qué sería de la economía chilena sin incertidumbre de guerra. Alguien podría decir que éste es un escenario de guerra y que con esos parámetros de tipo de cambio y de precio del petróleo la economía mundial crecería en un 3% y la economía nacional lo haría en un 5%. Cree que esos no han sido los escenarios que se han manejado, sino más bien escenarios que muestran una leve aceleración del crecimiento, situándose por arriba del crecimiento del producto potencial sólo hacia el año 2004. Si sobre este escenario se instala la guerra, algún banquero central va a decir que la guerra va a producir un shock de costo por el lado del petróleo y un shock de costo por el lado del tipo de cambio, y si bien la guerra en algún momento tendrá que terminar, en el período intermedio se encuentran desancladas las expectativas y por lo tanto, el shock inflacionario por una vez se puede transformar en elemento más permanente.

Señala que le preocupa a él y al Gobierno el efectivo contractivo que el shock de la guerra, ya sea por esta espera nerviosa o porque la misma se materialice, tendrá indudablemente sobre el producto: es obvio que la economía mundial crece menos. Es obvio que esto le hace mal a los términos de intercambio y por tanto, el riesgo de que la economía se comience a expandir por una senda inferior a la que se pensaba en este escenario cuando la incertidumbre de la guerra era menor, es alta. Agrega que así como el Consejo tiene miedo a la histéresis o propagación de los shocks de la inflación, el Ministerio tiene mucho miedo a la histéresis o propagación de los shocks negativos.

Hace presente que la experiencia del año 1998 muestra claramente que los shocks transitorios sobre la demanda y sobre el producto tienden a tener un nivel de resistencia muy grande, sobre todo cuando los agentes económicos han estado afectados por un sinnúmero de señales de partidas falsas en la economía mundial y una nueva partida falsa podría nuevamente tener un shock de expectativas que mantuviera el crecimiento del producto muy modesto. Por tanto, manifiesta que para él no es obvio que los riesgos de desanclaje de la inflación sean mayor que los riesgos de histéresis, y por tanto no cree, en base a la evidencia empírica anterior, que a menos que se estuviera realmente en una situación de un shock muy significativo y que se esperara bastante duradero, el shock por sí mismo debiera llevar hacia una actitud más cautelosa o un sesgo más contractivo desde el punto de vista del impulso monetario.

El Consejero señor De Gregorio señala que el análisis de la División Estudios le pareció bastante completo al que no hay mucho que agregar. Dice estar de acuerdo en que hoy día no existen antecedentes que hagan cambiar, de manera significativa, nuestro escenario central. Sin embargo, es importante señalar que es necesario en estos momentos estar alertas a identificar posibles cambios en las perspectivas inflacionarias de mediano plazo que puedan requerir una medida preventiva de política monetaria. También cree que se



BANCO CENTRAL DE CHILE

debe ser muy cuidadoso y no sobrereaccionar a los shocks transitorios sin contemplar todas las implicancias que éstos tengan sobre la evolución de la economía en el mediano plazo.

El Consejero señor Desormeaux manifiesta que comparte también el diagnóstico muy completo de la División Estudios y está de acuerdo en mantener la actual tasa de política monetaria.

La Consejera señora Ovalle vota por mantener la tasa de política monetaria.

El Vicepresidente señor Marshall dice compartir la percepción del posible sesgo que planteó el señor Ministro de Hacienda. Cree que hay que tener cuidado con la argumentación demasiado temprana de que en el aspecto de riesgo inflacionario se esté sobreponderando. Si se analiza estrictamente, cree que no está en el análisis de la División Estudios, pero piensa que existe ese riesgo de sobreponderar un riesgo inflacionario. Está de acuerdo con no hacer nada con la tasa de política monetaria en la reunión de hoy y considera que en el contexto de incertidumbre es más rentable esperar. Por esto, no está por hacer movimientos en la política monetaria, pero tendría cuidado sobretudo en la parte pública sobre la argumentación de la orientación de la política monetaria y sobredimensionar el riesgo. Hace un mes se dijo que era muy bajo y cree que no hay un cambio importante al respecto.

El Presidente señor Massad señala que la rapidez con que las proyecciones de inflación se mueven, desde un lado de la banda al otro, al menos en el corto plazo, es muy impresionante. Eso apunta a no dejarse impresionar por sintomatología de muy corto plazo y a mirar un poco más adelante, pero hay que estar conscientes que en el último tiempo, en los últimos dos o tres meses, se ha pasado por un momento en que incluso algo se dijo públicamente de que en febrero o marzo se podría estar bajo el 2% a un momento en que se está diciendo que en febrero o marzo vamos a estar topando el 4%. Eso, dice, es un ejercicio importante de humildad reconocer esto en las propias proyecciones, pero también es un ejercicio importante reconocer la forma en que los riesgos varían, porque lo que ha ocurrido en esta proyección es que los riesgos que se están viendo han variado en el corto plazo, con ajustes en el largo plazo, pero son variaciones muy fuertes. Por lo tanto, cree que desde el punto de vista de política económica, lo que cabe correctamente es no dejarse impresionar por variaciones de muy corto plazo, pero también cabe estar alerta a la probabilidad de que lo que aparece como variaciones de corto plazo pudieran convertirse en variaciones de más plazo y llevar a modificar la visión respecto de la política monetaria.

Con ello, cree que no hay en este momento ningún argumento que incline al Consejo a dar una señal muy fuerte o débil al mercado de que la tasa tiene que moverse hacia arriba o hacia abajo. Señala que en este momento un movimiento sería más una señal que una acción de política, es decir, es una acción de política en la forma de una señal más que de un efecto verdadero y real que pudiera hacer algo en materia de precios para los próximos meses, porque realmente aquí lo que se está observando es a doce y veinticuatro meses plazo, por lo tanto, no ve que quepa dar ningún tipo de señales al mercado sino la mantención de la situación que hoy día existe y hay unanimidad para mantener la tasa.

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

44-01-0301218 – 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 retira de la Sala el señor Ministro de Hacienda.



BANCO CENTRAL DE CHILE

IV. 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. Los tramos de la línea de crédito de liquidez también permanecen inalterados.

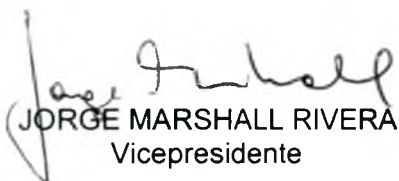
En las últimas semanas, el precio del petróleo y sus derivados en el mercado internacional, así como el tipo de cambio han mostrado una evolución algo por encima de lo anticipado. Con la información disponible, se estima que ello es un fenómeno esencialmente transitorio, en la medida que las incertidumbres geopolíticas no sean persistentes. Más allá de las implicancias de corto plazo de estos desarrollos sobre la inflación, las presiones subyacentes sobre los precios se mantienen acotadas y las perspectivas inflacionarias en el horizonte de proyección no han sufrido modificaciones.

En el ámbito de la actividad doméstica, la información más reciente confirma las señales de un mejor desempeño del consumo privado y es coherente con el escenario de gradual aumento del crecimiento considerado en el último Informe de Política Monetaria.

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.

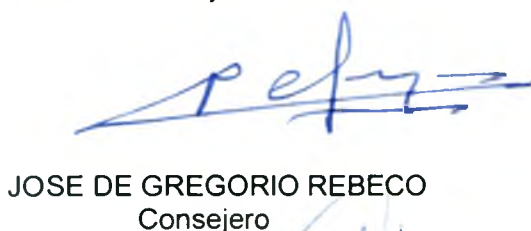
Se levanta la Sesión a las 18,00 horas.

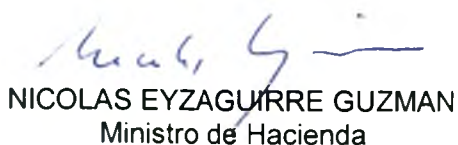

JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente

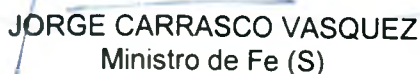

CARLOS MASSAD ABUD
Presidente


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)



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).

2
45



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	TCO	
		ipc	ipcx	ipcx1	ipc	ipcx	ipcx1	(US\$/barril)	(\$/US\$)	micros
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



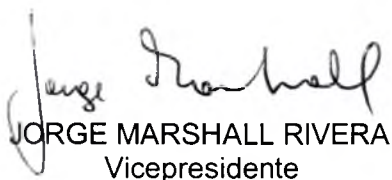
BANCO CENTRAL DE CHILE

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

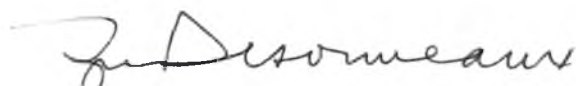
El Banco Central reitera que continuará usando sus políticas con flexibilidad, de manera de confrontar las desviaciones que se proyecten, en cualquier dirección, respecto de la trayectoria esperada de la inflación en relación con la meta establecida."

El Consejo aprueba el texto del comunicado.

Se levanta la Sesión a las 18,00 horas.


JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente

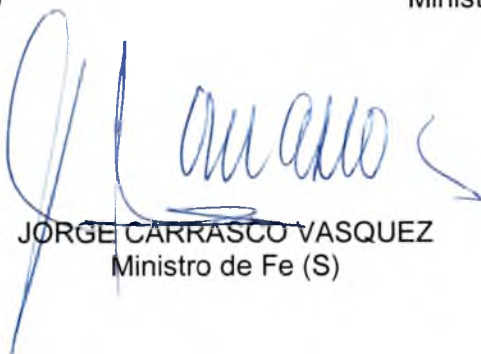

CARLOS MASSAD ABUD
Presidente


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)



BANCO CENTRAL DE CHILE

**ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION N° 46
DE POLITICA MONETARIA
Celebrada el 8 de abril de 2003**

En Santiago de Chile, a 8 de abril 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 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° 45, celebrada el 13 de marzo de 2003.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo el Proyecto de Acta de la Sesión N° 45, celebrada el 13 de marzo de 2003, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

II. Resolución sobre Minuta del Acta correspondiente a la Sesión N° 44, celebrada el 18 de febrero de 2003.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo la Minuta correspondiente al Acta de la Sesión N° 44, celebrada el 18 de febrero de 2003, la que se aprueba sin observaciones.

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

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de octubre de 2003, para el día 14 de ese mes.



BANCO CENTRAL DE CHILE

IV. Exposición.

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

SÍNTESIS DEL MES

En marzo de este año, la inflación superó el techo del rango meta, llegando a 4,5% anual, mientras que la inflación del IPCX fue de 2,5%. Esto había sido anticipado ya en la reunión de política monetaria pasada, como reflejo del impacto directo de la trayectoria reciente de los combustibles. El diagnóstico sigue siendo que éste sería un fenómeno puntual, esperándose que en abril la inflación del IPC se ubique nuevamente por debajo de 4%.

Para el panorama de inflación de mediano plazo, las novedades desde la última reunión de política monetaria a la fecha son mixtas. Por un lado, el escenario externo parece mejorar, gracias a la menor incertidumbre y la mayor fortaleza financiera regional, que se han manifestado en una caída rápida del precio del petróleo y del valor del dólar en Chile. A esto se agrega que las perspectivas de crecimiento económico mundial y el precio del cobre han sufrido un leve deterioro en las semanas más recientes. Por otro lado, en el ámbito interno algunos de los indicadores de gasto privado más dinámicos han sufrido una importante desaceleración en los últimos meses, pero la actividad en general mantiene una senda de aceleración, liderada por los recursos naturales. De la misma forma, la confianza de los consumidores y el nivel de las vacantes se han debilitado, pero la creación de empleo, en particular del sector privado, sigue alta. En todo caso, la inflación del IPCX1 —que viene creciendo a tasas anuales inferiores a 2%— se espera que se mantenga con un crecimiento bastante moderado, aunque con alguna volatilidad en las medidas mensuales. Así, esta medida de inflación se prevé que se aproximará al centro del rango meta en el curso del año, en línea con un proceso natural de descompresión de márgenes.

En el entorno internacional, los escenarios de riesgo bélico más extremos, por ejemplo, por una propagación del conflicto o una guerra mucho más prolongada, por ahora parecen tender a disiparse. Esto se ha reflejado en la caída en el precio del petróleo y el fortalecimiento del dólar en los mercados financieros internacionales. No obstante, los indicadores reales de actividad y gasto en Estados Unidos han tendido a deteriorarse, lo que está en parte asociado al efecto directo de la guerra en la economía americana, que se verifica más marcadamente en las expectativas. También se aprecia menos dinamismo en la tendencia de crecimiento económico en Estados Unidos, en particular, en la débil creación de empleo y la lentitud de recuperación del sector industrial, factores no necesariamente asociados a la guerra en el Medio Oriente. A pesar de la volatilidad reciente de los términos del intercambio, no hay antecedentes para modificar el panorama de moderada recuperación prevista para este año.

En el ámbito interno, las novedades positivas más importantes parecen ser el fuerte crecimiento de la industria en febrero, así como el sostenido crecimiento de la ocupación. No se espera que estas dos variables continúen con una tendencia tan dinámica en los próximos trimestres, previéndose más bien una desaceleración, debido a la composición sectorial del crecimiento industrial reciente y a la leve tendencia a la baja de las vacantes. Por otro lado, diversos indicadores muestran una desaceleración del consumo, lo que es en parte algo esperado, dadas las elevadas tasas de crecimiento del gasto en bienes durables del segundo semestre del año pasado, que reflejaron un reacomodo de *stocks* de naturaleza típicamente transitoria. El consumo habitual, en tanto, no muestra signos de mayor dinamismo, mientras que la formación bruta de capital sigue estancada. Un mayor dinamismo de estos componentes del gasto serán los antecedentes que permitan diagnosticar que la demanda interna está en una senda firme de recuperación, que a su vez apoye un crecimiento más acelerado de la actividad. Sólo las existencias se aprecian más dinámicas, probablemente por un proceso de reacumulación de inventarios luego del dinamismo reciente del consumo.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Por el lado externo, en tanto, las exportaciones mantienen un ritmo moderado de crecimiento en volumen, de 3,6% para el primer trimestre, pero empujadas principalmente por las exportaciones de cobre, que aumentarían algo menos de 5% en el curso del mismo período.

La situación de las cuentas fiscales sigue siendo sólida por ahora, con reducidos niveles de deuda pública. Se espera un crecimiento moderado del gasto público en el curso del año, pero su perfil trimestral es difícil de anticipar con precisión. Las condiciones financieras internas continúan apoyando una recuperación del gasto y la actividad que debiera sostenerse en el tiempo. Las tasas de interés a todos los plazos se mantienen en niveles muy reducidos, y las colocaciones, aunque presentaron una cierta desaceleración durante los meses de verano, han tendido a tomar mayores tasas de crecimiento anual. Todo ello en un contexto de continuada estabilidad en las tasas de inflación esperada de mediano plazo.

Aunque se puede ver que este conjunto de elementos es bastante variado, ello puede reflejar la heterogeneidad propia de una economía que está tomando un mayor dinamismo, pero que este dinamismo ocurre por etapas y gradualmente, no de forma pareja para todos los agentes y sectores.

Por el lado de los costos, aunque todavía se aprecian tasas de crecimiento nominal de los salarios muy reducidas, en o por debajo de 4% anual, el incremento del empleo ha llevado aparejado un menor dinamismo de la productividad, tendencia que se espera predomine en el primer semestre de este año. Ello, junto con el previsible impacto sobre las cláusulas de indexación automática, la reducción de las tasas de desocupación y una mayor inflación externa por la depreciación del dólar en los mercados internacionales más brusca que lo anticipado, hace esperar una aceleración gradual de la inflación subyacente. En todo caso, una condición que parece necesaria para que estas tendencias de descompresión de márgenes se materialicen, es un contexto de dinamismo sostenido de la actividad global.

Las perspectivas de crecimiento e inflación del sector privado se han mantenido bastante estables, junto con expectativas de un gradual incremento de la tasa de política monetaria dentro del próximo semestre.

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA

I. Escenario internacional

La economía mundial continúa en un proceso de lenta recuperación de la actividad, aunque con niveles de crecimiento algo más bajos de los que se anticipaban en la reunión pasada. Esto se ha debido, fundamentalmente, a revisiones en las proyecciones de crecimiento de Estados Unidos, producto especialmente de los efectos negativos que ha tenido la incertidumbre del conflicto bélico en el Medio Oriente.

Los indicadores del primer trimestre muestran un fuerte deterioro en la confianza de los consumidores en Estados Unidos, así como en los indicadores provenientes del mercado laboral. El sector industrial, sin embargo, pese a mostrar un menor dinamismo, arroja indicios de recuperación. De este modo, durante el presente año se espera que la economía de Estados Unidos registre un crecimiento similar al del año 2002, con una trayectoria creciente. Este escenario mantiene riesgos significativos que se relacionan, en primer término, con un precio del petróleo más elevado, en la medida que el conflicto bélico entre Estados Unidos e Irak resulte más prolongado e intenso de lo que se anticipaba, con el consecuente impacto negativo sobre crecimiento e inflación mundial.

Más allá de lo anterior, la recuperación más lenta de Estados Unidos podría concretarse, aún en un escenario de guerra de corta duración, en la medida que la confianza de los agentes económicos no se afiance, afectando las perspectivas de consumo e inversión.

Con todo, las proyecciones de crecimiento mundial para 2003 y 2004 se han corregido



BANCO CENTRAL DE CHILE

levemente a la baja, en relación con el escenario base considerado en la reunión pasada. Para el año 2003, el crecimiento mundial estimado se ubica en 2,0% para los principales socios comerciales y en 2,9% ponderado a PPC. Hacia el año 2004, se espera que la recuperación económica se consolide y el crecimiento mundial converja a 3,0% ponderado por socios comerciales y a 3,8% ponderado por PPC.

Tal como se esperaba, el inicio del conflicto armado entre Estados Unidos e Irak redujo la preferencia por activos más seguros, entre éstos, los metales. En efecto, ya iniciada la guerra, el precio del cobre descendió hacia niveles entre los US\$0,71 y US\$0,73 la libra. En todo caso, no se deberían esperar mayores descensos, en la medida que la actividad mundial se recupere gradualmente durante el año, en un contexto de descensos en los inventarios del metal, fundamentalmente por la mayor demanda de China y Corea. De este modo, se mantienen las proyecciones de US\$0,76 y US\$0,82 la libra en 2003 y 2004, respectivamente.

Asimismo, el comienzo del conflicto en Irak también significó el descenso en el precio del petróleo. Esta evolución es consistente con la registrada en la Guerra del Golfo a comienzos de los años noventa, así como con la trayectoria que mostraban los precios de los contratos a futuro. De acuerdo con estos mercados, el precio del crudo se situaría en torno a US\$23 por barril durante la segunda mitad de este año, bajo un escenario de episodio bélico breve y de alcances limitados. Además, la producción venezolana está normalizándose en los mercados y las cuotas de producción de la OPEP han sido liberadas. Con los nuevos antecedentes, el precio promedio para este año se reduce en US\$2 el barril respecto de lo esperado en la reunión pasada, para ubicarse en US\$26 el barril. Hacia el año 2004 se mantiene la estimación de enero en US\$23 el barril.

Los mercados financieros internacionales respondieron positivamente a la resolución de la incertidumbre referida al inicio de la guerra en Irak. No obstante, mientras existan dudas respecto de la duración del conflicto y de la situación geopolítica que se conformará una vez que finalice, se prevé que los mercados seguirán mostrando un alto grado de volatilidad.

En relación con la tasa de política de Estados Unidos, una parte del mercado espera un recorte adicional, producto del deterioro de algunos indicadores del primer trimestre. Sin embargo, el hecho que éstos estén afectados por la incertidumbre y sesgados por el elevado precio del petróleo vigente en ese período, hacen poco probable un mayor relajamiento monetario, hasta que se conozca nueva información. Por lo mismo, el inicio del período de alzas en la tasa rectora sería en la última parte del año 2003. En la zona euro, en cambio, se espera una rebaja adicional en la tasa de política en el corto plazo, en línea con las nulas presiones inflacionarias y la deprimida dinámica de crecimiento de la región.

La incertidumbre sobre los mercados financieros emergentes también se vio atenuada con el inicio del conflicto bélico en Irak. En América Latina, en particular, las principales monedas se han apreciado, mientras que los *spreads* se han reducido. En efecto, en Argentina en los últimos meses se ha observado una marcada apreciación del peso, luego del acuerdo alcanzado con el Fondo Monetario Internacional a fines de enero y del aumento de competitividad tras la fuerte depreciación real de su moneda durante 2002. En el caso de Brasil, el buen manejo del difícil panorama de vencimientos de la deuda pública junto con políticas activas y en la dirección correcta, han logrado tranquilizar a los mercados, reflejándose en caídas sistemáticas en el *spread*.

Respecto de los flujos de capitales hacia economías emergentes, según JP Morgan Chase no han habido cambios respecto de lo previsto en la reunión pasada. El Institute of International Finance (IIF), por su parte, publicó información que muestra ajustes significativos en las proyecciones para el presente año. Para América Latina, la revisión es a la baja, pero aún superior a la registrada en el año 2002, debido, fundamentalmente, a un aumento en el nivel de deuda de la región.

43



BANCO CENTRAL DE CHILE

II. Mercados financieros

Durante marzo, la evolución de los mercados financieros internos estuvo determinada tanto por los efectos del comienzo de la guerra como por la sustracción de los depósitos desde CORFO. Ello implicó que las tasas de interés de los bonos reajustables del Banco Central presentaran importantes fluctuaciones desde la reunión de política monetaria anterior. En lo más reciente, las tasas de estos bonos se sitúan en torno a 2,4% y 3,8% para los BCU a 5 y 10 años, respectivamente. Por su lado, tras la caída del precio del petróleo, y las menores expectativas de inflación que ello implica, las tasas de interés de los documentos nominales también mostraron importantes descensos.

Así, las tasas de operaciones de corto plazo (90 días) promediaron durante la última semana 2,34%, cifra por debajo de la tasa de política monetaria y que estuvo afectada por la fuerte demanda por instrumentos para realizar reserva técnica, dada la evolución de las cuentas corrientes y los depósitos de corto plazo. En efecto, la incertidumbre generada por la sustracción de los depósitos de CORFO, originó un traspaso transitorio de fondos a los bancos, en particular, hacia las cuentas corrientes. Esto significó que en marzo el M1A presentara una variación mensual inusualmente elevada (7,1%), efecto que debiera mantenerse por algún tiempo, dadas las medidas precautorias tomadas por el Banco Central de Chile, que tendieron a aumentar la liquidez.

Asimismo, los agregados más amplios también podrían haberse visto afectados por esta situación. En particular, el M2A conformado principalmente por depósitos a plazo, tuvo un incremento mensual que puede ser asociado a las modificaciones transitorias de la normativa bancaria que tendieron a facilitar la intermediación de estos instrumentos.

Por su parte, las tasas de interés de los bonos de mediano plazo también tuvieron importantes caídas en sus promedios, del orden de 40 y 30 puntos base a dos y cinco años, respectivamente.

Respecto de la tasa de política monetaria, la curva *forward* indica —una vez descontada la fuerte caída de las tasas de interés de corto plazo— que se espera un alza de 25 puntos base hacia fines del primer semestre y un incremento adicional de aproximadamente 75 puntos base al terminar el año. Por otra parte, la encuesta de expectativas de abril —con sólo 14 respuestas— considera que la actual tasa de política monetaria se mantendría durante el primer semestre, para incrementarse en 50 puntos base a comienzos del próximo año.

En el mercado de los instrumentos privados de renta fija se observa un comportamiento mixto. Mientras las tasas de los bonos corporativos registran un incremento de la TIR media hasta 6%, las letras de crédito muestran una TIR media de 5,1%, cifra que representa un mínimo histórico y que se desglosa en 4,9% para aquellas letras con tasa de emisión entre 4% y 6%, y que aumenta hasta 6% para emisiones con tasas superiores a 6%. Cabe destacar, sin embargo, que el mercado de bonos ha registrado un bajo nivel de transacciones, tanto por la estacionalidad típica de la época, como por la escasez de nuevas emisiones.

En marzo, las tasas de interés del sistema financiero revirtieron el incremento no explicado de los meses anteriores. En efecto, las tasas de colocación de más de 90 días (pesos) anotaron disminuciones entre 50 y 100 puntos base dependiendo del plazo, tipo de deuda y moneda. Así, los créditos de consumo en pesos registran las mayores variaciones en las tasas de interés, con caídas superiores a 200 puntos base respecto del promedio de febrero, respondiendo a las ofertas anunciadas por las instituciones financieras.

En marzo, las colocaciones totales —al sector público y privado— mantuvieron el dinamismo de febrero, el que se explicó especialmente por el incremento de las colocaciones en moneda nacional, efectivas e hipotecarias. En términos desagregados, si bien en febrero los créditos destinados a personas exhibieron un estancamiento, es posible esperar que en marzo retomen nuevamente el dinamismo de los meses previos, dadas las mejores condiciones de tasas de



BANCO CENTRAL DE CHILE

interés y el aumento mostrado por la cifra de crédito agregado. Los préstamos destinados a empresas presentaron una leve recuperación, en particular de aquellos destinados a comercio exterior, comportamiento explicado, principalmente, por las empresas exportadoras.

Tipo de cambio

En marzo el tipo de cambio mostró dos marcadas tendencias. Durante la primera quincena, influido por la incertidumbre previa al conflicto en Irak, continuó con la senda de depreciación de los meses anteriores, llegando a estar cerca de los \$760 por dólar. En la segunda parte del mes, el peso tuvo una importante apreciación a consecuencia de dos eventos. El primero de ellos, de naturaleza interna, correspondió al conflicto de liquidez experimentado por los fondos mutuos, que implicó que algunos agentes debieran liquidar parte de sus posiciones en moneda extranjera para hacer frente a los requerimientos de liquidez. El segundo evento, que tuvo especial preponderancia, se relacionó con el inicio de la guerra que hizo que el tipo de cambio cayera hasta \$726 por dólar, lo que significó una apreciación de 3,7% respecto del cierre de febrero.

Recientemente, la diversidad de noticias respecto del conflicto ha llevado a que el tipo de cambio mantenga cierta volatilidad, situándose entre \$720-\$730 por dólar. En todo caso, el valor del peso de las últimas semanas ha estado ajeno a la caída del precio del cobre.

Las expectativas cambiarias medidas a través de las cotizaciones *Bloomberg* y de contratos *forward*, señalan que el peso se mantendría estable en el corto plazo (tres meses) para luego retomar una suave senda de depreciación del orden del 1% hacia fines de año. La encuesta de expectativas económicas de abril señala una trayectoria similar, con un tipo de cambio estable en niveles de \$720 durante los próximos veinticuatro meses.

El diferencial real de tasas de interés interna y externa incrementó su brecha en marzo marcando sobre los 100 puntos base. Este fenómeno se observó una vez iniciada la guerra en Irak, puesto que la tasa externa relevante presentó un fuerte aumento que no se transmitió del todo a su equivalente nacional.

Se estima que el peso ha tenido una depreciación real acumulada durante el año 2003 del orden de 8% (a marzo), tanto para el índice agregado como para la canasta de monedas duras. Sin embargo, dentro de este último índice se encuentran comportamientos disímiles, producto de las pérdidas de valor del dólar y la libra esterlina frente al euro, yen y dólar canadiense. Así, la relación real bilateral del peso con el dólar de Estados Unidos y la libra esterlina presenta una variación cercana al 6%. Al hacer la comparación con la canasta compuesta por el euro, yen y dólar canadiense, la depreciación del peso aumenta hasta 10%.

Bolsas

Durante las primeras semanas de marzo, los indicadores bursátiles siguieron la trayectoria de los meses anteriores, donde la incertidumbre generada por el posible conflicto bélico en Irak golpeó a todas las bolsas del mundo. En dicho período el *Dow Jones* y el *Nasdaq* acumularon caídas superiores al 4%. Una vez iniciada la guerra, los agentes comenzaron a volver a los mercados de renta variable y los indicadores bursátiles se recuperaron fuertemente. Sin embargo, la incertidumbre respecto del fin de la guerra, ha generado una alta volatilidad de estos índices.

Por su parte, los indicadores de ADR mostraron comportamientos diferentes, con un ADR Latino creciendo 5% en marzo, en circunstancias que el ADR chileno cayó 2%. La diferencia en la tendencia radica en que los documentos chilenos sufrieron una fuerte pérdida de valor a finales del mes asociada a la menor clasificación de deuda de las empresas eléctricas.

Los indicadores de la actividad bursátil nacional, IPSA e IGPA, presentaron variaciones casi nulas en el mes (0,6% y 0,2%, respectivamente). Con ello en lo que va del año, estos índices



BANCO CENTRAL DE CHILE

acumulan crecimientos inferiores al 1%. Al considerar estas variaciones en dólares se verifica una caída similar a la de otras bolsas del mundo.

III. Actividad y empleo

La estimación de crecimiento del PIB para el primer trimestre del año se mantuvo sin cambios respecto de la reunión anterior (3,5%). En cuanto a los sectores, la producción de la industria tuvo un importante crecimiento en febrero, influido significativamente por el dinamismo de algunos sectores específicos —alimentos, industria básica de hierro y acero y refinerías de petróleo— por lo que no es posible garantizar que este comportamiento se repita en los meses venideros.

Otro sector que ha sufrido cambios de relevancia es el minero. La inclusión en la proyección de comienzos de año de un castigo, debido a los anuncios de recortes en la producción, no ha sido efectiva por lo que se ha corregido al alza el crecimiento del sector. En cambio, la pesca tuvo una importante modificación a la baja en su actividad, compensando parte de los aumentos en otros sectores del PIB.

Respecto de la demanda interna, las menores importaciones en marzo redujeron el crecimiento estimado para el primer trimestre a 3,5%, 0,9 puntos porcentuales por debajo de lo esperado en la anterior reunión.

Demanda interna

Los indicadores de consumo, que han sido el componente más dinámico de la demanda, han comenzado a evidenciar signos de menor vigor en lo más reciente. Por una parte, las ventas de supermercados del Instituto Nacional de Estadísticas continuaron aumentando aunque a una menor velocidad. Por otra, la revisión del indicador de ventas de la ASACH resultó en un cambio de la medición que contrasta con lo conocido, especialmente en lo más reciente. En efecto, la recuperación que este índice de ventas señalaba desde mediados de 2002 no se verifica en la actual medición, al mismo tiempo que en el primer bimestre de 2003 se produce una profundización de la caída en las ventas.

Sin embargo, las ventas totales del comercio (CNC) mantienen el dinamismo desde mediados de 2002, lo que, dada la trayectoria de las ventas de supermercados, denota una expansión importante en los restantes componentes. En efecto, las ventas de bienes de consumo durable —que al igual que las de supermercados sufrieron un cambio metodológico— continuaron aumentando en los primeros meses de 2003. Las ventas de automóviles, en tanto, muestran una desaceleración relevante, aunque se mantienen en niveles elevados.

Por otro lado, se aprecia un incipiente proceso de mayor acumulación de existencias. Las importaciones de bienes de consumo tuvieron un importante aumento en el primer trimestre, aunque cifras preliminares de marzo muestran una leve contracción en el margen. La relación entre producción y ventas industriales se ha mantenido oscilante en los últimos meses, aunque en febrero tuvo un aumento producto del favorable resultado de la producción industrial.

En marzo, la evolución de las expectativas del índice de percepción económica de ADIMARK sumó el segundo mes de deterioro. Una caída generalizada en la confianza respecto de la situación económica presente y futura del país y de las familias, explicó este resultado. La evolución de las expectativas, junto con la creación de empleo, juegan un rol determinante en la trayectoria del consumo privado.

Los indicadores de inversión en maquinaria y equipos continúan deprimidos. Mientras a febrero las ventas industriales del Instituto Nacional de Estadísticas por este tipo de bienes continúan sin repuntar, las importaciones, que habían tenido una fuerte expansión en enero, experimentan una caída en el margen, la que se confirma con la información preliminar en marzo.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Respecto del sector inmobiliario, las ventas de viviendas nuevas tuvieron una contracción en el margen, aunque permanecen en niveles altos, cercanos a las mil unidades. Al mismo tiempo, los *stocks* de viviendas muestran nuevas caídas, que tal como se esperaba han comenzado a producir una incipiente recuperación en los permisos de edificación tanto habitacionales como de establecimientos. Es así como si bien los permisos aún permanecen en niveles relativamente bajos, su aumento anticipa una señal positiva respecto de la actividad del sector en el curso del año.

Política fiscal

Recientemente fue publicado el segundo "*Informe de Estadísticas de Deuda Pública*" de Chile para el periodo 1989-2002. De este informe se concluye que la deuda bruta del Gobierno Central alcanzó a 15,9% del PIB en el año 2002, cifra que resulta superior al 15,0% que alcanzaba en 2001, principalmente, producto del déficit de 0,8% del PIB en 2002. Respecto del nivel de deuda neta del Gobierno Central, ésta equivalió a 10,8% del PIB, cifra que se compara con el 8,8% del PIB que representaba en 2001.

La deuda bruta del Consolidado Gobierno Central y Banco Central alcanzó 37,3% del PIB en el año recién finalizado, cifra que resulta levemente superior al nivel que alcanzaba en 2001 (36,9% del PIB). El menor incremento de la deuda de este consolidado respecto de la del Gobierno Central es explicado, fundamentalmente, por caída del volumen de documentos emitidos por el Banco Central. Respecto del nivel de deuda neta, en 2002 equivalió a 8,3% del PIB, cifra que se compara con el 9,4% del PIB que representaba en el año 2001.

Sector externo

Para el primer trimestre se espera que el volumen del total de las exportaciones crezca 3,6%, con envíos de cobre que aumentarían 4,7% y no tradicionales que lo harían en 8,2%. Las exportaciones principales no cobre, con una variación anual esperada de -1,5%, junto con los componentes menores (zona franca, bienes adquiridos en puertos y oro no monetario) serían los menos dinámicos.

Por su parte, los volúmenes de importaciones aumentarían en 5,3% respecto al primer trimestre de 2002, donde las de consumo serían las más dinámicas, con una expansión anual en torno al 24%, seguidas por las de bienes intermedios, con un aumento de 6,5% (petróleo creciendo en 10,4%). Las de bienes de capital, con una contracción esperada en torno al 11%, son nuevamente el componente de menor dinamismo en el agregado.

Se espera para el primer cuarto del año un deterioro de los términos de intercambio respecto del mismo trimestre del año anterior, debido a que en el agregado de las exportaciones los precios se incrementarían en 4,3% (con un aumento relevante en el cobre) y en las importaciones en 5,8% (especialmente debido al alza en el precio del petróleo).

La información preliminar de marzo muestra que las exportaciones FOB ascendieron a US\$1.790 millones, lo que representa un crecimiento de 13,6% en doce meses. Las importaciones CIF, por su parte, crecieron en 3,6% al anotar internaciones por US\$1.400 millones. El saldo comercial resultante alcanzó los US\$480 millones.

Mercado laboral

La información más reciente del mercado laboral —trimestre móvil terminado en febrero 2003— confirma la recuperación exhibida por el empleo a partir de septiembre de 2002. Respecto del trimestre móvil anterior, la ocupación en términos desestacionalizados aumentó en cerca de treinta mil puestos de trabajo, alcanzando su mayor nivel desde junio de 2001. Cabe destacar la caída en los programas de empleo directo y subsidios a la contratación por parte del Estado, lo que reafirma la fuerte influencia del empleo privado sobre la recuperación del empleo total.



BANCO CENTRAL DE CHILE

A nivel de sectores, el comportamiento de la ocupación fue explicado principalmente por la agricultura, los servicios comunales, sociales y personales, la industria y el transporte —que explican el 63% del empleo nacional— que en conjunto generaron cerca de 38 mil puestos de trabajo entre los trimestres móviles finalizados en enero y febrero del presente año.

Por su parte, descontando efectos estacionales, la tasa de desempleo se mantuvo relativamente estable (8,7 *versus* 8,6% en enero) debido a un alza relevante en la tasa de participación (+0,4 puntos porcentuales entre febrero y enero).

Las vacantes para marzo mostraron una leve desaceleración en su crecimiento a doce meses (3,3%) con respecto al del mes previo (5,2%). En niveles, se observó el alza esperada en esta época del año, la que desaparece al eliminar factores estacionales, con lo que se mantienen relativamente planas.

IV. Precios y costos

En marzo, el IPC tuvo un incremento mensual de 1,2%, cifra en línea con las estimaciones que se manejaron internamente a lo largo del mes y en el rango superior de las estimaciones del mercado. Tres factores se conjugaron detrás del elevado IPC de marzo: 1) la evolución del precio internacional de los combustibles y del tipo de cambio, que derivó en un importante aumento en el precio interno de los combustibles hasta mediados de marzo, con una incidencia de 0,35 puntos porcentuales en la inflación del mes; 2) la habitual revisión de los costos de los servicios de educación llevó a una incidencia de 0,35 puntos porcentuales y 3) el aumento de \$20 en el pasaje de la locomoción colectiva que provocó una incidencia de 0,20 puntos porcentuales.

La consideración de estos dos últimos elementos en la inflación subyacente llevó a que el incremento tanto del IPCX como del IPCX1 en el mes llegara a 0,8%. Con esto, el incremento en doce meses del IPC llegó a 4,5%, por sobre el límite superior del rango meta. La inflación anual del IPCX se situó en 2,5%, mientras que la del IPCX1 estuvo algo por sobre el 2%.

Si bien la inflación de marzo se determinó en parte importante por los precios de los combustibles, la evolución a la baja que tuvieron estos precios una vez comenzado el conflicto en Irak, ha generado una caída importante en el precio interno durante las tres últimas semanas, lo que se espera se prolongue por un tiempo más.

Hasta el lunes 7 de abril la gasolina automotriz ha descendido del orden de \$50 por litro, alrededor de 10% desde su máximo valor alcanzado a mediados de marzo. Los demás combustibles han seguido una trayectoria descendente aún más marcada, en especial el gas licuado y el petróleo diesel. En el caso de este último, su consideración en el mecanismo de reajuste de la tarifa de la locomoción colectiva hará que a partir de mediados de mayo se produzca una rebaja importante en el costo del servicio, entre \$20 y \$30 pesos. No obstante, a mediados de este mes se producirá un incremento de \$10 producto de las alzas del tipo de cambio y el petróleo diesel que se produjeron en marzo.

Con todo, de proseguir la normalización en el precio del petróleo y sus derivados, los aumentos del pasaje de la locomoción colectiva de los cuatro primeros meses de 2003 se revertirían antes de septiembre.

La apreciación del peso en las recientes semanas también ha provocado un cambio en las perspectivas inflacionarias de corto plazo. Por un lado, vía el efecto sobre el precio de los combustibles que se suma al ya señalado de los precios externos de estos productos y, por otro, vía el habitual canal de traspaso en las tarifas de los servicios públicos.

Por el lado de los salarios, durante febrero, las remuneraciones nominales continuaron desacelerando su crecimiento anual, mostrando variaciones medidas por el Índice de



BANCO CENTRAL DE CHILE

Remuneraciones por Hora y el Índice del Costo de Mano de Obra de 4,0% y 3,6%, respectivamente. De esta manera, dichos índices se mantienen en niveles históricamente bajos. Lo anterior fue explicado por la evolución de la inflación hasta fines del segundo trimestre de 2002, la que fue incorporada a los salarios vía cláusulas de indización.

Por el lado de los costos, aunque todavía se aprecian tasas de crecimiento nominal de los salarios muy reducidas, en o por debajo de 4% anual, el incremento del empleo ha llevado aparejado menor dinamismo de la productividad, tendencia que se espera predomine en el primer semestre de este año. Ello, junto con el previsible impacto sobre las cláusulas de indización automática, la reducción en las tasas de desocupación y una trayectoria de mayor inflación externa por la depreciación del dólar en los mercados internacionales más brusca que lo anticipado, hace esperar un escenario de aceleración gradual de la inflación subyacente. En todo caso, una condición que parece necesaria para que estas tendencias de descompresión de márgenes se materialicen es un contexto de dinamismo sostenido de la actividad global.

Las expectativas de los agentes respecto de la evolución futura de la inflación han sufrido una leve reducción, manteniéndose en torno a 3%. A un año plazo, la encuesta realizada a las mesas de dinero señala niveles de 2,6%. La encuesta de expectativas a un año —considera las respuestas llegadas al cierre de la minuta (13)— se mantiene por séptimo mes consecutivo en 3%. A diciembre de este año, en tanto, el incremento esperado del IPC pasa desde 3,3% a 3,4%. A dos años plazo, el diferencial de tasas entre operaciones nominales y reajustables se sitúa en 2,7%, mientras que la encuesta de expectativas sube desde 3% a 3,2%.

PERSPECTIVAS DE CORTO PLAZO

Estimaciones iniciales indican que en abril el IPC tendría una inflación negativa del orden de 0,2%. La caída ya en parte vista del precio de los combustibles está detrás de este resultado. En contraposición se espera un nuevo aumento de \$10 en el pasaje de la locomoción colectiva, y en el costo de algunos servicios producto del IPM de marzo. Con esto, el incremento anual del IPC se ubicaría en torno a 3,9% para abril (tabla 2).

Para el segundo y tercer trimestre, y en línea con el escenario base para el precio del petróleo y el tipo de cambio considerado en la discusión del *Informe* de mayo, se espera la sucesión de inflaciones negativas desde abril a junio, para luego sostener tasas de variación relativamente bajas hasta septiembre. Con esto, se espera que a fines del segundo trimestre el IPC sostenga una tasa de incremento anual cercana a 3%, la que descendería hasta cerca de 2,5% para mediados del tercer trimestre.

Similar trayectoria descendente mostraría el IPCX que luego de situarse cerca de 3% en abril, caería de vuelta a niveles entre 2% y 2,5% para fines del segundo trimestre y parte del tercero. El IPCX1, en tanto, sostendría una aceleración paulatina en el curso del segundo y tercer cuartos del año, consistente con una progresiva ampliación de los márgenes de comercialización.

Tabla 2: Proyección de corto plazo IPC e IPCX

		% var. anual			% var. mensual			petróleo (US\$/barril)	TCO (\$/US\$)	micros
		ipc	ipcx	ipcx1	ipc	ipcx	ipcx1			
2003	Mar	4,5	2,4	2,1	1,2	0,8	0,8	26,6	743	(+)(+)
	Abr	3,9	2,8	2,2	-0,2	0,3	0,1	26,5	730	(+)
	May	3,5	2,7	2,2	-0,2	0,0	0,2	25,9	730	(-)(-)(-)
	Jun	3,3	2,5	2,4	-0,3	-0,2	0,1	25,2	730	
	Jul	2,8	2,4	2,4	0,0	0,0	0,1	24,5	730	(-)
	Ago	2,6	2,3	2,6	0,2	0,1	0,2	23,9	730	



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

El Consejero señor De Gregorio consulta qué está pasando con la expansividad de la política fiscal basado en que se tiene la sospecha que los problemas que ha tenido el Ministerio de Obras Públicas los puede llevar a grados de ejecución menores que lo normal, y tal vez esto pueda estar pasando en muchos otros Ministerios.

El señor Ministro de Hacienda contesta diciendo que no tiene la información trimestre a trimestre, pero sí podría decir que en el promedio anual, el grado de estímulo fiscal de 2002 fue superior a lo que se espera para el año 2003, el que a su vez es superior a lo que se espera para el año 2004, o sea, se está retirando estímulo fiscal.

El señor De Gregorio dice que su consulta es saber qué se está esperando para el año 2003 respecto a lo que se podría haber previsto un año atrás o cuando se aprobó el presupuesto. Pregunta si los grados de ejecución son normales.

El señor Ministro de Hacienda señala que la ejecución por el lado del gasto está por debajo de lo que se observa normalmente, y por el lado de los ingresos, al parecer, estos estarían por debajo de lo proyectado. Expresa que la cifra de comercio exterior de marzo entrega una señal de alerta, ya que indica una fuerte compresión del gasto y, mientras en el bimestre enero-febrero claramente la demanda venía creciendo por sobre el producto, esto se da vuelta dramáticamente en marzo. Sin embargo, no hay información para determinar si esto es un cambio de tendencia o simplemente un reflejo de alguna conducta rara de los inventarios de cobre.

El Vicepresidente señor Marshall señala que tiene la impresión de que en todo el análisis se tiene sobreponderado el efecto de la guerra. Cree que los analistas lo tienen sobreponderado y como ya lo hicieron una vez, ya tienen que retirarse de ese escenario muy gradualmente, o sea, nadie puede decir "esto está sobreponderado". Hace presente que las hipótesis respecto a la guerra son que puede durar entre dos y cuatro semanas más y encuentra que no es posible que una guerra de la envergadura que se ha visto, domine la economía mundial durante este año, porque no hay proporción. Le inquieta que se siga vendiendo esa idea y de repente se queden con que la guerra terminó y la economía sigue plana.

Comenta que hay economías, como la de Japón, que son tremendas economías, que no despegan, que siguen algo planas y el vínculo con la guerra es difícil determinar. Incluso Estados Unidos, con bastante expansividad de política, decir que Estados Unidos no despega por el escenario de incertidumbre de la guerra, no ve por dónde pueda estar el vínculo. No sé, dice, si la guerra es expansiva, cree que está sobreponderado y le preocupa ese hecho.

En materia de inflación, señala que comparte el análisis que se hace de un fenómeno principalmente transitorio, sin embargo, hay un tema que recurrentemente ve, que como Banco Central no se ha logrado ganar la batalla del dinero. Observa que se ha presentado un informe resumido del mes en donde la palabra dinero no se mencionó en ninguna ocasión. Hay una brecha que no logra cerrar. El problema, dice, es que aquí se produce una cantidad enorme de papers econométricos que demuestran todo, pero a pesar de eso, la batalla de las ideas se está perdiendo.

El Consejero señor De Gregorio no cree que eso suceda. Dice que la crítica ha bajado mucho lo que era hace dos o tres meses atrás, más allá que aún hay analistas que siempre van a decir que la expansión del dinero es un problema y es parte de su creencia de

2
49



BANCO CENTRAL DE CHILE

cómo funciona la economía. Le da la impresión, y viendo los reportes que hay en los últimos meses, que el cuestionamiento es bastante menor. Piensa que ahora van a venir algunas dudas nuevas con la expansión monetaria producto del caso Inverlink, pero no le parece que sea un tema preocupante, aunque es necesario dimensionarlo.

El Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés, explica que el dinero aumentó considerablemente por el caso Corfo y eso va a mantener en la palestra el tema. Pero aparte de eso, señala que el caso Corfo, aparentemente, no tuvo consecuencias financieras que tengan implicancias macro importantes o serias. El dinero sí va a ser un tema y manifiesta, a modo de información, que el próximo lunes se presentará en el CEPP un paper de dinero con aspectos cualitativos y cuantitativos y probablemente eso ayude algo en el tema comunicacional. En todo caso, señala que es necesario seguir insistiendo en el tema de una manera algo menos técnica y así facilitar la discusión pública.

Respecto a la demanda interna, el Vicepresidente desea plantear una hipótesis que está vinculada a esta sobreponderación de la guerra, porque nos lleva a decir "cuando se despeje la guerra, entonces esta cosa ya toma ritmo". Si la guerra está sobreponderada y no hay ese efecto, la pregunta es ¿cuando se despeje la guerra no va a pasar nada? Por esto, desea plantear una hipótesis que le preocupa y es simplemente que esta economía tuvo dos trimestres buenos, el cuarto trimestre del año pasado, el primer trimestre de este año y punto. Y de aquí en adelante se vuelve a este random walk que han sido los últimos cuatro o cinco años en donde no hay ninguna tendencia, ninguna recuperación. Desea plantearlo como hipótesis porque tiene que ver también con la forma en que se hace política. No quiere con esto decir que es más pesimista o menos pesimista, sino que simplemente decir, cuando se hace política monetaria se tiene una visión del futuro, esa visión del futuro hasta el momento ha sido que este año vamos de menos a más, que el próximo año es claramente mejor, que más o menos sigue teniendo una noción de que ese es un escenario central, pero el otro escenario también le preocupa, de que no se vaya hacia nada, de que se siga igual. Le preocupa ese escenario porque cree que tiene implicancia política.

El Gerente de División Internacional, sobre si se sobrepondera o no se sobrepondera los efectos de la guerra, señala que el escenario central, tanto a nivel internacional como de sus implicancias internas, supone y ha supuesto desde ya hace muchos meses que se está en presencia de una guerra que se resuelve rápidamente, es decir, de algunas semanas o pocos meses y que es lo que hoy día siguen pensando los mercados que es el escenario central.

Los efectos de una guerra prolongada e intensa más que nada han tenido que ver con los escenarios de riesgo que se han planteado y en eso se pueden tener distintas percepciones de cómo se han ido modificando a través del tiempo. Los datos más recientes sugieren que ese escenario de riesgo ha bajado respecto de la última reunión, pero no se visualiza ahora, respecto de los meses anteriores, que el escenario central sea uno que: 1) haya cambiado mucho respecto a lo que se venía planteando, y 2) que tenga considerado efectos demasiado significativos de la guerra. Los efectos de la guerra tienen que ver fundamentalmente con los riesgos a ese escenario central.

El Consejero señor De Gregorio comparte la idea de la sobrevalorización del tema de la guerra que, tal vez, dice, era producto del momento que se vivía. Sin embargo, su impresión es que la sobreponderación en el análisis de coyuntura, venía por el lado de los precios de los activos, es decir lo que podía estar pasando con el tipo de cambio y, con la incertidumbre si se iniciaba o no la guerra, hubo bastante turbulencia. Lo mismo pasaba por el lado del precio del petróleo. Cree que ese ha sido un fenómeno que, de alguna u otra manera, con el correr del tiempo, se ha ido despejando y que los riesgos o las incertidumbres, por ese lado, son algo menores, lo que no quita que de todos modos se esté observando una economía mundial algo más débil y ese es un hecho que es independiente de cómo se resuelve en las próximas semanas el tema de la guerra. Por este motivo, también comparte y cree que es



BANCO CENTRAL DE CHILE

importante destacar que lo que ha ocurrido, y más allá de si es necesariamente consecuencia de la guerra o de la situación de incertidumbre que se vivió, es una economía mundial que está creciendo más lento de lo que se esperaba y eso se ve sistemáticamente en todas las últimas proyecciones internacionales, por ejemplo, en la economía de Estados Unidos. Los indicadores son algo peores de lo que se esperaba.

Respecto del tema del dinero, más allá de lo que puede ser una discusión académica o de lo que puede ser una discusión de cómo se entiende la economía, cree que hay un fenómeno que no se debería menospreciar en lo que viene más adelante y es la probabilidad de que la aceleración de M1A, producto del cambio de portafolio fuerte que se explica por el evento Inverlink y la crisis de los fondos mutuos, no se deshaga, con lo cual es probable que en nuestro escenario central, sólo por el efecto de la crisis en los fondos mutuos, signifique que se va a terminar con niveles de M1A mucho más elevados y, por lo tanto, las mediciones en doce meses durante los próximos meses, van a ser bastante mayores de lo que se hubiera esperado y de las proyecciones de demanda de dinero que teníamos hace algunos meses atrás. En ese aspecto, cree que sería útil que se nos diera mayor información y cuantificación de cuánto puede estar significando efectivamente este fenómeno sobre M1A. Señala que técnicamente, en un año más, se podría resolver con variables dummies en la demanda por dinero, pero cree que es importante tener la visión cuantitativa actual de qué impacto está teniendo esto sobre el dinero.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, señala que de la forma como está hecha la presentación en la minuta, está subyacente la idea que independiente de la guerra, es posible que se esté dando un escenario de más debilidad, tanto externa como interna. Estima que ello es, en todo caso, por ahora sólo un riesgo, porque todavía no se ve efectivamente el impacto sobre expectativas de lo que ha pasado en las últimas cuatro semanas. Posiblemente algo de esta incertidumbre se resuelva algo más en las próximas semanas.

Respecto al tema del dinero, señala que existe una cuantificación que resulta sencillamente de poner una variable dummy para el mes de marzo y que indica que básicamente todo o casi todo el crecimiento que tuvo el dinero en el mes de marzo se explica por este factor, es decir, una magnitud del orden de 5% y 7% del M1A. No se sabe qué va a ocurrir de aquí en adelante, pero se espera que este incremento en las cuentas corrientes se deshaga en un par de meses, pero si no es así, su impresión es que tampoco habría que sobredimensionar este fenómeno en términos del análisis macroeconómico. Ello, producto de que correspondería un desplazamiento de la demanda por dinero que tiende a ser más persistente y hay que acomodar eso.

El señor De Gregorio agrega que aparentemente lo que habría que empezar a mirar ahí son indicadores más amplios de dinero, que podrían mostrar un panorama mucho más preciso de lo que está pasando en el sector monetario.

El Consejero señor Desormeaux cree que el tema clave, cuando se tiene alguna duda sobre el crecimiento del dinero, es mirar las expectativas de inflación. Si las expectativas de inflación están firmemente ancladas, el dinero es totalmente endógeno y el problema no existe. Piensa que todos los indicadores que aquí se han presentado muestran precisamente que las expectativas están muy alineadas al 3%, incluso pasaron en algún minuto por arriba del 3% y han vuelto al 3%. Opina que esa es la respuesta final.

El Presidente señor Massad, sobre este mismo tema, señala que si existe ahora un desplazamiento de la banda de dinero es algo que se va a revertir estadísticamente en el año siguiente, porque cuando empiece la tasa de crecimiento de dinero del año siguiente se van a ver tasas mucho más chicas y eso se va a normalizar por sí mismo si es que es un

Handwritten signature



BANCO CENTRAL DE CHILE

desplazamiento permanente. Y si no lo es, se va a ver rápidamente en las expectativas de inflación.

El señor Ministro de Hacienda se refiere al punto que planteaba el señor Marshall acerca de la sobreponderación de la guerra. Manifiesta que la sensación que tiene, por las conversaciones sostenidas con distintas personas, tanto en la Conferencia del BID como acá, es que la economía mundial probablemente no está en buen pie. Aunque la guerra tuviera resolución rápida y el precio del petróleo brent se ubicara en 24 dólares por barril, todavía existen problemas estructurales, por todos conocidos, en Europa y Japón, sobre los cuales no se ha hecho ningún avance. Por tanto, es poco probable que la recuperación provenga de estas economías. A su vez, Estados Unidos tiene poco margen de maniobra para seguir liderando el crecimiento mundial dado su enorme déficit en cuenta corriente y fiscal. La pregunta del millón es ¿podrán las economías emergentes, si es que se profundiza este mayor apetito por riesgo, hacer de factor dinámico y ayudar a la recuperación de Estados Unidos? No sabemos. Espera que para Chile, dado el alto nivel de deuda privada y un precio del cobre relativamente bajo en un escenario relativamente malo de los países industrializados, la preferencia por riesgo no sea muy alta, llevando a un comportamiento poco satisfactorio de la inversión extranjera. La pregunta es: qué le va a pasar a las expectativas aquí adentro, con un escenario mediocre afuera, y si ellas podrán comportarse positivamente, de este modo estimulando a la demanda interna.

El Gerente de División Política Financiera consulta si existen mayores antecedentes respecto de proyectos de inversión, a partir del catastro de inversiones o de otras encuestas a empresas. Esto, considerando que el componente más rezagado de la recuperación de la demanda interna es la formación de capital, mientras el consumo, inventarios y empleo han mostrado señales de dinamismo.

Contesta el Gerente de Análisis Macroeconómico diciendo que todos los antecedentes disponibles hasta la fecha, indican una variación para la formación bruta de capital de cero respecto al primer trimestre del año pasado. En todo caso, se está a la espera del catastro de proyectos de inversión que estará disponible en las próximas semanas.

El Gerente de División Estudios indica que el catastro nuevo aún no ha salido, pero se publicará justo antes del IPOM. Agrega que quizás lo preocupante es que parte de la no caída de la inversión que se observó en los últimos trimestres fue básicamente por el comportamiento del sector público. Este ha sido especialmente activo en el lado de la inversión y, por lo tanto, si hay restricciones fiscales hacia delante probablemente no haya mucho espacio para que se recupere la inversión de manera rápida.

El Presidente señala que no está claro cuál es el curso de la economía hacia delante. Existían unas muy positivas tendencias en el último trimestre del año pasado y en el primer trimestre de éste, pero parece que las líneas se están empezando a estabilizar y lo que va quedando como dinámico es el empleo básicamente y la industria, pero la industria no se sabe tampoco porque hay una observación muy buena que es la de febrero pero no se sabe qué está pasando en marzo. Hay todavía una gran incógnita respecto al curso de la economía, incluyendo las incógnitas que provienen de la economía mundial, o sea, realmente no hay una dirección clara de movimiento hacia delante.

El Consejero señor Desormeaux manifiesta que en la dirección contraria está el hecho de que el año pasado tuvimos un golpe fortísimo de nuestros vecinos, ese golpe no se está repitiendo, todo lo contrario, se está esperando una recuperación de 4,5% de la economía argentina y un crecimiento un poco más rápido también en Brasil. Probablemente no se repite la caída de Venezuela, por consiguiente, cree que ese elemento también hay que tomarlo en cuenta. Agrega que Chile tiene un shock favorable que el resto del mundo no tiene.

El Vicepresidente señor Marshall no tiene claro si se tienen datos de la economía argentina, pero lo que observa es que la economía argentina se está recuperando por el lado



BANCO CENTRAL DE CHILE

de las exportaciones, no por el lado de la demanda interna. Entonces, lo que para nosotros como país podría ser beneficioso que es traer una demanda interna de Argentina, su impresión es que por la recuperación no está teniendo lugar. A lo mejor, dice, los datos indican una cosa distinta, o sea, lo que se ha visto hacia fines del año pasado, es que de nuevo se empezó a hablar de la recuperación de Argentina, pero durante el primer trimestre de este año la demanda interna está bien plana. Es cierto que hay una mayor recuperación. Le interpreta la conclusión que saca el señor Massad, que hoy día observa más incertidumbre del curso que toma la economía que en la reunión de política pasada. Señala que en la reunión de marzo, tenía la percepción de que estábamos más en línea con el escenario central y ahora siente que hay más probabilidades que se esté en el escenario de mayor debilidad. No hay elementos como para confirmarlo, pero cree que es importante porque como viene el IPOM por delante cree que es bueno presentar el punto para indagarlo más profundamente en las próximas reuniones.

El Presidente comenta que para el IPOM se va a tener la información adicional del catastro de inversión, que va a ser un elemento importante y se va a tener las consecuencias del mejoramiento de los índices de confianza de los consumidores en Estados Unidos. También es probable que la confianza de los consumidores en Chile se recupere en el curso de abril. Todos los impactos negativos que hubo en marzo, como la guerra y los problemas internos, afectaron fuertemente la confianza y se veía que el gasto en consumo está muy vinculado a los indicadores de confianza. Si los datos de abril muestran alguna mejoría se podría tener ahí también algún efecto positivo, pero todo eso está por verse y cree que antes de mayo no se va a tener mucha claridad sobre eso.

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:

1. En la reunión de política monetaria del mes de marzo, el Consejo decidió mantener la tasa de política inalterada en 2,75%. Se consideró innecesario modificar la tasa en vista de que el escenario base analizado era en lo fundamental similar al del Informe de Política Monetaria de enero, aunque con una trayectoria más negativa para el precio del petróleo, pero sólo en el corto plazo. Se evaluó con especial atención un escenario alternativo con un precio del petróleo persistentemente más elevado.
2. Las noticias más relevantes desde la reunión anterior son las siguientes:
 - La reducción que han mostrado el precio del petróleo y el tipo de cambio desde el inicio de la guerra en Irak confirman que el aumento de la inflación de los últimos dos meses es un fenómeno esencialmente transitorio. De esta manera, la inflación ha seguido dentro de la trayectoria que se esperaba hace un mes.
 - Por el lado del sector real de la economía, los antecedentes acumulados son mixtos. Esto dificulta evaluar con precisión la fortaleza y persistencia del crecimiento y si se consolida o no la trayectoria de aceleración prevista en el último Informe de Política Monetaria como escenario base.
 - Aparte de sus repercusiones sobre el mercado secundario de depósitos y efectos de muy corta duración sobre algunas tasas de interés de mercado, el robo de instrumentos a la CORFO aparentemente no tuvo consecuencias financieras que tengan implicancias macroeconómicas serias.
3. De acuerdo con los antecedentes acumulados, y al igual que en la reunión del mes pasado, las opciones de política que aparecen como más plausibles son mantener la tasa en su nivel actual o aumentarla, posiblemente en 25 puntos base.

[Handwritten signature]



BANCO CENTRAL DE CHILE

4. Como en el mes pasado, el principal argumento para iniciar el proceso de normalización de la política monetaria es que, en el escenario central que se ha manejado desde enero, se espera que los márgenes tiendan a recuperarse, llevando la inflación por encima de 3% a fines del horizonte de proyección. Ello, no como consecuencia de noticias especialmente relevantes, sino que, principalmente, porque al pasar el tiempo, el horizonte de proyección se adentra en un futuro que no estaba considerado en los ejercicios de proyección previos. En todo caso, un aspecto básico que sustenta la descompresión de márgenes es la expectativa de una gradual aceleración del crecimiento, que permite que las brechas se mantengan durante este año y un cierre parcial de holguras de capacidad durante 2004. Las noticias a este respecto, como indican los antecedentes revisados, son mixtas.
5. En efecto, los componentes más persistentes de la demanda interna muestran en el margen signos de menor dinamismo (consumo durable y mercado inmobiliario) o bien continúan estancados (inversión en maquinaria). En contra de ello, la producción de la industria sorprendió positivamente en febrero y el mercado laboral ha continuado firme. Aunque los antecedentes sobre la economía global están especialmente contaminados por los efectos de la incertidumbre que existió antes de la guerra, en el margen la economía norteamericana se observa algo menos robusta. Por último, la situación financiera regional ha tendido a fortalecerse, si bien desde niveles muy débiles. Así, mientras algunos de estos antecedentes son coherentes con el mayor crecimiento esperado, otros ponen una nota de cautela.
6. El principal argumento para mantener la tasa en su nivel actual, posponiendo el inicio de su normalización, es precisamente que este conjunto de antecedentes mixtos no termina por validar el escenario de mayor crecimiento y ampliación de márgenes. Al respecto, es importante considerar que el PIB resto (distinto de recursos naturales) continúa creciendo en torno a 3% anual, sin entregar señales claras de aceleración. Posiblemente, una manera de caracterizar la información acumulada sea considerar que, más allá del problema de la guerra, persiste la asimetría en el balance de riesgo para el crecimiento que se explicitó en el último *Informe*.
7. Adicionalmente, como se discutió en la reunión anterior, existe un valor de opción relevante en mantener cuando, como es el caso actual, la alternativa relevante es un movimiento de tasas de interés de signo contrario a los últimos cambios. La eventual decisión de aumentar la tasa de interés en esta reunión contiene más información que la habitual, ya que indica el inicio de un ciclo de alzas, incrementando los costos de una reversión posterior. Este valor de opción es mayor cuando existe más incertidumbre, situación presente en la actualidad más allá del asunto de la guerra.
8. Respecto de otros determinantes de la inflación, diferentes de la trayectoria previsible de las holguras de capacidad, no hay novedades mayores que justifiquen, por sí mismas, una modificación en las tasas de interés. Probablemente, lo más relevante sea el efecto que tendrá la recuperación del empleo sobre los costos laborales unitarios, si el dinamismo del mercado del trabajo continúa, y la mayor rapidez con que se ha depreciado el dólar en los mercados internacionales, adelantando en el tiempo el aumento esperado de la inflación internacional.
9. Es destacable también que el escenario alternativo que se discutió con detalle en las últimas reuniones, que consideraba trayectorias para el precio del petróleo y para el tipo de cambio más elevadas que las del escenario central, ha perdido importancia. Así, la evolución que han tenido estas variables en las últimas dos semanas justifican focalizar el análisis en el escenario base. Es claro que mientras no termine el conflicto bélico se pueden materializar diversos escenarios para el precio del petróleo. Sin embargo, el desarrollo de la guerra y, más importante aún, la no materialización de escenarios más extremos, han reducido las probabilidades de un alza intensa y prolongada en el precio del crudo.



BANCO CENTRAL DE CHILE

10. Finalmente, respecto de consideraciones relativas a táctica de política monetaria, cabe mencionar que el mercado no espera una modificación de la tasa de interés. Tanto la curva forward de los últimos días como la encuesta de expectativas del Banco Central señalan la mantención como la alternativa más probable.
11. Un segundo aspecto táctico se refiere a la lectura que puede hacer el público de una acción de política luego del elevado IPC de marzo. Como se ha discutido, este número era esperado (al menos para el Banco Central) y no ha sido evaluado como un indicio relevante de presiones inflacionarias por parte de los analistas. En este sentido, un alza de tasas inmediatamente después de oficializada esta cifra no contribuye a la comprensión de la función de reacción del Banco Central, que se basa en una evaluación de la trayectoria más mediata de la inflación.
12. Por último, en esta oportunidad no existe información particularmente relevante que no sea pública.

El Presidente ofrece la palabra para comentar las opciones.

El Consejero señor De Gregorio manifiesta que las implicancias de las noticias sobre actividad e inflación que se han recibido en las últimas semanas, no cambian significativamente la percepción sobre el curso de la economía en el futuro. Sin embargo, cree que hay algunos elementos que ayudan a dilucidar la mejor opción de política monetaria para la reunión de hoy.

Desde el punto de vista de la actividad económica pareciera que se enfrentará un mejor primer trimestre al que se esperaba hace unos meses. No obstante, esto no garantiza un mayor dinamismo, por cuanto aún permanecen, y tal vez se acrecientan, algunas incertidumbres, con un particular sesgo por el lado negativo.

En primer lugar, tal como se enfatiza en la minuta de la División Estudios, el consumo y la inversión inmobiliaria han tenido un desempeño algo más lento de lo esperado, lo que pone cierta cuota de duda sobre la solidez de la recuperación. Si bien los positivos resultados en materia de creación de empleos indicarían mejores perspectivas para el consumo, el índice de confianza de los consumidores ha experimentado una evolución negativa. Esto está relacionado tanto al clima político-judicial que enfrenta el país así como a los hechos asociados al escándalo de Inverlink, y es posible esperar que estas percepciones negativas o se vayan disipando con el correr del tiempo, o no tengan un impacto importante en las decisiones económicas de los hogares. En todo caso, esta evidencia indica que hay que ser cautelosos en cuanto a suponer que el vigor de la recuperación se mantenga. En este ámbito, y dadas las dificultades que enfrenta hoy el sector público, en particular el Ministerio de Obras Públicas, cree que también hay que tener cautela en el crecimiento del sector construcción.

En segundo lugar, las noticias externas sin ser malas, también muestran signos de alerta. Hemos sido testigos, dice, cómo en el último tiempo las proyecciones de crecimiento de los Estados Unidos y Europa se han estado reduciendo. Es probable que las perspectivas de la economía norteamericana se sigan deteriorando como producto de los malos resultados corporativos observados durante el primer trimestre de este año, tal como lo confirma el último World Economic Outlook del Fondo Monetario Internacional. Sólo en Asia las perspectivas han mejorado, aunque están lejos de compensar el deterioro en el panorama del resto del mundo. Además, a pesar de los avances en la resolución y las perspectivas de un final cercano de la guerra en Irak, aún existen incertidumbres por el lado negativo.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sólo la caída del precio del petróleo puede ser considerada como un desarrollo positivo en el medio ambiente internacional. Es cierto que la situación se puede deteriorar, pero aparentemente los riesgos han disminuido de manera importante.

En materia inflacionaria, el mes pasado se observaba un panorama algo más negativo que el actual. La apreciación del peso desde niveles cercanos a los 750 a 720 pesos por dólar, así como el comportamiento del precio del petróleo, que hace un mes bordeaba los US\$ 34 por barril y hoy se ubica en torno a US\$ 25 por barril, confirman que la inflación debería devolverse en los próximos meses hacia el centro del rango meta, llegando incluso a ubicarse bajo el 3% hacia julio. Es posible que volvamos a ser sorprendidos por shocks negativos, pero de naturaleza esencialmente transitoria. En todo caso, y tal como ya se ha advertido, con el correr del tiempo nos iremos adentrando a un área donde las perspectivas inflacionarias en el horizonte relevante comiencen a desviarse por encima del centro rango meta, lo que podría requerir de una acción de política monetaria que actúe con suficiente anticipación. Sin embargo, aún no se observa ese escenario con suficiente certeza, por lo cual hay razones para mantener cierta cautela, lo cual es confirmado además por las expectativas de inflación que siguen ancladas en el centro del rango meta en nuestro horizonte de proyección.

En resumen, considerando que la evidencia sobre la evolución del nivel de actividad y las presiones inflacionarias no muestran señales de un desvío respecto de nuestro objetivo antiinflacionario, cree que hay razones de peso para sugerir la mantención de una posición de cautela en materia de tasas.

El Consejero señor Desormeaux dice que coincide con la recomendación de la División Estudios. Cree que el valor de esperar y no modificar la tasa de política monetaria hoy día, es alta, pues hay mucha incertidumbre externa, la recuperación de la demanda interna no se ha consolidado y por otro lado, las expectativas de inflación están controladas y a ello se agrega el hecho que el mercado no espera cambios en la tasa de política monetaria.

También hace mención a una preocupación que tenía hacia el final de la última reunión de política monetaria, si es que de alguna manera la credibilidad o la capacidad del Banco Central para liderar un cambio en las tasas de política, podía estar cuestionada. Cree que hoy, especialmente a raíz de todos los sucesos últimos, la credibilidad y la independencia del Banco Central no ha sufrido pese a los dramáticos sucesos que se han vivido y eso le hace pensar que hoy día el Banco Central, con bastante tranquilidad, puede esperar y no modificar la tasa de política monetaria.

La Consejera señora Ovalle señala que tal como se esperaba, el IPC de marzo llevó la inflación en doce meses a 4,5% y el IPCX se ubicó en 2,5%. A diferencia de la reunión pasada, las proyecciones de inflación de corto plazo son más favorables, ya que sólo en el mes de marzo se superaría el techo del rango y rápidamente se llegará a un incremento anual cercano al 3%.

Manifiesta que comparte lo planteado por la División Estudios en cuanto a que los antecedentes acumulados por el lado del sector real de la economía, desde la última reunión, son mixtos, lo que no permite validar un escenario más definitivo de mayor crecimiento y ampliación de márgenes. Destaca que por el lado de la demanda interna, el consumo habitual y la formación bruta de capital no muestran signos de dinamismo, lo que indica que la demanda aún no está en una franca recuperación, lo que apoyaría un crecimiento más acelerado de la actividad. Además, si se observa el PIB resto, éste continúa creciendo en torno a 3% anual, lo que confirma que aún no hay señales claras de aceleración. En síntesis, en el plano interno, existe una incipiente reactivación que aún no se consolida pese a que las condiciones financieras de la economía continúan favorables, la proyección del precio promedio del petróleo se ha modificado a la baja y el tipo de cambio pareciera estabilizarse en su nivel actual.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Desde el punto de vista inflacionario, no se observan presiones de carácter permanente sobre la inflación que requieran de una acción de política monetaria. La inflación subyacente se mantiene en la parte media del rango y las expectativas de mercado permanecen ancladas al igual que la inflación de mediano plazo.

A pesar del carácter claramente expansivo de la tasa de política monetaria actual, cree que la decisión más adecuada, en esta ocasión, es mantener la tasa, porque las presiones inflacionarias actuales provienen de factores de costo de carácter transitorio que según las proyecciones se revertirán en poco tiempo, y segundo, porque un movimiento de tasas podría afectar el desempeño de la demanda especialmente, considerando las últimas encuestas que muestran menor confianza de las personas en la situación económica del país, como consecuencia de los últimos acontecimientos.

El Vicepresidente señor Marshall está de acuerdo en mantener la tasa de política monetaria y dice compartir todos los conceptos que han manifestado los demás Consejeros.

El Presidente señor Massad también está por mantener la tasa. Comparte el análisis que ha hecho la División Estudios y lo que han dicho los demás Consejeros.

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

46-01-030408 – 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, por unanimidad, mantener la tasa de interés de política monetaria en 2,75% anual.

Los acontecimientos de las últimas semanas, en especial la reducción del precio del petróleo y de sus derivados, sugieren que el aumento de la inflación de los últimos meses constituye un fenómeno esencialmente transitorio. En la medida que este panorama de menores precios del crudo se mantenga, es previsible que la inflación retorne al interior del rango meta en el corto plazo. Las presiones subyacentes de precios continúan dentro de los márgenes previstos, mientras que las perspectivas inflacionarias en el horizonte de proyección se mantienen en línea con el centro del rango meta.

Los antecedentes respecto del sector real siguen siendo mixtos. En el ámbito externo, más allá de la incertidumbre asociada a la guerra en Irak, existen dudas respecto del ritmo de recuperación de la economía mundial.

En el ámbito interno, el producto y el empleo mantienen la perspectiva de un mayor crecimiento, aunque algunos indicadores de demanda interna muestran un dinamismo más moderado en el margen.

[Handwritten signature]



BANCO CENTRAL DE CHILE

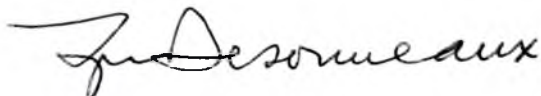
El Banco Central reitera que continuará usando sus políticas con flexibilidad, de manera de confrontar las desviaciones que se proyecten, en cualquier dirección, respecto de la trayectoria esperada de la inflación en relación con la meta establecida.”

El Consejo aprueba el texto del comunicado.

Se levanta la Sesión a las 17,50 horas.

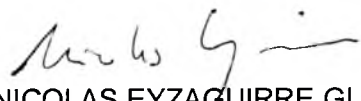

JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente


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)



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION N° 47
DE POLITICA MONETARIA
Celebrada el 8 de mayo de 2003

En Santiago de Chile, a 8 de mayo de 2003, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Vittorio Corbo Lioi 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 la Ministra de Hacienda Subrogante, señora María Eugenia Wagner Brizzi.

Asisten también los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Angel Nacur Gazali;
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° 46, celebrada el 8 de abril de 2003.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo el Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 46, celebrada el 8 de abril de 2003, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

II. Resolución sobre Minutas correspondientes a las Sesiones N°s 45 y 46, celebradas el 13 de marzo y 8 de abril de 2003, respectivamente.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo las Minutas correspondientes a las Sesiones N°s 45 y 46, celebradas el 13 de marzo y 8 de abril de 2003, respectivamente, las que se aprueban sin observaciones.

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

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de noviembre de 2003, para el día 13 de ese mes.



IV. Exposición.

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

SÍNTESIS DEL MES

Más allá de las pronunciadas fluctuaciones que ha tenido la inflación durante los últimos meses, las tendencias inflacionarias se mantienen aproximadamente en línea con lo esperado en el último *Informe de Política Monetaria*, incluyendo una paulatina convergencia de la inflación, total y subyacente, al centro del rango meta en el horizonte habitual de proyección. Asimismo, la trayectoria de aceleración gradual en el crecimiento del PIB continúa y se espera una disminución progresiva de las brechas de capacidad, especialmente en el curso del próximo año y el siguiente. Aunque en la actualidad persisten riesgos relevantes que podrían significar que la marcha de la economía difiera de la prevista, en particular por la trayectoria que tome el crecimiento mundial, los riesgos de un incremento sustancial y sostenido en el precio del petróleo, que ha vuelto a ubicarse por debajo de US\$25 por barril, se han disipado.

La inflación ha venido mostrando vaivenes pronunciados desde fines del año pasado, causados por las variaciones de los precios internos de los combustibles, del tipo de cambio y de algunas tarifas reguladas. Así, mientras hacia fines del tercer trimestre de 2002 la tasa de inflación anual permanecía cerca del límite inferior del rango meta, en marzo pasado superó el límite superior. En abril, luego de la normalización prevista del precio del petróleo y sus derivados y la disminución del tipo de cambio, la variación anual de los precios volvió a ubicarse en el rango meta, esperándose disminuciones adicionales en los próximos meses. Los componentes persistentes de la inflación han mantenido una trayectoria más estable. Luego de declinar desde 3,0% a 1,7% en el curso del año 2002 y hasta enero de este año, la inflación subyacente, excluyendo además tarifas reguladas, ha aumentado hasta llegar a 2,6% en abril.

En el escenario más probable considerado en este *Informe*, la gradual normalización de los márgenes de comercialización, comprimidos en los años 2001 y 2002, se reflejará en un moderado aumento de la inflación subyacente en la economía, excluyendo los vaivenes de las tarifas reguladas. A su vez, se espera que incidan algunas presiones de costos en el horizonte de proyección, que han estado ausentes en los últimos años. Específicamente, se prevé que tanto el aumento de los costos laborales unitarios como la inflación externa en dólares serán más elevados durante los próximos trimestres que lo observado en los dos últimos años. Con esto, y como anticipaba el *Informe* de enero, se estima que la inflación subyacente, excluyendo tarifas reguladas, presentará un incremento gradual hasta cifras cercanas a 3% durante el año 2004, en la medida que las condiciones de los mercados de bienes y factores permitan la mencionada descompresión de márgenes y generen menores holguras en el mercado laboral.

En este panorama de mediano plazo para la inflación serán decisivos el desempeño de la economía global y el dinamismo con que continúe la demanda interna, a partir de la evolución del consumo y de la inversión. Es importante destacar que en esto, así como en la trayectoria que efectivamente tome la actividad en Chile, los sectores no vinculados a recursos naturales juegan un rol clave. En efecto, el resto de los sectores, en particular la minería, han presentado una alta volatilidad en los trimestres recientes, movimientos que no necesariamente se vinculan con cambios en las perspectivas inflacionarias de la economía.

En el entorno internacional, el fin del conflicto en Irak despejó algunas incertidumbres, lo que se ha reflejado principalmente en la normalización del precio del petróleo. No obstante, los indicadores reales de actividad y gasto en Estados Unidos han tendido a deteriorarse a partir de noviembre pasado y aún no muestran señales claras de recuperación. Esto último está en parte asociado al efecto directo de las turbulencias recientes, verificándose de forma más marcada en los fuertes movimientos que han tenido los indicadores de expectativas. Sin embargo, también existen, otros factores que denotan una debilidad mayor de la economía de



Estados Unidos, como la débil creación de empleo de los últimos meses, el abultado déficit de cuenta corriente y los bajos niveles de capacidad utilizada que exhibe el sector industrial. En los mercados financieros internacionales, una parte del mercado tiene expectativas de nuevos relajamientos monetarios por parte de la Reserva Federal, aunque la mayoría también espera el inicio de un ciclo de alzas de tasas hacia fines de este año. En Europa, en tanto, la debilidad del crecimiento junto con perspectivas inflacionarias bastante acotadas, llevan a esperar reducciones adicionales de la tasa de interés por parte del Banco Central Europeo. Asimismo, en Japón persiste un escenario de bajo crecimiento con presiones deflacionarias. De esta forma, el conjunto de noticias provenientes de las economías más desarrolladas muestra un deterioro leve con respecto de lo que se esperaba antes de la guerra. Se mantiene, en todo caso, la expectativa de que los socios comerciales crezcan en el año 2003 más que en 2002.

Probablemente es en los mercados emergentes donde se han dado las novedades más significativas del escenario externo. En América Latina, Brasil y Argentina han logrado grados mayores de estabilidad macroeconómica. Destaca la fuerte apreciación del real brasileño en los meses recientes, junto con la caída sustancial del *spread* soberano y avances institucionales relevantes. En Argentina, las cifras de crecimiento económico también son superiores a las que se esperaban hace un tiempo, y el peso ha tenido una apreciación importante. Por su parte, los mercados financieros internacionales han reducido, en general, su aversión al riesgo, lo que se ha reflejado no solo en los precios de los activos en los mercados desarrollados sino también en caídas importantes de los niveles de riesgo soberano y en perspectivas financieras más favorables para las economías emergentes y otros activos de clases consideradas de mayor riesgo.

De todas formas, la paridad del dólar, particularmente frente al euro, ha persistido en niveles algo más débiles, lo que incrementa la inflación externa en dólares prevista para este año, pero con menores presiones hacia 2004. De esta manera, se detiene y revierte parcialmente el proceso de caída de precios externos en dólares que se prolongó durante 2001 y 2002. Por un lado, ello hace desaparecer un factor mitigador de presiones de costos importadas y, por otro, refleja un mejoramiento de la trayectoria de precios externos que enfrentan las exportaciones chilenas, luego de varios años de deprimidos niveles.

Además, se espera que el precio del cobre, tras sufrir fluctuaciones importantes relacionadas con la guerra de Irak, tienda a afianzarse, alcanzando promedios de US\$0,76 y US\$0,82 este año y el próximo. Asimismo, se espera que, en promedio, el precio del petróleo baje desde un rango US\$25-US\$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 2003 y 2004, luego de incrementarse en 1,3% durante el año pasado.

En el ámbito interno, la política monetaria continúa impulsando la actividad y el gasto. Esto se aprecia en los actuales niveles de las tasas de interés de mercado y en que las colocaciones, pese a presentar una cierta desaceleración durante los meses de verano, han tendido a retomar mayores tasas de crecimiento anual. Cabe mencionar, además, que los problemas financieros asociados al caso Corfo/Inverlink no entorpecieron la transmisión monetaria, reflejándose principalmente en un incremento transitorio de los saldos mantenidos en cuentas corrientes del sector privado. Por el momento, no se aprecian consecuencias macroeconómicas directas de relevancia de este episodio.

Las tasas de interés de largo plazo han continuado bajas, aunque con una cierta tendencia al alza, en línea con los antecedentes de actividad del primer trimestre y las reducidas expectativas de inflación en el corto plazo. Por su parte, el tipo de cambio nominal ha reflejado durante este año las turbulencias de los mercados financieros internacionales, en particular la creciente incertidumbre previa al corto conflicto del Medio Oriente y su impacto en el precio del petróleo. Luego de haber sobrepasado los \$760 por dólar, en días recientes el tipo de cambio nominal cayó a cerca de \$700 por dólar, marginalmente por debajo de su nivel de enero. El tipo de cambio nominal multilateral (TCM), por su parte, ha mostrado los vaivenes del tipo de cambio nominal, aunque amortiguados por los movimientos en las paridades. En abril, el TCM



se ubicó 1,6% por encima de su valor promedio de enero.

La información más reciente indica que, en términos generales, continúa el repunte del gasto interno que se apreció en el curso del año pasado y principios de éste, aunque con un incipiente mayor protagonismo de componentes distintos del consumo privado. El mercado inmobiliario sigue activo, observándose un repunte en las ventas de viviendas nuevas y una recuperación relevante de los permisos de edificación habitacionales. Se aprecia un proceso de mayor acumulación de existencias y cierto mayor empuje por el lado de la formación bruta de capital. En su conjunto, los indicadores económicos siguen reflejando un proceso gradual de aumento en el crecimiento desde niveles modestos, con la natural heterogeneidad de la información que se acumula mensualmente, especialmente en momentos de alta volatilidad. La producción total, en todo caso, muestra en los meses recientes una clara tendencia de aceleración, la que se explica sólo parcialmente por la evolución de la actividad minera.

Aunque las compras de bienes de consumo y las expectativas de los hogares mostraron cierta debilidad recientemente, por ahora ello parece ser un fenómeno esencialmente puntual, que no justifica modificar el panorama esperado de gradual aceleración del gasto en consumo previsto para este año. En primer lugar, se espera que los indicadores de la confianza de los consumidores continúen recuperándose junto con la caída del precio de los combustibles y de la locomoción colectiva. En segundo lugar, las ventas de bienes durables se mantienen altas, pudiendo explicarse el menor dinamismo en el margen por el fin de un ajuste de *stocks*, proceso que por su naturaleza fue básicamente transitorio. En tercer lugar, la ocupación mantiene un crecimiento sostenido, en particular en el sector privado, y las colocaciones de consumo siguen expandiéndose a tasas significativas. Con todo, los antecedentes relacionados con la evolución del consumo durante el segundo y tercer trimestre de este año serán elementos claves a la hora de determinar la velocidad efectiva a la cual se cerrarán las holguras de capacidad. En este sentido, un continuado contexto de moderación en los incrementos salariales permitirá mantener expectativas de positiva creación de empleo, lo que a su vez tiene gran relevancia para el afianzamiento de las expectativas de los consumidores.

Por el lado de la inversión, las holguras de capacidad existentes en diversos sectores dificultan por el momento un repunte vigoroso de la formación bruta de capital fijo a nivel agregado. De hecho, las importaciones y ventas internas de bienes de capital, que se asocian a inversión en maquinaria y equipos, muestran una tendencia débil de crecimiento. El mercado inmobiliario, por su lado, que mostró gran vigor en los últimos cuatro trimestres, presenta en el margen un menor dinamismo, pero con niveles de ventas de viviendas nuevas aún elevados. Siguiendo esta dinámica de las ventas, los permisos de edificación han crecido en los meses recientes. Hacia adelante, la parcial recuperación de la rentabilidad corporativa hace esperar un dinamismo mayor en la acumulación de capital, especialmente de los sectores exportador y de sustitución de importaciones, en que la recuperación de los indicadores de rentabilidad es más notoria. Todo esto, junto con una trayectoria de la inversión pública que no se desvíe sustantivamente de lo previsto, permitirá incrementar levemente la tasa de inversión fija, sobre todo durante el año próximo. Por su parte, las existencias se aprecian más dinámicas, probablemente por un proceso de reacumulación luego del repunte que experimentó el consumo durante la segunda mitad del año pasado y que parten desde niveles más bien reducidos.

La situación de las cuentas fiscales sigue siendo sólida, con bajos niveles de deuda pública, lo que permite esperar un moderado impulso a la demanda agregada este año. Los reducidos niveles de *spread* financiero externo facilitan la mantención de bajas tasas de interés reales de largo plazo, con lo que las condiciones financieras internas continúan apoyando una recuperación del gasto y de la actividad, situación que debiera sostenerse en el tiempo. En la medida que la actividad y el gasto privado continúen en una senda de aceleración gradual, es también probable que las finanzas públicas actuarán de manera algo menos estimulativa que en los años recientes, fenómeno coherente con la regla de superávit estructural. Por otra parte, la política fiscal enfrenta importantes desafíos por la pérdida de ingresos estructurales causada por el impacto fiscal de la firma de los tratados de libre comercio con diversas economías.



Por el lado externo, en tanto, las exportaciones mantienen un moderado crecimiento en sus volúmenes. Las de cobre se han recuperado luego de los fuertes recortes de producción del año pasado, lo que hace anticipar un perfil anual de crecimiento de las exportaciones bastante disparejo en el presente año. Se espera que el resto de los componentes de las exportaciones tenga una trayectoria más estable, apoyada por el actual nivel de tipo de cambio y la recuperación de los precios externos, coherentes con un incremento de la rentabilidad de este sector. En su conjunto, se espera que los volúmenes exportados de bienes se incrementen entre 4,0% y 5,0% durante este año en el escenario central de proyección. Estas cifras serían aún mayores en 2004 gracias al mayor crecimiento de los socios comerciales.

En suma, aunque se puede apreciar que el conjunto de elementos relativos a los indicadores parciales de gasto y actividad es bastante variado, ello puede reflejar la heterogeneidad propia de una economía que está tomando un mayor dinamismo, de forma gradual y por etapas, y no pareja a través de todos los agentes y sectores. Por ahora, los antecedentes indican que la probabilidad de una desaceleración más generalizada de la actividad, que disminuya de forma significativa las presiones inflacionarias subyacentes en el horizonte de proyección, es baja.

Hacia adelante se espera que, en el escenario más probable, la actividad económica mundial —y de Estados Unidos en particular— aumente gradualmente, acercándose a las tasas de crecimiento de tendencia hacia fines del próximo año. Junto a ello la recuperación de los términos de intercambio apoyará un crecimiento del ingreso nacional superior al de años recientes. Los avances hacia mayores grados de estabilidad financiera en países vecinos permitirán también disminuir las incertidumbres locales, apoyando eventuales aumentos de los flujos de capital y una recuperación del comercio con la región. Este conjunto de antecedentes, además de las condiciones monetarias expansivas de la actualidad, llevará el crecimiento económico este año hasta cifras de entre 3% y 4%, rango equivalente al previsto en enero pasado, aunque el impulso que tendrá la economía puede ser levemente menor que el esperado en el último *Informe*, debido a la evolución probable del entorno global. Con ello, las holguras en el uso de capacidad no sufrirán modificaciones de importancia en el período. Con los antecedentes disponibles hasta el momento, que incluyen un panorama de crecimiento potencial de entre 3,5% y 4% por año durante este año y el próximo, se espera un crecimiento de la actividad mayor que 4% para 2004, con lo que las brechas de capacidad disminuirían en cerca de 1% del PIB. En el escenario central este cierre de las brechas de capacidad —que es el factor pertinente para determinar presiones inflacionarias, más que una tasa de crecimiento particular— será progresivamente más acentuado. La demanda interna, en tanto, presentará una expansión promedio anual de entre medio y un punto por sobre el crecimiento de la actividad en 2003 y 2004. Con ello, el déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos se mantendrá cerca de 1% del PIB.

La continuidad del escenario de crecimiento más probable para este año y el próximo respecto de lo considerado en enero pasado también se verifica en las proyecciones de los analistas. En efecto, la última encuesta de expectativas del Banco Central señala una mediana de proyecciones para 2003 de 3,4%, cifra que se compara con 3,1% en enero pasado, mientras que para 2004 las proyecciones se han mantenido algo por sobre 4%. Una situación similar se verifica en la media de proyecciones informada por *Consensus Forecasts*.

La principal implicancia de esta trayectoria de expansión de la actividad económica para el análisis de política monetaria es la perspectiva de una gradual descompresión de los márgenes de comercialización. Aunque posiblemente la economía puede en la actualidad acomodar márgenes más comprimidos que en el pasado en forma más persistente, debido a las ganancias de eficiencia y a la mayor competencia en el sector comercio, es previsible que ocurra una descompresión parcial de ellos, en la medida que mejoren las condiciones de demanda agregada.



Adicionalmente, en el panorama de aumento de presiones subyacentes de inflación, también influye la perspectiva de que reaparezcan mayores costos, tanto laborales como importados medidos en dólares. Estos mayores costos teóricamente comprimirían los márgenes, de no mediar una trayectoria inflacionaria congruente. Por un lado, aunque todavía los salarios nominales crecen a tasas reducidas, en torno a 4% anual, el incremento reciente del empleo ha llevado aparejado un menor dinamismo de la productividad, tendencia que se espera predomine en el primer semestre de este año. A ello se añade el mejor comportamiento esperado de la tasa de desocupación, que probablemente influirá sobre los reajustes salariales, más allá del efecto de las cláusulas de indexación. En todo caso, la influencia de ambos mecanismos dependerá crucialmente de la fortaleza que tome la trayectoria de aceleración de la actividad, y de que se consoliden las perspectivas positivas del mercado laboral. Por otro lado, se espera una mayor inflación externa, pues la depreciación del dólar en los mercados internacionales ocurrió de forma más rápida que lo anticipado. Este fenómeno se vería solo parcialmente compensado por perspectivas de una apreciación real del peso, respecto de los niveles observados recientemente, en línea con los diferenciales de tasas reales de largo plazo externas e internas. En todo caso, dado el régimen de flotación, es difícil anticipar con certeza la trayectoria efectiva del tipo de cambio.

Así, luego de mantenerse en torno a 2,5% en el segundo y tercer trimestre de este año, se espera que la inflación subyacente del IPCX tienda gradualmente a acelerarse, hasta tasas marginalmente sobre 3% hacia fines del horizonte de proyección, que en esta ocasión abarca hasta el primer trimestre del año 2005. Más específicamente, se espera que a fines de este año la inflación del IPCX alcance a 2,8%, llegando a 3,2% a fines de 2004 y a 3,3% el primer trimestre de 2005. La inflación subyacente promedio alcanzará 2,7% en los próximos doce meses y 2,9% en los siguientes doce.

Por su parte, la fuerte caída reciente del precio de los combustibles en el mercado interno, junto con las expectativas de un escenario estacional normal para los precios de los productos perecibles, permiten anticipar que la inflación anual del IPC transitará rápidamente desde el techo hasta cerca del piso del rango meta a fines de este año, pudiendo incluso ubicarse puntualmente por debajo de 2% durante algunos meses del cuarto trimestre de 2003 o del primer trimestre de 2004. Esta evolución es el resultado natural de los vaivenes de los componentes más volátiles de la inflación, como los precios del petróleo y de los productos perecibles. En la medida que en el año 2003 el precio internacional del crudo se acerque a US\$23 por barril, la inflación anual del IPC convergerá a la inflación anual del IPCX, lo que lleva a esperar una variación anual del IPC de 3,2% para el primer trimestre del año 2005. Para fines de 2003 la inflación se ubicaría en 2,5%, mientras que para fines de 2004 se prevé una inflación del IPC también de 3,2%. La inflación promedio de los próximos doce meses alcanzará 2,5%, cifra que aumenta a 2,8% durante los siguientes doce.

Estas cifras se comparan con proyecciones de analistas de mercado que fluctúan en torno a 3% para los siguientes 24 meses. La inflación implícita en los diferenciales de tasas de interés (incluyendo un premio por riesgo) se ubica en la actualidad en 2,5% para un plazo de 24 meses, y una cifra similar para el plazo de cinco años.

El cierre gradual de las brechas de capacidad, la descompresión de márgenes y la evolución de algunos factores de costo siguen siendo los elementos centrales detrás de estas proyecciones de inflación, aspecto que, como siempre, está sujeto a riesgos. En la actualidad, una parte de estos riesgos se ha mitigado con respecto a lo previsto en el último *Informe*, principalmente la trayectoria del precio del petróleo, la incertidumbre geopolítica y las condiciones financieras de los países vecinos. Los riesgos de escenarios bélicos extremos, por una propagación de la guerra o por la interrupción del suministro de crudo a nivel mundial, se disiparon rápidamente. Ello indudablemente redujo la incertidumbre con relación a la marcha de la economía chilena. De la misma forma, la mayor fortaleza política y financiera regional ha acotado la posibilidad de escenarios de alta inestabilidad, como los vividos durante los años 2001 y 2002.



En el entorno internacional, sin embargo, persisten las dudas acerca del ritmo de crecimiento que tomará la economía estadounidense hacia fines de este año y durante el próximo. Existen aspectos como el aún abultado endeudamiento de los hogares, los significativos déficit en cuenta corriente y la posibilidad de una caída abrupta del precio de los activos inmobiliarios que pueden hacer peligrar la recuperación de la actividad. La situación de debilidad en la zona euro y Japón, en tanto, también refuerza los riesgos de que no se materialice una recuperación más sostenida de la economía mundial. También está latente el efecto económico que pueda tener el *Síndrome Respiratorio Agudo Grave* (SARS), cuyo impacto hasta el momento está acotado a los países asiáticos. De otra parte, el escenario base también podría mostrar una desviación positiva respecto de los flujos de capitales de corto plazo, pues el aumento del apetito por riesgo de los inversionistas internacionales junto con la posición líquida que mantienen, podría traducirse en mayores flujos de corto plazo a economías emergentes. Un escenario de mayores flujos de capitales podría sostener un mayor gasto interno y un mayor déficit de cuenta corriente.

En el ámbito interno, aunque con menor incertidumbre que en enero, persisten dudas respecto del vigor del repunte de la actividad y del gasto. En todo caso, el que la mayoría de los indicadores internos haya mostrado una trayectoria al alza en los últimos meses, a pesar de la mayor incertidumbre externa y el menguado dinamismo del mundo desarrollado, es síntoma de que el proceso de aceleración no es tan frágil.

Además del efecto sobre la trayectoria probable de la inflación que podrían tener los riesgos mencionados, existe incertidumbre respecto del curso que pueda tomar 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. Relacionada a esto está la posibilidad de que la compresión de los márgenes de comercialización observada hasta ahora sea más duradera, gracias a —por ejemplo— cambios estructurales en el comercio, y/o que las holguras de actividad que se consideran en el análisis sean en realidad diferente.

En la ponderación de estos antecedentes, el Consejo estima que los escenarios alternativos no reflejan un sesgo particular para el crecimiento ni para la inflación. A diferencia de lo considerado en enero pasado, existe por lo tanto un balance de riesgos neutral, tanto para la actividad como para la inflación.

En los próximos meses, el Banco Central pondrá especial atención en la persistencia de las tendencias de crecimiento de la actividad y el gasto, el desarrollo de la economía mundial, en particular en Estados Unidos, y en el comportamiento de las presiones de precios más subyacentes, incluyendo la evolución de los costos y componentes específicos de la inflación efectiva. En todo caso, de verificarse el escenario más probable que se ha delineado en este *Informe*, que incluye una proyección de inflación promedio algo menor que 3%, pero la expectativa de que ésta se ubique marginalmente por encima del 3% a fines del horizonte de proyección, es previsible que en el futuro se reduzca parte del marcado impulso que mantiene la política monetaria. Como es sabido, en el esquema actual de política el foco principal del análisis del Banco Central es el comportamiento de la inflación en un horizonte de 24 meses. El paso del tiempo, sin embargo, hace que el horizonte de proyección se adentre en un futuro que no estaba plenamente considerado en los ejercicios de evaluación previos, y donde lo más probable es que la actividad se acerque a la plena utilización de los recursos productivos. Esto naturalmente hace que, en ausencia de *shocks*, la política monetaria tienda paulatinamente a normalizarse, moviéndose hacia un manejo más neutral. Esta evaluación es coherente con la actual estructura de tasas de interés de mercado. Con todo, y como es habitual, 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. En este sentido, escenarios diferentes al escenario central, que solo se develarán con el transcurso del tiempo, tienen asociadas distintas evoluciones para la política monetaria.



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

El Vicepresidente señor Marshall manifiesta que ésta es la primera reunión, en que, luego de un tiempo apreciable, no se señala a la variación de los inventarios como fundamento de lo que ocurre con la actividad. Por el contrario, lo que se observa es un crecimiento de la demanda y de la actividad, fundado en componentes más sólidos, en el sentido cualitativo de esta palabra. Dichos componentes corresponden a aumentos en el empleo y en el ingreso de los hogares, los que inducen a conductas más permanentes en las personas y llevan a tener una mayor confianza en el proceso de recuperación de la actividad. Así, la información que se tiene del comportamiento de la Bolsa, refleja una visión con perspectivas positivas a nivel de las empresas.

Por otra parte, inversionistas extranjeros han vendido a empresarios nacionales empresas con importantes activos, como una central hidroeléctrica, una empresa de distribución eléctrica y otra de seguros, y no obstante la apreciación que hace cada una de las partes, se ha considerado que los precios de estas transacciones han sido razonables, o sea, no se trata de precios de liquidación.

Lo anterior lo lleva a pensar que, en términos cualitativos, las cifras que se están observando hacen que exista más confianza, y reflejan una visión positiva para el mediano plazo.

Por otro lado, cree el señor Marshall que la otra característica de la recuperación que se está observando es que ella es moderada y piensa que hay que transmitir ese diagnóstico, en el sentido de que estamos en presencia de un proceso que tiene fundamento, que es sólido, pero que no se trata de recuperación acelerada. Le preocupa la palabra "aceleración", porque da la impresión de que se puede llegar rápidamente a cifras de crecimiento de 5,5%, 6%, etc.

El último indicador que desea hacer notar es el siguiente: si se toman las expectativas de crecimiento de la encuesta mensual que el Banco Central hace, ya existen cuatro meses en los cuales las expectativas de mediano plazo están al alza. En estos momentos, la expectativa de crecimiento para el año 2005 de la encuesta, es un 5%. No existía una apreciación como esa para el mediano plazo desde hace un par de años, en cuanto a que esta economía podía volver a crecer a un 5% aun cuando sea en dos años más, pero eso muestra una percepción de la solidez de la recuperación.

En síntesis, el señor Marshall destaca como elementos de la actual coyuntura, la recuperación con componentes sólidos de la demanda y que ella es más bien moderada. No tiene observaciones adicionales al tema de la inflación, si bien cree que el diagnóstico que ha presentado la División Estudios hay que enfatizarlo también porque ha existido algún grado de intranquilidad respecto del panorama inflacionario. Cree que es importante que el Banco manifieste mucha confianza en eso, porque hay muchos analistas que, sobre la base de cifras parciales - ya sea de corto plazo o la inflación subyacente de un mes -, han estado alimentando dudas sobre la solidez de las proyecciones de inflación, por lo tanto, considera que también el mensaje tiene que ser muy fuerte en términos de confianza en las perspectivas de la inflación.

Sobre esto último, el Gerente General, don Camilo Carrasco, consulta si el tema de la inflación de corto plazo, que se consideró una sorpresa porque aparentemente fue excesiva el alza del IPCX en el mes de abril, está concentrado en algún sector y si se observa en los próximos dos o tres meses alguna posibilidad de revertir esa sorpresa.

Contesta el Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, diciendo que, en primer lugar, hay que considerar el precio del pan que efectivamente tenía un remanente de incremento que no se había materializado, pero por su importancia, no



es un tema que simplemente se pueda descartar y decir "fue un aspecto puntual y no se va a reflejar en otro tipo de cosas". En segundo lugar, el precio del vestuario, que tenía una tendencia de caída por varios años, motivada en proveedores más baratos o menores márgenes, mostró también un aumento en este mes, que nuevamente puede ser algo puntual, pero dada la característica del vestuario, de las caídas de precios que se veían en años anteriores, puede ser que ya se esté produciendo una descompresión de los márgenes. Agrega que también se vio un incremento en los pasajes de avión, que puede ser indicativo de un mayor traspaso de la depreciación del peso que se ha acumulado en los últimos años, pero de todas formas, se estima que algo de esto puede ser transitorio, por lo que se castiga parte de este incremento.

El Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés, hace dos acotaciones al respecto. La primera, es que las proyecciones incluyen esta sorpresa de inflación considerando que tiene algún componente transitorio, por lo que su efecto en la inflación se revierte en cierta proporción. Desea llamar la atención de que la inflación IPCX1 llega, en 24 meses, más arriba de 3%, en torno a 3,5%, por lo que es el componente de la inflación más dinámico a fines del horizonte. Relacionado con esto, destaca que cuando se produce una sorpresa inflacionaria también se descomprimen márgenes, lo que alivia en algo la situación de mayor inflación. En otras palabras, parte de las razones que están detrás de la aceleración esperada de la inflación es por descompresión de márgenes. En el extremo, si se produce toda la descompresión de una vez, no queda más fuerza para seguir aumentando la inflación, por lo tanto, la situación observada tampoco podría catalogarse de muy grave. Además de lo que pase con los márgenes, es importante monitorear lo que sucede con las holguras de capacidad para ver si se acelera más o no la inflación.

El segundo tema es que esta perspectiva de menor inflación de más corto plazo ha sido criticada en el pasado, por ejemplo, en enero. Dice que no es posible saber si estas críticas son correctas, pero que es interesante hacer notar que las expectativas a 12 y 24 meses que mide la encuesta han permanecido estables en 3%, pero que las expectativas a un plazo más corto se han movido al alza en el pasado, incluso llegando a 3,4% en un momento. Es notable en este sentido que aún los analistas menos optimistas para la inflación de corto plazo tienen expectativas bien focalizadas en 3% a dos años plazo. Por lo tanto, lo que en realidad se discute es la evolución de corto plazo de la UF, no de presiones inflacionarias a mediano plazo. El otro antecedente es que la encuesta de mesa de dinero que hace la División de Política Financiera todos los días, que describe lo que los operadores de mesa creen va a ser la inflación, es más coherente con el escenario que tiene el Banco que con este escenario de mayor inflación que tienen algunos analistas. Obviamente, dice, esta proyección de corto plazo es un foco de tensión que afecta la credibilidad de las proyecciones.

El Presidente cree que si se observa la evolución de la actividad, es efectivo que en la parte interna hay una solidez y especialmente en lo del mercado laboral – se refiere a la creación de empleo y la baja fuerte en la tasa de desempleo corregida por estacionalidad – lo que hace que la gente tenga más confianza; se está viendo también un aumento en los créditos de consumo que está relacionado con lo mismo. Estima entonces que la parte interna se venía recuperando desde el tercer trimestre del año pasado, pero hoy día se observa mucho más incertidumbre en la parte externa con respecto a la actividad en los países grandes: Europa está estancada y la gran duda es si Estados Unidos se va a recuperar en el tercer o cuarto trimestre, lo cual tiene a la Reserva Federal preocupada por una posible deflación, en tanto que la tasa de inflación que proyectan ellos está en 0,9% en doce meses, que es el deflactor del consumo. Por otro lado, Asia tiene sus propios problemas aparte de la enfermedad respiratoria atípica; está Japón que no se reactiva; existen problemas en Corea; por consiguiente, adhiriendo a la opinión del señor Marshall agregaría que, en lo personal, su razón para estar preocupado de los meses que siguen y no ser muy optimista por ahora respecto de la actividad es por la existencia de un componente importante relacionado con el comportamiento de la economía externa. Muy favorables son Brasil y Argentina, pero son demasiado pequeños para nosotros en un escenario con una economía tan abierta como la nuestra. Dice que hay razones para tener un optimismo moderado. Si la economía



internacional se estuviera recuperando, cree que nos encontraríamos en otro escenario, o sea, si Estados Unidos ya estuviera reactivándose, nuestra preocupación radicaría en que estaríamos tomando mucha fuerza, pero eso no lo ve dentro de los próximos cuatro o cinco meses. Por eso, apoya la idea de que el mensaje del Consejo debiera ser de un moderado optimismo, en orden a que las cosas han ido mejorando internamente pero la economía externa se ha deteriorado en el margen que está reflejado en el Informe, termina diciendo el señor Corbo.

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:

1. En la reunión de política monetaria de abril, el Consejo decidió mantener la tasa de política inalterada en 2,75%. Se evaluó y concluyó que el escenario más probable para la inflación era similar al descrito en el Informe de Política Monetaria de enero, con cambios relevantes sólo en el perfil trimestral de la inflación, producto de las variaciones que han sufrido el precio del petróleo y el tipo de cambio. Aunque se observó que en el escenario más probable habría que aumentar la TPM en los próximos trimestres, era aún prematuro iniciar ese proceso.
2. Las noticias más relevantes desde la reunión anterior son las siguientes:
 - Las cifras de inflación de abril fueron mayores que las esperadas hace un mes. De hecho, la inflación IPCX1 estuvo aproximadamente tres décimas por encima de lo previsto.
 - Se ha acentuado la reducción del precio del petróleo y del tipo de cambio desde sus máximos observados a comienzos de marzo pasado.
 - Mientras las economías de los países desarrollados, en particular la de Estados Unidos han mostrado señales negativas respecto de lo esperado, la situación financiera regional continúa fortaleciéndose.
 - En el sector real de la economía doméstica se han acumulado varios indicadores que muestran que la trayectoria de gradual aceleración prevista para el crecimiento se va afianzando. Esto es especialmente valioso si se considera que las economías del mundo desarrollado pasan por momentos menos dinámicos. Los indicadores, en todo caso, tampoco apuntan a que la fortaleza de la economía vaya más allá de la aceleración coherente con el rango de crecimiento de 3%-4% durante este año.
3. Las proyecciones de inflación preparadas para el Informe de Política Monetaria muestran que, en el escenario central, la inflación converge a cifras algo por sobre 3% a fines del horizonte de proyección. En todo caso, en el corto plazo se esperan fuertes vaivenes en el IPC, panorama que se replica en menor medida en el caso del IPCX. Específicamente, se proyecta que la inflación estará cerca de 2% en doce meses y 3,2% en veinticuatro meses. En promedio, la inflación llegará a 2,5% en los próximos doce meses y a 2,8% en los siguientes doce. El IPCX tendrá movimientos menos pronunciados, llegando a 3,3% el primer trimestre de 2005 y promediando 2,8% en los próximos veinticuatro meses. En este escenario se proyecta un cierre parcial de las brechas de capacidad, lo que se logra con un crecimiento de la actividad de 3,3% este año y en torno a 4,5% el próximo. Cabe mencionar también que se ha considerado que los riesgos están balanceados, tanto para el crecimiento como para la inflación.
4. De acuerdo con los antecedentes acumulados, y al igual que en la reunión del mes pasado, las opciones de política que aparecen como más plausibles son mantener la tasa en su



nivel actual o aumentarla, posiblemente en 25 puntos base. El principal argumento para descartar un recorte de la TPM como una opción adecuada es que, dado el impulso actual que tiene la política monetaria y el escenario central de proyección, se considera altamente improbable que la inflación se desvíe por debajo de 3% de manera persistente.

5. En principio, las proyecciones de inflación preparadas para el *Informe* justifican mantener la tasa de política monetaria. Si bien a fines del horizonte de proyección la inflación se ubicaría marginalmente por encima de 3%, la inflación promedio de los próximos ocho trimestres está algo por debajo de 3%.
6. Sin embargo, también se puede argumentar a favor de una moderada alza en la tasa de interés, que reduzca el marcado impulso monetario actual. Esto, especialmente si se da mayor ponderación a escenarios algo diferentes al escenario base, por ejemplo, por una evaluación de que la sorpresa inflacionaria de abril tiene componentes más bien permanentes, o que los antecedentes sobre el sector real son concluyentes respecto del futuro cierre progresivo de holguras, o incluso, que este proceso puede en realidad resultar algo más acelerado que lo anticipado. En todos estos casos es más o menos evidente que el impulso monetario deberá reducirse en los próximos trimestres. Iniciar oportunamente esta normalización de la política monetaria podría evitar desviaciones persistentes de la inflación de la meta de 3% o la necesidad de ajustes de política posteriores más enérgicos. Esto toma mayor relevancia cuando se considera que el impulso de la política monetaria es especialmente contundente.
7. Cabe recordar que, de acuerdo con estimaciones previas, un aumento de 25 puntos base por dos años reduce el crecimiento promedio de los próximos dos años en aproximadamente 0,2%, la inflación promedio en menos de 0,1% y la inflación a fines del horizonte de proyección en 0,1%-0,2%. Por lo tanto, en el escenario base considerado, un aumento de 25 puntos base dejaría la proyección de inflación a dos años cerca de 3% y la inflación promedio por debajo de ese número.
8. También existen fundamentos para esperar antes de aumentar las tasas de interés. Por un lado, existen focos de incertidumbre relevantes respecto de la economía global, en particular de Estados Unidos, que podrían influir sobre las perspectivas de crecimiento en los próximos trimestres, y de ahí afectar las perspectivas de inflación. Si bien los antecedentes que se han acumulado sobre el desempeño de la economía interna son mayoritariamente positivos —ya no mixtos como se calificaban hasta la última reunión—, lo que valida el crecimiento esperado para este año, aún no hay certeza de que el crecimiento económico continúe acelerándose y provoque el esperado cierre de brechas. Existen, asimismo, varios factores de riesgo para la inflación —incluyendo el tamaño efectivo de las brechas, la persistencia de la contracción de márgenes, eventuales cambios en la inflación importada y el tipo de cambio, etc.— que pueden justificar esperar a tener más antecedentes antes de decidir un cambio. Por otro lado, el que exista un importante shock de oferta favorable —derivado de la evolución tanto del precio del petróleo como del tipo de cambio— permite ganar tiempo para evaluar la marcha de la economía, ya que ayudaría a mitigar los riesgos de un desanclaje de las expectativas.
9. Finalmente, respecto de consideraciones relativas a la táctica de política monetaria, cabe mencionar que el mercado mayoritariamente no espera una modificación de la tasa de interés en esta ocasión. Sin embargo, también es relevante señalar que hay opiniones bastante generalizadas en cuanto a que en un horizonte de un semestre se daría inicio a un ciclo de alzas de tasas. Este panorama, además, es coherente con el escenario base del Informe de Política Monetaria. Adelantar el inicio de este ciclo a esta ocasión podría ser pertinente en la medida que sirva para afianzar expectativas de inflación a todos los plazos en torno a 3%, evitando costos en la forma de pérdida de credibilidad por eventuales sorpresas inflacionarias negativas en la inflación subyacente en meses siguientes.



10. Por último, en esta oportunidad el público espera un Imacec para marzo en torno a medio punto por encima de la estimación preliminar del Banco Central y proyecta importaciones para abril algo por encima de las efectivas. No obstante, esto en principio no tiene consecuencias importantes, al existir explicaciones específicas.

El Presidente ofrece la palabra para comentar las opciones.

La Ministra de Hacienda Subrogante, señora Wagner, manifiesta lo siguiente: El análisis realizado por la Gerencia de División Estudios establece que la inflación más dura, que sería el IPCX1, tenderá a acelerarse conforme la economía crece debido a una descompresión de los márgenes de comercialización y a un aumento de los costos laborales unitarios, en lo cual coincide. Es más, señala que deseamos que conforme la economía se inscriba en una trayectoria de crecimiento superior a la expansión de la capacidad productiva con la consiguiente disminución de la capacidad instalada en desuso y del nivel de desempleo, la inflación subyacente debiera presentar presiones al alza y consiguientemente la tasa de política monetaria tendría que modificarse hacia una posición más neutral. La fase precisa en que dicha presión inflacionaria se verificaría, no obstante, contiene todavía un alto componente conjetural, por cuanto, primero, no se sabe cuál es el punto de inflexión, es decir, cuándo comenzarán a cerrarse las brechas y segundo, como tampoco se conoce cuál será el crecimiento efectivo y potencial en el año 2004. Por tanto, cabe preguntarse si tiene sentido tomar acciones hoy o en el futuro cercano, frente a una conjetura que consiste en que a 18 y 24 meses plazo el crecimiento efectivo será mayor al potencial, si no sabemos cuánto se crecerá en 2004 ni cuánto crecerá el potencial en ese momento.

Por lo anterior se pregunta: ¿Cuál es el nivel de la tasa de desempleo que produce una aceleración de la inflación? ¿No tiene acaso más sentido esperar a que haya una señal de aceleración del IPCX1 antes de adoptar una decisión?

Con respecto a la reciente aceleración que se observa en el IPCX1 ésta se encuentra muy influenciada por el alza que mostró el tipo de cambio durante los primeros meses del año. Una pregunta a formularse es: ¿Qué hubiera ocurrido con el IPCX1 si el tipo de cambio hubiera permanecido constante? Más aún, si se considera que la brecha ha seguido ampliándose y, más recientemente, el peso ha comenzado a apreciarse, ambas situaciones debieran presionar a la baja el IPCX1. Ahora bien, ante la eventualidad de que el crecimiento efectivo sea mayor al potencial en 2004, esto llevaría a una aceleración de la inflación sólo si el peso chileno no sufriera una ulterior apreciación. Si el peso se encontrara sobredepreciado en la actualidad, su trayectoria futura sería hacia la apreciación. Con esto las presiones al alza sobre la inflación de la aceleración del crecimiento serían al menos mitigadas y eventualmente anuladas por la caída del tipo de cambio.

En resumen, no hay evidencias que apunten a presiones inflacionarias en el corto plazo, ya que las brechas no se están cerrando. Más aún, si tal escenario se materializa, la apreciación del peso que ese escenario conlleva permite pensar que no ocurriría una aceleración de la inflación o al menos ésta sería mitigada. En el mediano y largo plazo, cuando el tipo de cambio llegue al equilibrio y la economía continúe acelerando, las brechas se cerrarán, la inflación se acelerará y la tasa de interés deberá subir. El punto es cuándo va a suceder.

El Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic, en relación al análisis de las opciones que ha entregado la División Estudios, desea agregar un comentario respecto a la estimación que da el informe en cuanto a los efectos de un aumento de 25 puntos base de la tasa de política sobre la inflación y sobre el crecimiento. Se menciona que la inflación, a fines del horizonte de proyección, bajaría en 0,1% a 0,2% y el crecimiento en 0,2%. Sobre esto, cree que, en el contexto actual, es muy probable que haya un efecto más fuerte de un aumento de las tasas, por cuanto ello podría ser interpretado por los mercados como que se



está señalando el comienzo de un punto de inflexión en la política monetaria, como el inicio de un proceso de ajuste en las tasas ya más cercano, lo cual a su vez podría tener efectos en las tasas largas de interés potenciando el efecto de este cambio de 25 puntos base. Esto implica que en la situación actual habría que tener especial cautela, dadas las incertidumbres que se han mencionado, en particular, en el escenario internacional, en la actividad en los países desarrollados, y en un contexto en el cual en esos mismos países desarrollados hay expectativas de reducciones de las tasas de interés, las cuales también se observan en algunos países vecinos.

El Gerente General, don Camilo Carrasco, manifiesta que, en general, le hacen más fuerza los argumentos para mantener la tasa, lo que significa postergar el aumento. Tiene claro que en algún momento, posiblemente más pronto que tarde éste se va a producir, pero en esta oportunidad no le parece que haya razones suficientemente fuertes como para justificar un aumento de la tasa. Hace presente que en esta misma mesa, aproximadamente una semana atrás, se discutió si acaso se iba a bajar el rango de crecimiento desde 3% a 4% a 2,75 a 3,75%, respectivamente, lo que le hace pensar que, al menos, no existe la convicción de que los elementos que han aparecido en el último tiempo sean suficientemente firmes como para pronosticar una aceleración importante en la economía, de manera que ése es un elemento que, sin duda, aconseja esperar.

Por otra parte, por lo que se ha planteado en la inflación de corto plazo, las expectativas para los próximos meses son de inflaciones de IPC negativas, de manera que cree que eso en sí ayudaría para evitar cualquier desanclaje de expectativas, al menos, en el muy corto plazo. También es evidente que el precio del petróleo y el tipo de cambio han bajado más de lo que estaba contemplado en los supuestos, y que en esto se tiene que hacer simplemente una apuesta, pero le da la impresión que sumado a lo que se puede prever respecto a un aumento en el flujo de capitales externos hacia el país, el tipo de cambio promedio para el año va a ser más bajo de lo que se considera en el modelo. Le parece que hay razones suficientes para optar por la mantención de la tasa.

El Consejero señor De Gregorio manifiesta que tal como lo destaca el análisis de la Gerencia de División Estudios, la principal noticia desde la última reunión de política monetaria es que se empieza a observar evidencia de que se consolida un escenario de gradual aceleración del ritmo de crecimiento y cierre de las brechas del producto.

Las noticias y perspectivas en el ámbito inflacionario son consistentes con dicho escenario de actividad e indican que aunque durante este año no hay desviaciones significativas en la tasa de inflación respecto del rango meta, y ésta estaría subiendo, aunque marginalmente, sobre el 3% en 24 meses, las señales de mayor cautela y potencial preocupación vienen por el lado de la inflación subyacente. Si a esto se agrega que se está entrando en un período en el cual las proyecciones se comienzan a ubicar sistemáticamente por sobre el 3%, es probable una reversión del fuerte impulso expansivo de la política monetaria.

Efectivamente, si bien las proyecciones de actividad no difieren de manera importante de la visión que existía en el IPOM de enero, el simple hecho de que el paso del tiempo lleva a mover el horizonte de proyección hacia un momento en el cual la inflación estará subiendo como resultado del dinamismo productivo, hace que tal situación constituya la principal razón que, unida a proyecciones del PIB para 2003 y 2004 similares, o levemente por debajo de las analizadas en enero, fundamente la recomendación de subir la tasa de política monetaria.

[Handwritten signature]



Sin embargo, aún existen grados de incertidumbre que sugerirían esperar hasta que el mejor escenario de actividad y mayor inflación esperada en el horizonte relevante se consoliden.

A este respecto, cree que es necesario reafirmar un argumento que se ha dado en reuniones anteriores y le parece muy relevante hoy día. Este se refiere a que un aumento de la tasa de política monetaria no sólo correspondería a una menor expansividad de la política monetaria, sino que a un cambio de signo del impulso monetario, el cual es deseable que sea persistente. No le parece que sea adecuado subir la tasa para después revertir el aumento o al menos detener el proceso de movimiento en dirección a la tasa neutral. Es cierto, dice, que las decisiones deben asumir ciertos riesgos y se realizan en escenarios con alta incertidumbre, pero, tal como señaló, dada la trascendencia que tendría un aumento de la tasa, cree que hay que actuar con cautela y sumar más señales que validen esta opción.

Asimismo, cree que si bien la consecución del objetivo inflacionario no debiera responder a noticias de corto plazo, la oportunidad de las decisiones es relevante. Sería difícil de comunicar que por un mes de variación negativa del IPC y con perspectivas que la inflación anual siga cayendo en los próximos meses, se comience a revertir el impulso monetario, en particular, cuando las señales positivas están recién comenzando a consolidarse. Esta es una razón adicional para recomendar cautela y mantener la tasa de política monetaria en la reunión de hoy.

Considera también importante los comentarios que se han hecho respecto a no esperar a que se observen señales de presiones inflacionarias y cree que para el marco de metas de inflación, en una economía con tipo de cambio flexible, es clave la proyección de inflación en el horizonte de 24 meses y de ahí, por lo tanto, no se concluye que haya que esperar a que se materialice una aceleración de la inflación para actuar en política monetaria, porque podría ser demasiado tarde. Estima que la razón para sugerir cautela es que aún no existen señales concretas de un aumento significativo de la inflación en el horizonte de 24 meses, en especial, atendida la evolución de las variables relevantes.

Por último, desea hacer un comentario respecto de lo que se menciona en cuanto a que las posibilidades de que una aceleración del crecimiento de la economía con mayor flujo de capital podría implicar una apreciación del tipo de cambio. Piensa que es necesario señalar que, si ese fuera el escenario, precisamente el mayor dinamismo de la actividad económica va a ser el que va a inducir las presiones inflacionarias y no se va a producir una desinflación producto de la apreciación la cual va a ser el resultado de un mayor crecimiento de la actividad económica.

El Consejero señor Desormeaux comparte la visión de la División Estudios en el sentido de que hoy día, en la práctica, hay solamente dos opciones y no tres: éstas son aumentar o mantener, pero cree que, en el fondo y en este momento, las opciones son subir las tasas de interés hoy día o esperar hacerlo más adelante, esa es la decisión que hay que tomar.

Señala que desde la perspectiva de un Banco Central que debiera tener aversión al riesgo, iniciar hoy día el proceso de normalización de tasas de interés tiene un atractivo grande al constituirse en un seguro contra escenarios más adversos para la inflación que el escenario central que se ha analizado, porque de darse tal escenario el Consejo pudiera verse abocado a la necesidad de realizar ajustes bruscos en las tasas de interés en el futuro que, evidentemente, presenta el riesgo de desanclar las expectativas.

Esto es concordante con el Informe de la División Estudios que indica que la inflación de abril podría tener elementos más permanentes, llevando a que las brechas pudieran cerrarse más aceleradamente. Hay que tener presente que los índices de la Bolsa han estado creciendo, que las tasas de retorno que registra las FECUS de las empresas son bastante más elevadas y de hecho, nuestra proyección de inflación para fin del horizonte de

[Handwritten signature]



proyección supera el 3%, de manera tal que un alza de 25 puntos base tendría precisamente el efecto de llevar dicha proyección al 3%.

Manifiesta que el riesgo opuesto también existe, como lo señalaba el Consejero De Gregorio, ya que un cambio de fase en la política monetaria hoy día, idealmente, no debe tener vuelta atrás, al persistir dudas respecto a la economía norteamericana y respecto del alcance de la neumonía atípica y sus efectos en las economías asiáticas y por ello, o por otras razones, podría no producirse una aceleración duradera en el crecimiento interno particularmente de la inversión. Por ello la opción de esperar sigue teniendo valor como lo tuvo en la reunión del mes pasado. Cree que hay consideraciones estratégicas que, personalmente, le llevan a tener una preferencia, no muy acentuada, por elevar las tasas y es el hecho de que si se da el escenario central en los próximos trimestres la inflación va a acercarse al 2%, o sea, en otras palabras, en los momentos en que se va a tener con toda seguridad que comenzar a normalizar las tasas de interés la inflación va a estar bordeando no el 3% o superando ese porcentaje sino que bordeando el 2%. Y esto va hacer muy difícil la importante tarea de comunicar la normalización de tasas de interés que queda por hacer, por lo que hacerlo hoy día tiene una ventaja en términos de que reduce la tarea que queda por delante y cuya comunicación va a ser difícil dado el momento en que deberá hacerse.

Respecto a que un alza de tasas, hoy día, afectaría en igual forma las tasas largas y que esto podría tener un efecto más radical que el anticipado, tiene la impresión de que no es tan claro desde el punto de vista de la actividad. Ello porque un cambio de fase precisamente lo que va a generar es una aceleración de la reprogramación de créditos, además de adelantamientos de decisiones de inversión y va a contribuir a fortalecer la demanda interna, lo que precisamente haría subir las tasas largas. Por lo tanto, no cree que ello tenga el impacto que se plantea e incluso podría ser al revés: en cuanto a una muy moderada alza de tasa de interés de un cuarto de punto pudiera tener consecuencias más bien estimulativas que lo contrario.

Por todo lo dicho, tiene preferencia por elevar las tasas de interés, pero se suma a la mayoría, esto es a mantenerla, en el caso de que su posición sea la minoritaria.

La Consejera señora Ovalle manifiesta lo siguiente: Si bien, como se ha dicho en esta reunión, en el mes de abril las cifras de inflación fueron mayores a las esperadas en la reunión pasada, sobretodo, en el caso de la inflación subyacente, el panorama para la inflación total y subyacente, tanto en el corto como en el mediano plazo, está en línea con la meta. La proyección para los próximos meses refleja en mayor medida la disminución de los precios de los combustibles y el dólar. En el escenario actual, las presiones futuras sobre la inflación, serán determinadas principalmente por el comportamiento de la economía, especialmente de la actividad y la demanda. En las últimas semanas se han acumulado cifras alentadoras en el mercado laboral, en las ventas de supermercados, en colocaciones de consumo, entre otras, también las expectativas de los analistas son más positivas e incluso algunas proyecciones para el crecimiento se han corregido al alza en los últimos días, y el comportamiento de la bolsa avala estas mejores perspectivas. En el ámbito externo se aprecian mejores perspectivas de los países vecinos, pero persiste la incertidumbre en el crecimiento de Estados Unidos, Europa y Japón.

Cabe destacar que hay menor incertidumbre externa e interna respecto a la que se constataba en el IPOM de enero, junto con perspectivas más favorables para nuestra economía, la inflación se encuentra controlada y hay indicios algo más certeros de mayor crecimiento para este año y el próximo. De hecho, el balance de riesgos para la inflación y el crecimiento es neutral, a diferencia del Informe de enero ya mencionado, en el que se estimó que los riesgos relativos al crecimiento estaban sesgados a la baja con relación al escenario base, mientras que para la inflación estaban sesgados al alza.



En virtud de todos estos antecedentes y en línea con las expectativas del mercado, estima que no es necesario, en esta ocasión, modificar la tasa de política. Un movimiento al alza podría afectar la incipiente reactivación que se espera y no sería consecuente con las proyecciones que se manejan para la inflación. Aún reconociendo que la tasa actual de política monetaria es expansiva, cree que la decisión más adecuada ahora es mantener la tasa, dado que los antecedentes del sector real no son concluyentes, sobretodo considerando la base de comparación de los mismos y que la inflación está acotada.

En consecuencia, su voto es por mantener la tasa, termina diciendo la Consejera señora Ovalle.

El Vicepresidente señor Marshall está de acuerdo con la idea de mantener la tasa de política monetaria por los fundamentos que han entregado los demás señores Consejeros.

El Presidente, don Vittorio Corbo, señala que no hay duda que la gran preocupación del Consejo debe ser mantener el activo más importante que tiene, cual es que las expectativas de inflación estén ancladas en torno al 3%. Es el gran activo que se ha logrado construir en los últimos años, lo que ha permitido sacar del debate la mayor incertidumbre que había antes con respecto a la inflación. Ello permitió también hacer política monetaria expansiva en un momento difícil del ciclo. Cree que el informe que ha presentado la División Estudios muestra claramente que la política monetaria, hoy día, es muy expansiva y la pregunta que se formula es en qué momento iniciar el proceso de quitar estímulo antes que se empiece a ver una aceleración importante de la inflación.

Manifiesta que la proyección de inflación hacia el final del horizonte está muy basada en que disminuyen las brechas, que los salarios empiezan a ajustarse por la presión en el mercado laboral, y la inflación importada disminuye por la gran depreciación del dólar en los mercados internacionales. El escenario externo ha mejorado con respecto a enero, porque enero fue catastrófico – se preveía guerra y un precio de barril de petróleo de 50 y 60 dólares - pero también se ha deteriorado en el corto plazo porque ahora la duda real es con respecto a que habiendo terminado la guerra y bajado el barril de petróleo, la economía americana muestra señales extremadamente débiles. Por consiguiente, estima que hay un riesgo hacia delante de que la economía mundial pierda fuerza. Los mercados hoy día anticipan, con una probabilidad de 75%, que se aproxima una baja de tasa de interés en Estados Unidos, después de la información de ayer de la Reserva Federal. Entonces, dice, si el Consejo se estuviera reuniendo cada seis meses, hoy día habría que subir la tasa, pero dado que las reuniones son una vez al mes, cree que hay suficiente incertidumbre como para esperar algún tiempo para ver cómo se va despejando este panorama. Piensa también que hay que tener mucho cuidado de que, en este escenario, la inflación se empiece a subir de 3% hacia arriba, pero el mundo tiene una gran incertidumbre respecto a dónde se va a estar en 24 meses más. Cree que ello también se refleja en el caso de nuestra inflación, porque aunque es verdad que la inflación subyacente, el IPCX tuvo un aumento mayor de lo que se esperaba, también eso puede estar basado, en una economía como la chilena, en alguna fuerza que se pueda tender a disipar en la medida que se ha visto una corrección en el tipo de cambio, en el precio de los combustibles, en las tarifas de los microbuses, etc., por lo que es conveniente observar un par de meses más para ver qué es lo que sucede.

Comparte, entonces, la observación relativa a que, en estos momentos, hay un grado importante de incertidumbre como para aumentar la tasa en esta sesión o en el futuro. Por lo anterior, se suma a la opción de mantener la tasa en esta oportunidad y seguir observando muy de cerca lo que ocurre con los factores determinantes de la inflación, con la economía internacional, especialmente la recuperación americana, y también seguir atentos a la dinámica del IPCX. Por último, insiste en que hay que reforzar el interés de mantener la inflación anclada.

Handwritten signature in blue ink.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 47
Política Monetaria
08.05.2003 17.-

En mérito de lo anterior, el Consejo, por la unanimidad de sus miembros, adopta el siguiente Acuerdo:

47-01-030508 – 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.

V. Comunicado

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

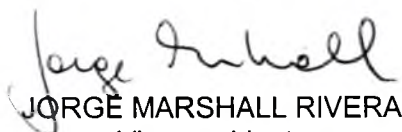
Aunque la inflación subyacente ha mostrado un aumento en meses recientes, ésta se mantiene dentro de los márgenes previstos. En el corto plazo, es previsible que el menor precio del petróleo y la evolución del tipo de cambio contribuyan a una disminución de la inflación. Sin embargo, más allá de estas fluctuaciones, las perspectivas inflacionarias en el horizonte habitual de proyección continúan alineadas con el centro del rango meta.

En el ámbito interno, los indicadores más recientes sobre la marcha de la economía confirman que ésta se encuentra en una fase de mayor crecimiento, coherente con el marcado estímulo monetario que existe desde hace algunos trimestres y que es similar al previsto hace algunos meses. Con todo, persisten dudas respecto de la evolución futura del crecimiento mundial, especialmente en los países desarrollados.

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 17,50 horas.


JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente


VITTORIO CORBO LIOI
Presidente


JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero


MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera


JOSE DE GREGORIO REBECO
Consejero


MARIA EUGENIA WAGNER BRIZZI
Ministra de Hacienda (S)


MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION N° 49
DE POLITICA MONETARIA
Celebrada el 10 de junio de 2003

En Santiago de Chile, a 10 de junio de 2003, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Vittorio Corbo Lioi 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 Ministro de Hacienda, don Nicolás Eyzaguirre Guzmán.

Asisten también los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe (S), don Jorge Carrasco Vásquez;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de División Política Financiera (S), don Jorge Pérez Etchegaray;
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.

I. Resolución sobre Proyectos de Acta correspondientes a las Sesiones N°s 47 y 48E, celebradas el 8 y 9 de mayo de 2003, respectivamente.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo los Proyectos de Acta correspondientes a las Sesiones N°s 47 y 48E, celebradas el 8 y 9 de mayo de 2003, respectivamente, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

II. Resolución sobre Minuta correspondiente a la Sesión N° 47, celebrada el 8 de mayo de 2003.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo la Minuta correspondiente a la Sesión N° 47, celebrada el 8 de mayo de 2003, la que se aprueba sin observaciones.

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

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de diciembre de 2003, para el día 11 de ese mes.

IV. Exposición.

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

SÍNTESIS DEL MES

En términos globales, la marcha de la economía continúa en línea con lo esperado en el *Informe* de mayo, aunque con un poco menos de dinamismo por el lado de la actividad y el gasto y con tendencias de inflación subyacente algo más acotadas. Por un lado, la actividad industrial, la producción minera y el empleo durante abril mostraron una desaceleración, luego de varios meses de mostrar ritmos relevantes de crecimiento. Por otro, la información de precios de mayo mostró que el repunte de la inflación del IPCX1 durante abril fue efectivamente en parte transitorio, lo que se tradujo en tasas de inflación anual del IPC y del IPCX menores a las de meses anteriores. Por su parte, los mercados financieros locales se han comportado de forma mixta. Aunque la Bolsa ha tenido un desempeño sobresaliente, el tipo de cambio real se mantiene más depreciado que durante el mes pasado y las tasas de los bonos de largo plazo revirtieron su tendencia al alza. Esto en parte se debe a un entorno externo donde persisten señales ambiguas respecto del ritmo de crecimiento de la economía global. Aunque los mercados accionarios internacionales se han comportado de forma bastante dinámica, los bonos de largo plazo reflejan un panorama de débiles presiones inflacionarias, incierto crecimiento y expectativas de relajamientos adicionales en la política monetaria de las principales economías.

La fuente de mayor incertidumbre respecto al ritmo de crecimiento mundial continúa radicada en la economía de los Estados Unidos. Aunque luego del fin de la guerra se ha producido una recuperación de los indicadores de confianza de los consumidores, el crecimiento industrial y particularmente el desempeño del mercado laboral todavía muestran relativa debilidad. Asimismo, a pesar de que el mercado bursátil sigue mostrando buenos resultados, las tasas de interés de largo plazo reflejan expectativas de reducciones adicionales en la tasa de fondos federales. En la zona euro, el debilitamiento de la actividad en las principales economías, junto con las reducidas presiones inflacionarias, la evolución del tipo de cambio y la modificación de la meta de inflación del Banco Central Europeo hacían previsible el recorte reciente de tasas. En Asia, en tanto, el efecto económico del SARS parece ser de carácter menor. El precio del cobre ha continuado fortaleciéndose, mientras que el precio del petróleo ha tendido a persistir en niveles algo superiores a los esperados hace un mes.

En Chile, los mercados financieros también han seguido los vaivenes de los mercados externos. Los precios de los activos bursátiles han continuado con una tendencia al alza, pero la tasa de interés del BCU-5, luego de una incipiente tendencia al alza, ha vuelto a ubicarse por debajo de 2,8%. El tipo de cambio ha conservado cierta correlación con los desarrollos de la región, manteniéndose en niveles similares a los observados a principios de año. En particular, la apreciación bilateral con respecto al dólar de Estados Unidos se ha visto prácticamente compensada con una depreciación sustancial del peso relativo al euro. Por ahora, no se aprecia la posibilidad de una mejoría adicional en el corto plazo de las condiciones financieras de la región.

Adicionalmente, el ritmo de crecimiento interno mostró una cierta desaceleración a principios del segundo trimestre. Al débil ritmo de crecimiento de la producción y las ventas industriales, se añadió el menor dinamismo del mercado inmobiliario, una menor creación de empleos en el margen y un crecimiento más acotado de la minería. Por el momento, en todo caso, estos factores parecen ser un fenómeno puntual de debilidad en la actividad, dado el nivel que alcanzaron las importaciones y exportaciones en mayo y proyecciones preliminares para junio, así como el repunte de los permisos de edificación y las sostenidas buenas condiciones en el mercado del crédito. Respecto a este último punto, se aprecia que las tasas de interés de



mercado se mantienen estables, aunque algo por sobre los promedios de fines del año pasado, mientras que las colocaciones, en particular las de consumo e hipotecarias, siguen mostrando tasas de crecimiento en el margen positivas, sin marcar aún el inicio de un cambio de tendencia a una mayor moderación.

Por el lado de la política fiscal, aunque se apreció una mejoría en las cuentas del Gobierno durante el primer trimestre de este año, ello se debió básicamente a una normalización de los patrones estacionales que afectan la inversión pública. De hecho, se espera que en el curso de éste y los próximos trimestres las cuentas fiscales comiencen a mostrar déficits mayores. Gracias al paquete impositivo anunciado recientemente, no se espera una desviación considerable del objetivo de superávit estructural de 1%. Para el caso del año 2004, será clave la discusión presupuestaria, pero se supone que se preservará la regla de superávit estructural.

Con relación a las presiones inflacionarias, la inflación del IPC en mayo estuvo dentro de los márgenes previstos, pero por el comportamiento de los combustibles se esperan tasas algo menos negativas a las anticipadas el mes pasado para junio y julio. Esto se apoya en que, aparentemente, la aceleración de la inflación mensual del IPCX1 y del IPCX2 en abril fue un fenómeno puntual, debido a que la mediana de la distribución de precios no ha sufrido una aceleración comparable y se mantiene en cifras similares a las de años anteriores. Ello es consistente con la estabilización o caída de las medidas de márgenes operacionales de las FECU y con proyecciones de corto plazo por métodos estadísticos. Así, en el escenario más probable, la inflación anual tendería a 2%, o incluso por debajo de este valor, a principios del cuarto trimestre de este año. El panorama de mediano plazo, por su parte, sigue estando marcado por tendencias de mayores presiones de costos, tanto laborales como importadas. Los costos laborales unitarios siguen en una senda de aceleración moderada, mientras que la mayor inflación importada se ha materializado sin ser contrapesada por ahora con una tendencia a la apreciación nominal del peso. Por su parte, el cambio en el escenario del precio del petróleo incide de forma marginal en la trayectoria de mediano plazo de la inflación.

Por el lado de las expectativas privadas, el aspecto más notorio es la reducción de la inflación esperada por los analistas para diciembre de este año, la que sufrió una reducción relevante pasando de 3,3% - 3,4% entre marzo y mayo hasta 3,1% en junio. De forma consistente con esto, se aprecia una postergación en las expectativas de inicio de un ciclo de alzas en la tasa de política monetaria, el que se espera ocurra dentro de los próximos seis meses, y con un aplanamiento de la curva hacia adelante. No hay cambios apreciables en el panorama de crecimiento esperado, el que sigue siendo similar al del Informe de Política Monetaria. Las expectativas que se deducen de los mercados financieros muestran inflación esperada estable en torno a 2,5% anual y una trayectoria creciente de la tasa de política monetaria más intensa que la que se deduce de la encuesta, ambos aspectos en todo caso similares a los observados el mes pasado.

I. Escenario internacional

Las perspectivas para la economía mundial se han ido consolidando en torno a la dinámica que se previó en el *Informe* de mayo, con proyecciones de crecimiento mundial que se han mantenido o reducido marginalmente. Así, para el segundo semestre de 2003 las proyecciones suponen que el mundo retomará un ritmo de crecimiento más dinámico, liderado por Estados Unidos. Contribuyen a esto las políticas monetarias expansivas que se están aplicando en la mayor parte del mundo, la política fiscal agresiva de Estados Unidos, la paulatina desaparición de la incertidumbre asociada al conflicto bélico en Medio Oriente, así como la mejora en el desempeño de los mercados accionarios.

Aunque los riesgos del escenario base de mayo subsisten, aparecen algo más moderados que los previstos hace un mes. En Estados Unidos preocupa la fragilidad que aún muestran algunos indicadores, la debilidad del sector industrial y del mercado laboral. Otros riesgos son la posibilidad de un ajuste abrupto en el precio de las propiedades y en el valor del dólar, esto último se ha reducido en línea con la gradualidad de este proceso, permitiendo cerrar brechas



de desequilibrios macro en forma menos traumática. También el impacto económico sobre Asia del SARS hoy parece menor. Por último, la posibilidad de un incremento relevante de los flujos de capitales hacia economías emergentes se ve menor, en línea con el descenso que han mostrado en las últimas semanas los indicadores de apetito por riesgo.

Acorde con la mencionada evolución de los mercados internacionales, el precio del cobre mantiene una trayectoria al alza oscilando en niveles de US\$0,74 y US\$0,77 la libra. En la medida que los indicadores muestren de manera más contundente el esperado inicio de la recuperación de la actividad mundial, el precio de este *commodity* debiera continuar con esta trayectoria de alza gradual. Esto se ve reforzado con el descenso en los inventarios de cobre (13% respecto de diciembre pasado) fundamentalmente explicado por la mayor demanda de China y Corea y por las expectativas de la recuperación mundial. De este modo, se mantienen las proyecciones de US\$0,76 y US\$0,82 la libra para 2003 y 2004, respectivamente.

Desde la reunión pasada, el precio del petróleo ha registrado movimientos al alza, situándose algo por sobre US\$26 el barril. Este incremento responde tanto a los ataques terroristas perpetrados en el Medio Oriente, como al retorno de las cuotas de producción de la OPEP a partir de junio, y a la lenta recuperación de la producción de petróleo iraquí, que en la actualidad solo satisface el consumo interno. Debido a lo anterior, en los cinco primeros meses del año el promedio del barril se sitúa en US\$29, con contratos futuros que arrojan precios algo superiores a los del *Informe* pasado. Específicamente, se espera que en diciembre el barril de petróleo se transará en torno a US\$25, lo que significa que la convergencia hacia los US\$23 por barril se vea postergada hacia 2004. Ello determina un aumento en US\$1 en el rango esperado para el precio del crudo en 2003, el que se ubicaría entre US\$26 y US\$27 el barril. Hacia 2004 se espera registre niveles algo por sobre US\$23 el barril.

Los mercados financieros desarrollados, en particular de Estados Unidos, han entregado información disímil. Mientras la actividad bursátil muestra un buen desempeño, el rendimiento del bono a diez años y la paridad del dólar frente a las principales monedas han alcanzado niveles aún más bajos a los prevalecientes en los meses de mayor incertidumbre durante este año. El bono llegó a estar cerca de cuarenta puntos base por debajo del nivel que alcanzó al momento de la reunión pasada, lo que se atribuye, en parte, a la preocupación por la dinámica de los precios en Estados Unidos. Por su parte, el euro se ha seguido fortaleciendo fuertemente en las últimas semanas, llegando a cotizarse cerca de los 1,19 dólares.

Respecto de las tasas de política, la mayoría del mercado espera una baja en la próxima reunión de la Reserva Federal (el 25 de junio). Sin embargo, esta decisión dependerá de los indicadores de actividad que se conozcan hasta ese entonces, los cuales debieran estar más limpios de la incertidumbre de la guerra. En este sentido, la leve mejoría que ya han presentado la confianza del consumidor y el NAPM, tanto del sector industrial como del sector servicios, podrían disuadir a la Reserva Federal de anunciar un recorte adicional de la tasa de política. Una segunda discusión es la posibilidad de adoptar medidas menos convencionales, como la recompra de bonos de largo plazo. Respecto del Banco Central Europeo, recientemente se produjo una reducción de 50 puntos base de la tasa de política, rebaja esperada por el mercado, la cual se sustentó en una inflación efectiva bajo el 2% y las perspectivas de valores aún menores en el futuro, gracias a la deprimida actividad de la zona en su conjunto y la apreciación del euro durante el presente año.

Los mercados emergentes en general, y América Latina en particular, mostraron en mayo una evolución positiva. Se observó una menor volatilidad de los indicadores financieros, monedas apreciándose y *spreads* soberanos a la baja. Todo esto en línea con las mejores perspectivas que en la actualidad muestran algunas economías de la región, en especial Argentina y Brasil. Esto ha sido validado recientemente cuando *Fitch* mejoró el *outlook* de la deuda brasileña, desde estable a positivo.

Respecto de los flujos de capitales a economías emergentes, para el año 2003 se mantiene un panorama más favorable que en 2002, aunque con un grado de mayor cautela. Ello,



considerando el descenso que han registrado en las últimas semanas los indicadores de apetito por riesgo, así como las recientes proyecciones del *Institute of International Finance*. Estos indicadores, si bien mejoran el balance de riesgos con respecto a lo considerado en enero pasado, están en la actualidad sólo "balanceados". El hecho de que las economías emergentes compitan en la recepción de flujos de capitales con los *high yielders* de las economías desarrolladas, implica que, aún en un escenario de aumento del apetito por riesgo, es poco probable un cambio drástico en los flujos de capitales respecto de lo considerado en el escenario base del *Informe* de mayo.

II. Mercados financieros

Las tasas de los BCU mostraron hasta mediados de mayo una tendencia al alza, sustentada en expectativas más optimistas respecto de la economía y en la variación negativa de la inflación. No obstante, noticias sobre el Imacec de marzo y la actividad en abril desalentaron al mercado, provocando disminuciones de estas tasas de interés. Además, la fuerte disminución de las tasas de los bonos del tesoro americano en su nivel más bajo de los últimos 45 años, también cooperó en esta tendencia. Con todo, en la actualidad las tasas de los bonos de largo plazo están en niveles similares al promedio de abril: 2,7% el BCU-5; 3,75% el BCU-10; y 4,8% el BCU-20.

Las tasas de los documentos nominales de corto plazo (PDBC), se mantuvieron durante gran parte del mes en niveles por debajo de la tasa de política monetaria. Mientras, las tasas de los bonos nominales de mediano plazo (BCP) han permanecido estables en torno a 4% y 5,6%, a dos y cinco años plazo, respectivamente. Ello, pese a la alta volatilidad de las expectativas de inflación dada la evolución internacional del precio del petróleo y del tipo de cambio recientemente.

De acuerdo con la curva *forward*, el mercado esperaría un alza de la tasa de política monetaria de 25 puntos base durante el tercer trimestre y de 50 puntos más a fines de 2003. En contraste, la encuesta de expectativas de junio indica que a diciembre de este año la tasa de política monetaria estará 25 puntos base por sobre su nivel actual.

Los instrumentos de renta fija privados exhiben comportamientos diferentes en sus tasas de interés, siendo las tasas de las letras de crédito las que han mostrado una mayor correlación con la de los BCU. En efecto, la TIR media de los bonos corporativos se sitúa en 5,5%, el menor nivel desde fines del año 2002. Las TIR media de las letras de crédito, en tanto, muestran un alza de más de 35 puntos base respecto del mínimo registrado los meses anteriores (5%). En las letras con tasa de emisión entre 4% y 6%, se produjo el mayor aumento (40 puntos base) con un promedio de 5,3%. Para las emisiones con tasas superiores a 6% el aumento fue de 15 puntos base, con una tasa que alcanza hasta 6,15%.

Respecto de las tasas de interés de mercado, se observó durante mayo un aumento generalizado tanto en las captaciones como en las colocaciones (en las tasas en pesos se registraron aumentos de entre 30 y 70 puntos base, respectivamente). De la información por agente, se observó un mayor encarecimiento en los créditos de consumo (uno a tres años).

Los agregados monetarios de corto plazo presentaron en mayo una normalización de niveles, luego del inusual incremento de marzo (variaciones en doce meses de 10% para el circulante y 22% para el M1A). Es probable que estos niveles continúen disminuyendo en los meses siguientes en la medida que siga disipándose el efecto Corfo-Inverlink. El comportamiento de los agregados más amplios ha evidenciado una mayor preferencia por activos de renta fija, documentos del Banco Central de Chile y letras de crédito en contra de depósitos a plazo. En las AFP, por su parte, se distingue una mayor demanda por acciones y bonos (nacionales y extranjeros), tendencia que podría continuar debido a: 1) la importante recuperación de la Bolsa durante este año, la que estimularía el traspaso de los recursos de los cotizantes hacia los



fondos de renta variable (A y B); y 2) el reciente aumento de los límites de inversión de las AFP en el extranjero.

Las colocaciones totales en moneda nacional registraron en mayo la mayor variación mensual (1,7%) desde diciembre de 2000, consolidando de esta manera el dinamismo de los meses previos. En términos desagregados, persiste la positiva evolución de los créditos a personas, con tasas de crecimiento anual del orden de 17% y 13% para los préstamos de consumo y vivienda, respectivamente.

Tipo de cambio

En la primera quincena de mayo, el peso continuó con la apreciación de los meses anteriores (estuvo bajo los \$695 por dólar). Dicha tendencia —similar a la del real brasileño y del peso argentino— fue influenciada por la caída del precio internacional del petróleo, los mejores indicadores de riesgo de la región y mayores expectativas sobre el crecimiento interno. Sin embargo, hacia la segunda quincena, el peso comenzó a depreciarse, ubicándose en torno a \$710-\$720 por dólar. Este aumento del tipo de cambio se ha producido a pesar de los elevados niveles del precio del cobre, y está relacionado, en parte, con la trayectoria del real y del peso mexicano en lo más reciente.

Los precios de los contratos futuros y cotizaciones *Bloomberg* señalan para los próximos tres meses una estabilidad del peso en los niveles actuales y una depreciación del orden de 1% hacia fines de año. La encuesta de junio, por su parte, indica un tipo de cambio en niveles de \$710 por los próximos dos años.

Estimaciones a mayo del tipo de cambio real (TCR) acumulan en el año una depreciación del orden de 8%, destacando la pérdida de valor del peso respecto de las monedas de Brasil y Argentina. El TCR-5, por su parte, presenta una depreciación cercana a 7%, donde la moneda de mayor movimiento ha sido el euro, divisa con la cual la depreciación real bilateral es del orden de 14% durante el año.

El diferencial real de tasas de interés interna y externa se mantuvo estable durante mayo, indicando así que se mantienen expectativas de apreciación real menores que las anticipadas un tiempo atrás. En tanto, el diferencial nominal —obtenido entre el BCP-5 y el bono soberano que vence en 2009— señala expectativas de depreciación nominal mayores que las esperadas hace algunos meses, para el mediano plazo.

Bolsas

La actividad bursátil internacional durante mayo continuó con el dinamismo iniciado el mes anterior. El *Dow Jones* y *Nasdaq* crecieron en mayo 3,7% y 9%, respectivamente. Este crecimiento se transmitió también a los ADR latino y de Chile que aumentaron 3% en el mes.

En línea con la trayectoria de los mercados mundiales, el IPSA e IGPA medidos en dólares crecieron durante el mes 5% y 3,5%, respectivamente. El promedio de los montos diarios transados continuó con el ritmo observado los últimos días de abril, promediando en mayo alrededor de 27 mil millones de pesos, más de diez mil millones de pesos que en abril, lo que representó un crecimiento en doce meses del 100% y el mayor monto negociado desde diciembre de 2000.

Algunos factores que pueden estar detrás del favorable desempeño de las bolsas locales son la firma del tratado de libre comercio con Estados Unidos y la ampliación de los límites de inversión de las AFP en el exterior. Sin embargo, al igual que en los mercados desarrollados, la tendencia al alza de los índices bursátiles y la reducción de las tasas de interés de largo plazo conforman un cuadro macroeconómico algo ambivalente respecto del ritmo de crecimiento esperado de la actividad.



III. Actividad y empleo

La evolución reciente de los indicadores de actividad ha implicado una revisión a la baja en el crecimiento estimado para el Imacec de abril, el que pasó desde una estimación superior a 3% a 2,7% en la actualidad. Un dinamismo menor al esperado de la producción minera y de la actividad industrial explica este resultado. A nivel del segundo trimestre, la corrección a la baja fue bastante menor —alrededor de 0,1 punto porcentual— manteniéndose el crecimiento del PIB algo por sobre el 3%, con una expansión trimestre/trimestre del orden de 2,5%.

El bajo crecimiento en abril de la industria, (0,6% en doce meses) primordialmente respondió a factores de tipo coyuntural. En efecto, el sector productivo del azúcar —que pese a ponderar 2% dentro de la industria nacional— registró una baja de 88% en su producción. Esto se debió a que en abril pararon tres de sus plantas productivas (75% del total) por mantención y optimización, situación que no se espera se repita con esta magnitud en los meses venideros.

Para la demanda interna, las estimaciones continúan con un incremento anual del orden de 4% en el segundo trimestre, impulsado principalmente por las importaciones de bienes y servicios. Con esto se mantiene un crecimiento en tendencia de la misma, con un incremento trimestre/trimestre de 4,0%.

Demanda interna

Los indicadores de consumo de abril señalaron un panorama menos alentador en relación con los meses pasados, pues la mayoría mostró caídas en términos de tendencia, aunque manteniendo niveles elevados.

Los indicadores de consumo habitual, pese a las deficiencias de sus mediciones, indican un leve repunte en las ventas de supermercados. El indicador de ventas del sector del Instituto Nacional de Estadísticas sigue aumentando, aunque a menor velocidad, en tanto que el de la Asach luego de una brusca caída previa, muestra una leve recuperación en abril.

El consumo durable, en tanto, mostró una tendencia decreciente más marcada. Por un lado, las ventas de automóviles sufrieron una incipiente reversión, aunque con niveles por sobre los de mediados de 2002. Al mismo tiempo, las ventas de bienes durables informadas por la CNC también tuvieron una caída marginal en abril. Noticias algo más alentadoras se aprecian en la información de importaciones de bienes de consumo durable para abril, las que se expandieron 18% en doce meses (valor), tras caer en marzo algo más de 7%.

Las medidas indirectas de inventarios han seguido una trayectoria de mayor acumulación los últimos meses, lo que se refleja en la relación entre producción y ventas industriales, la que se mantiene creciente desde enero a la fecha. Las importaciones de bienes de consumo, luego de una caída en términos reales durante marzo, han mantenido un nivel relativamente estable entre abril y mayo, con precios que no muestran cambios de relevancia. Con ello, el nivel real de las internaciones de bienes de consumo se ubica por sobre el de 2002. Información de la FECU indica que en el primer trimestre de 2003, el global de las empresas consideradas incluyendo las del sector industrial, tuvieron un incremento en sus inventarios, en línea con la información previamente señalada.

Las expectativas de los agentes, a diferencia de los datos marginales del consumo, han continuado mejorando respecto de fines del primer trimestre. El índice ADIMARK de mayo retornó a los niveles de comienzos de año, previo al episodio Corfo-Inverlink y a la incertidumbre de la guerra. Cualitativamente se siguió observando un repunte importante en la percepción actual de la situación económica que aumentó seis puntos entre marzo y abril.



Los indicadores de inversión continúan mostrando en el margen un mayor dinamismo. Por el lado del componente de maquinaria y equipos, las importaciones de bienes de capital habrían tenido un nuevo incremento (4,8% real en doce meses) en mayo (con datos a la tercera semana). A su vez, las ventas industriales de bienes de capital mostraron una recuperación en tendencia, validando una trayectoria creciente desde comienzos de 2003.

En el sector inmobiliario, la información de permisos de edificación de abril mostró un aumento en tendencia. Esto fue especialmente visible en el sector habitacional, indicando mejores perspectivas para la actividad y el empleo del sector construcción en los meses venideros. Respecto del comportamiento de las ventas de casas y departamentos, en abril se conjugaron menores ventas (-14,6%) con *stocks* constantes (-0,1% en doce meses), lo que significó un aumento en el número de meses necesarios para agotar *stocks*, los que pasan de 13,4 en marzo a 16 en abril. Aunque este proceso es común después de un período expansivo, como el observado en la segunda mitad del año anterior, la desaceleración actual ha sido más suave que las de ciclos anteriores.

Política Fiscal

Durante el primer trimestre de 2003, las cuentas fiscales fueron menos expansivas que durante el año 2002. El balance contable global fue de -0,3% del PIB acumulado en doce meses, menor al observado durante el mismo período de 2002 (-0,5% del PIB).

Este déficit fue el resultado tanto del crecimiento real anual de los ingresos totales —en especial los tributarios— como de la caída real anual de los gastos totales, fenómeno no observado desde 1990. El positivo comportamiento de los ingresos se debió a la trayectoria de los de operación (14,6% real anual) y de la recaudación tributaria (4,8%), los que compensaron los menores ingresos del cobre. El gasto total, en términos reales, registró una caída de 2,8% respecto de igual período del 2002. El gasto con efecto macroeconómico se redujo 5,8% en el mismo lapso. El comportamiento del gasto total fue explicado, principalmente, por la moderación de los gastos corrientes (en especial aquellos sin intereses de deuda) y por la importante reducción de los gastos de capital.

La inversión pública mostró una fuerte caída de 30% real en el primer trimestre respecto de igual período del año 2002.

Para los siguientes trimestres se espera un resultado global más negativo por: a) normalización del patrón estacional de la inversión pública y b) menores ingresos debido a la entrada en vigencia del Tratado de Libre Comercio con Europa y menores transferencias de Codelco. Esto último debido a que, de acuerdo al Ministerio de Hacienda, existe una diferencia entre los costos unitarios y los niveles de ventas.

El recientemente anunciado paquete de medidas impositivas implicará una inyección de recursos adicionales en el curso de este año, que permitirá que el superávit estructural no se desvíe sustancialmente de la meta de 1%. Para el próximo año, en tanto, es clave la discusión presupuestaria, pero se mantiene como supuesto metodológico que se cumple esta meta de superávit estructural.

Sector externo

Las perspectivas para las exportaciones y las importaciones en el segundo trimestre de 2003 se mantienen sin cambios respecto de lo incorporado en el *Informe* de mayo. Se anticipa que el volumen total de los envíos crezca 2,3%, impulsado por un aumento de 13,9% en las agrícolas. Las industriales, en tanto, tendrían un aumento moderado (2,9%), mientras que las mineras presentan una pequeña caída de 1,2%.



Respecto de las importaciones de bienes se estima que crecerán en volumen 6,3% durante el segundo cuarto del año, aumento principalmente explicado por la expansión de la cantidad importada de bienes de consumo (17,5%), y en menor medida por las intermedias (4,9%) y las de capital (3,6%).

La información preliminar de mayo indica que las exportaciones FOB ascendieron a US\$1.740 millones, lo que representa un aumento de 13,3% en doce meses. Las importaciones CIF, por su parte, crecieron en 3,8% al anotar internaciones por US\$1.563 millones, con lo que el saldo comercial se situó en US\$288 millones, saldo que casi duplica al del mismo mes del año pasado.

Mercado laboral

Durante el trimestre móvil finalizado en abril se observó una moderación en la trayectoria de crecimiento del mercado laboral. Si bien la ocupación se mantuvo en niveles históricamente altos, comenzó a mostrar una desaceleración en el margen. El número de personas ocupadas —descontando efectos estacionales— aumentó sólo en nueve mil puestos de trabajo respecto del trimestre móvil inmediatamente anterior, considerado como bajo luego de incrementos cercanos a treinta mil entre enero y marzo.

La tasa de desempleo mostró una leve alza en el margen (8,8% *versus* 8,7% en marzo) debido, principalmente, al crecimiento exhibido en la tasa de participación.

La evolución del empleo total ha sido consistente con la evolución del indicador líder de vacantes, que a partir de mediados del cuarto trimestre de 2002 ha mostrado un descenso, caída que ha continuado en mayo. Similar conclusión respecto de la ocupación total se deriva de la observación del indicador de empleo privado proveniente de la AChS, el que para marzo confirmó el menor dinamismo del sector, manteniendo su nivel prácticamente constante en lo que va del año.

Los sectores construcción, agricultura, servicios y comercio desaceleraron su crecimiento. Destaca la inusual expansión del empleo en el sector agrícola durante este año, respecto de lo verificado en años previos. El sector industrial, si bien registró el crecimiento en doce meses más alto en lo que va del año (3,3%), tendió a estabilizar su nivel con respecto al mes previo, registrando una variación mensual de alrededor de cuatro mil puestos de trabajo en términos desestacionalizados.

IV. Precios y costos

En mayo, el IPC tuvo una variación negativa de 0,4%, cifra en línea con las estimaciones que se manejaron internamente a lo largo del mes, y por debajo de las estimaciones del mercado. Los factores detrás de este resultado fueron la disminución en el precio de los combustibles y la rebaja en la tarifa de la locomoción colectiva y de otros servicios básicos. Este último elemento también determinó que la inflación subyacente (IPCX) cayera 0,1% en el mes. A su vez, el IPCX1, que elimina estos factores, aumentó 0,2% en mayo. Con esto, el incremento en doce meses del IPC llegó a 3,5%, mientras que el del IPCX se ubicó en 2,8% y el del IPCX1 en 2,6%.

El resultado del IPCX1 en mayo muestra que efectivamente el incremento de abril fue transitorio. Esto se ve confirmado en que la aceleración observada en la inflación mensual del IPCX1 y del IPCX2 en el trimestre marzo-mayo no se ha reflejado en un incremento similar de la mediana de la distribución de las inflaciones mensuales contenidas en el IPCX1. De hecho, esta mediana se ubica en niveles similares a los de años anteriores.

Información del primer trimestre para las FECU indica una desaceleración de los márgenes, luego de un incremento que se había sostenido desde mediados de 2001. Así, pese al mejor desempeño de los indicadores de consumo en el segundo semestre de 2002 y primer trimestre



de este año, este indicador de márgenes no ha mostrado un aumento. Esto es relevante toda vez que da señales respecto de que el nivel actual de los márgenes podría ser más permanente en el tiempo.

En abril, el crecimiento de las remuneraciones nominales siguió una tendencia a la baja, aunque menor a la de los meses previos, con variaciones anuales medidas por el Índice de Remuneraciones por Hora y el Índice del Costo de Mano de Obra, de 3,9% y 3,8%, respectivamente. Lo anterior es coherente con los seis meses de desfase en las cláusulas de indización y los crecientes niveles de inflación registrados durante el último cuarto de 2002.

El comportamiento de los salarios, sumado al menor dinamismo de la productividad, confirmaron la trayectoria de los costos laborales unitarios anticipada en el *Informe* de mayo, comenzando a mostrar una aceleración gradual en lo más reciente.

A lo largo de mayo y comienzos de junio, las expectativas de inflación del sector privado, deducidas del diferencial de tasas nominales y reales a dos y cinco años, tuvo un comportamiento volátil. No obstante, su nivel actual es similar al existente a fines de abril. Así, para dos y cinco años plazo, el diferencial entre las tasas nominales y reales se ubica en 2,5% y 2,7%, respectivamente. Por su parte, los resultados de la encuesta de expectativas al sector privado indican una inflación de 2,9% para un año plazo y de 3,0% para dos años, ambas cifras en línea con los resultados de meses anteriores.

Perspectivas de corto plazo para la inflación

Estimaciones iniciales indican que en junio el IPC nuevamente tendría una variación mensual negativa, esta vez del orden de 0,1%. La principal explicación a este resultado es el rezago de la caída en la tarifa de la locomoción colectiva en mayo, que se une a descensos en el costo de algunos servicios básicos dado el IPM negativo de mayo. No se espera que los restantes precios tengan movimientos significativos, aunque los valores de los combustibles tendrían un alza hacia mediados de mes en línea con un escenario para el precio del petróleo por encima del considerado previamente. Con esto, el segundo trimestre del año finalizaría con un incremento anual de 3,5% en el IPC.

El tercer trimestre se caracterizaría por un rápido descenso de la inflación anual del IPC, la que a fines de septiembre estaría cercana a 2,4%. La no repetición de las altas inflaciones de igual período de 2002 (1,7 puntos porcentuales entre julio y septiembre de 2002, principalmente por aumentos de los combustibles, locomoción colectiva y perecibles) llevaría a este resultado (tabla 4).

Tabla 4: Proyección de corto plazo IPC e IPCX

	% var. anual			% var. mensual			petróleo (US\$/barril)	TCO (\$/US\$)	micros
	ipc	ipcx	ipcx1	ipc	ipcx	ipcx1			
2003 May	3.5	2.8	2.6	-0.4	-0.1	0.2	27.0	704	- \$40
Jun	3.5	2.6	2.7	-0.1	-0.3	0.1	25.8	715	
Jul	3.0	2.5	2.7	-0.1	0.0	0.1	25.0	710	
Ago	2.8	2.5	2.9	0.2	0.2	0.2	25.0	705	
Sep	2.4	2.5	3.0	0.4	0.3	0.3	25.0	700	
Oct	1.9	2.4	2.9	0.4	0.2	0.2	25.0	700	

En cuanto a la inflación subyacente, el incremento anual del IPCX permanecería en niveles del orden de 2,5% entre fines del segundo y tercer trimestre. Esta trayectoria es consistente con una senda de aceleración del IPCX1 similar a la prevista en el Informe de Política Monetaria de mayo. Aún no hay antecedentes para modificar esta senda, dado que la información más coyuntural no indica cambios sustanciales respecto de la trayectoria efectiva de la inflación en



el corto plazo con relación a lo previsto, lo que se ve afirmado por proyecciones auxiliares mediante métodos estadísticos.

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

El Vicepresidente señor Marshall señala que tiene dudas respecto al panorama internacional. Al leer la prensa le queda una sensación subjetiva al ver que el cuadro internacional se ha deteriorado en las principales economías del mundo y eso no está reflejado en la evaluación, o sea, dice, aquí se mantiene la visión de que la economía internacional sigue igual a lo que se indicó en el Informe de Política Monetaria y no hay cambios globales. En cambio, cuando ha tenido contacto con personas que han participado en meetings, reuniones, contactos a nivel de empresas, planes de inversión, etc., tiene la sensación subjetiva de que el balance es más incierto y de menor impulso. Por lo tanto, consulta si alguien de los presentes se atreve a hacer un análisis más subjetivo de datos un poco más sueltos sobre el ambiente internacional.

El señor Ministro de Hacienda tiende a pensar que, de acuerdo a la lectura que hace frecuentemente al Financial Time, Economist y al New York Times, la cantidad de artículos que han salido sobre la deflación, claramente ha ido subiendo. Esa es su sensación, señalando que puede ser un buen indicador de que el nivel de incertidumbre ha crecido.

El Presidente manifiesta que en el caso de Europa la situación está peor que hace dos meses atrás: Alemania tiene un desempleo récord, está prácticamente estancada y con un riesgo de que esto dure mucho más tiempo. En el caso de Asia emergente, peor que hace dos o tres meses atrás. En relación con Estados Unidos, sólo existe la incertidumbre con respecto a la recuperación, pero algunos indicadores recientes que son indicadores anticipados, como por ejemplo el ISM que es la encuesta del Sapag Manager, muestran que el sector servicios saltó casi a 55, lo que significa que el sector servicio en los próximos meses se va a expandir del orden de 3% a 4% y este sector es el 60% de la economía. Por consiguiente, en Estados Unidos no se ha llegado al objetivo, el ISM saltó, el sector manufacturero ya llegó a 50 y el sector servicio a los 54,5. Al mismo tiempo, hay un salto importante en la confianza de los consumidores. La gran incertidumbre en Estados Unidos sigue siendo cuándo irá a ser la recuperación, o sea, todo es expansivo de aquí para adelante y si hay que agregar algo más, en la próxima reunión de la Reserva Federal habrá una baja de tasa que va a ser de 0,25% a 0,50%, y la única incertidumbre grande que hay en Estados Unidos es si mañana esta corrección anticipada que han tenido las bolsas al alza, que están anticipando la recuperación, si se posterga la recuperación las bolsas puedan tener otra corrección, pero lo anticipado de las bolsas no es solamente que la actividad económica se ha recuperado, están creciendo las utilidades de las empresas de este trimestre dos dígitos, 12% y 13%, en relación al mismo trimestre del año anterior y si se observa la tasa instantánea con crecimiento muy fuerte en las utilidades de las empresas, significa que han hecho un gran ajuste y hoy día están mostrando grandes utilidades.

El Consejero señor De Gregorio se refiere a un par de elementos que cree son importantes. Señala que, tal vez, el mejor indicador es que hace dos o tres meses atrás ya no se esperaban futuras reducciones de la tasa de política monetaria en Estados Unidos y ahora se esperan en forma masiva. Puede que la bajen o no, pero eso da una percepción de hacia dónde va la economía. Con las tasas largas ha pasado exactamente lo mismo. Esto de alguna u otra manera refleja la reacción de política, porque hasta cierto punto toma en cuenta eso y le da cierto mayor dinamismo o menor freno a lo que se está previendo para el futuro.

Agrega el señor De Gregorio que desde hace bastante tiempo hay incertidumbre y es relativamente pesimista, porque este año es poco lo que se puede corregir, y que se



pueda estar entre 3% y 2%, cree que no hay grandes diferencias. Su pregunta es, el año 2004, donde el consenso es relativamente más optimista, donde se está más cerca del 3,5%, donde se puede tener novedades de crecimiento, que se repita un dos y tanto por ciento, lo cual puede ser bastante más complicado.

El Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic, señala que, en lo sustancial y tal como está reflejado en el Informe, los cambios que han habido en el escenario internacional no son muy significativos en el área de actividad en el último tiempo. Hay claramente elementos positivos que se mantienen, como son la resolución de la incertidumbre después del fin de la guerra de Irak, la política monetaria expansiva y la política fiscal expansiva. Ahora se han tenido algunas señales adicionales como son los precios de los mercados accionarios que han ido al alza.

Contra eso, también han habido señales negativas por el lado financiero. El precio de los bonos ha subido, reflejando expectativas de eventual deflación originada por comentarios de la Reserva Federal, en un contexto de indicadores de actividad mixtos.

Señala el señor Jadresic que el gran punto de interrogación tiene que ver con que todas las proyecciones que se están usando hoy día -lo que dice el Consensus Forecast y los bancos de inversión que no han cambiado significativamente en el último tiempo- suponen que hay una recuperación importante en los niveles de crecimiento a partir del próximo trimestre. Ocurre que falta muy poco para el próximo trimestre, por lo tanto, hay algún nerviosismo porque no se está viendo todavía, en los datos, algo concreto que sostenga esa proyección, que es la que está compartida por los analistas de los bancos de inversión y de los centros de proyección. Durante las próximas semanas podría haber antecedentes que ayudarán a dilucidar si eso sucede o no.

El Gerente de Análisis y Operaciones Internacionales, don Sergio Lehmann, señala que, en general, si se conversa con los analistas, existe un relativo optimismo respecto a Estados Unidos, en particular, porque se apuesta a un efecto del impulso fiscal, al menos, desde el punto de vista de la demanda interna. De hecho, no han habido revisiones respecto al crecimiento de Estados Unidos, lo cual revela que hasta hoy día no existe una percepción más negativa de la que había hace uno o dos meses atrás.

Respecto a Europa, efectivamente hoy existen las mayores dudas, sin embargo, la sensación del Banco Central Europeo al respecto es que hoy día los riesgos están balanceados después del recorte de su tasa de política, es decir, también hay alguna apuesta positiva respecto a cuál podría ser el efecto que pueda tener la política monetaria en Europa.

En relación con Asia, han habido algunas revisiones hacia la baja, pero en términos globales son más bien de carácter menor. En resumen, no hay un cambio significativo respecto a lo que se preveía hace un mes atrás con excepción de Europa, en donde se ve lejana una recuperación. Podría ayudar, sin embargo, el impulso monetario que decretó el Banco Central Europeo la semana pasada.

El Ministro de Hacienda señala que la forma en que ha leído el sentimiento del mercado es que hay consenso de que este año va a ser peor de lo que se esperaba, y disenso respecto a que la mayoría dice: así como va a ser peor éste, probablemente estamos revisando para arriba lo otro.

Según el Presidente, la encuesta del Economist dice algo sobre eso, agregando que hasta ahora aquí se usa la información del mercado y la encuesta del Consensus Forecast, no teniendo ninguna otra evidencia para discrepar de estas proyecciones, especialmente porque existe una bajísima tasa de interés en Estados Unidos, una gran expansión fiscal, los aumentos de productividad siguen porque se revisaron al alza en los Estados Unidos, la Bolsa va hacia arriba, el aumento de utilidades de las empresas, etc.



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:

1. En la reunión de política monetaria de mayo, el Consejo decidió mantener la tasa de política inalterada en 2,75%. Se observó que, aunque en el escenario más probable habría que aumentar la tasa de política monetaria en los próximos trimestres, era aún prematuro iniciar ese proceso.
2. Las noticias más importantes desde la última reunión son las siguientes:
 - La inflación de mayo estuvo en línea con lo esperado, mientras que la inflación IPCX1 estuvo marginalmente por debajo de lo proyectado. Ello valida la idea de que la aceleración de la tendencia subyacente observada el mes anterior tuvo un componente transitorio. Además, pone una nota de cautela respecto del nivel de compresión efectiva que tienen los márgenes, duda que también se apoya en la evolución que han tenido los márgenes medidos a través de Fecus (datos provisorios).
 - * Por el lado real, los indicadores de abril mostraron un panorama algo menos dinámico que el esperado, especialmente en el sector industrial y en el empleo. Por ahora, se estima que estas señales de debilidad son puntuales y no modifican el panorama descrito en el *Informe* de mayo. Las cifras de comercio exterior de mayo validan esta presunción, aunque la incertidumbre es algo mayor que en el mes pasado.
 - * Los indicadores financieros y reales sobre la economía mundial han sido mixtos. Persisten, por lo tanto, los riesgos de que no se materialice el esperado aumento en el crecimiento durante el segundo semestre, particularmente en Estados Unidos.
 - * El precio del petróleo se ha mantenido por encima de las proyecciones contenidas en el último *Informe*, lo que ha llevado a suponer que la convergencia a los niveles de US\$ 23 se dará entrado el año 2004. Esto modifica la trayectoria de la inflación en el corto plazo, pero no tiene consecuencias importantes para el escenario de mediano plazo.
3. A la luz de estas noticias y al conjunto de antecedentes revisados en la minuta de política monetaria preparada para esta reunión, las opciones de política monetaria que aparecen como más plausibles son las mismas de reuniones previas: (i) mantener la tasa de interés en su nivel actual o (ii) aumentarla, posiblemente en un monto acotado, por ejemplo 25 puntos base.
4. El principal argumento para descartar un recorte de la tasa de política monetaria es que, dado el impulso actual que tiene la política monetaria y el escenario central de proyección, el cual no ha variado fundamentalmente respecto de la reunión anterior, se considera altamente improbable que la inflación se desvíe por debajo de 3% de manera persistente en el horizonte habitual de proyección.
5. El principal argumento detrás de la opción de una pequeña alza en la tasa de interés, que modere el acentuado impulso monetario actual, es adelantar un ciclo que ocurrirá con una alta probabilidad durante los próximos meses. Iniciar oportunamente la normalización de la política monetaria podría evitar desviaciones de la inflación de la meta de 3% o la necesidad de ajustes de política posteriores más enérgicos. Ésta sería una opción pertinente además para consolidar expectativas de inflación a todos los plazos en torno a 3%. En efecto, más allá de las consecuencias del cambio en la trayectoria en el precio del petróleo, que afecta especialmente la inflación en el próximo par de trimestres, se mantiene la perspectiva de una gradual aceleración de las tendencias más subyacentes en el transcurso de 2004 por sobre 3%, en línea con las mayores presiones de costos previstas. De hecho, la inflación importada en dólares se mantiene elevada sin cambios de



importancia en el TCR en lo más reciente y se está verificando el esperado aumento de costos laborales unitarios. Aunque este cuadro podría verse mitigado por márgenes permanentemente menores a los considerados en el escenario base, cabe mencionar que las proyecciones ya incluyen la hipótesis de que la compresión de márgenes es menos profunda que lo que muestran las mediciones teóricas.

6. Sin embargo, también se puede justificar la opción de mantener la tasa de política monetaria. Como se ha discutido en otras reuniones, existen riesgos de iniciar muy tempranamente el proceso de normalización de la política monetaria. En particular, dada la situación por la que atraviesa Estados Unidos, no se puede descartar que, luego de un alza, no se vuelva a aumentar la tasa de política monetaria en varios meses, o incluso sea necesaria una reversión, con los consiguientes costos de credibilidad. Algo similar sucede con el desempeño de la economía doméstica, en particular respecto de las posibilidades de que el crecimiento económico continúe acelerándose y provoque el esperado cierre de brechas.
7. Por otro lado, a pesar de los vaivenes asociados a los movimientos en el precio del petróleo y de los bienes perecibles, las perspectivas inflacionarias se mantienen cercanas a 3% en el horizonte de proyección. En este sentido, cabe mencionar que ninguna de las noticias más relevantes del mes apunta a que esté aumentado la probabilidad de que la inflación se aleje de manera sistemática de 3%. Como se mencionó, la inflación subyacente fue menor que en meses pasados y las cifras de actividad no dan muestras de que la tasa de crecimiento esté aumentando por sobre lo considerado un mes atrás.
8. Finalmente, respecto de consideraciones relativas a la táctica de política monetaria, cabe mencionar que en esta ocasión el mercado mayoritariamente no espera una modificación de la tasa de interés. Aunque se mantienen opiniones bastante generalizadas en cuanto a que en un horizonte de un semestre se daría inicio a un ciclo de alzas de tasas, este ciclo es algo menos acentuado que el esperado el mes pasado. Asimismo, cabe mencionar que en esta oportunidad el público espera un Imacec para abril unas décimas por encima de la estimación preliminar del Banco Central, lo que podría dificultar una correcta comprensión de un eventual movimiento de tasas.

El Presidente ofrece la palabra para comentar las opciones.

El Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel, confirmando lo que dijo el Ministro de Hacienda respecto de lo álgido del tema de los peligros de la deflación, señala que en la conferencia sobre metas de inflación realizada por el Banco Central de la República Argentina, efectuada en Buenos Aires la semana pasada, Ken Rogoff presentó un trabajo sobre los riesgos de deflación mundial. La conclusión principal del estudio es que a nivel global no hay un riesgo importante de deflación, pero sí en algunos países específicos, por ejemplo en Alemania, este riesgo es mayor.

Respecto del análisis de coyuntura y opciones de política, y a diferencia de algunas opiniones anteriores, cree que han habido bastantes novedades respecto del mes pasado. Hay cuatro fuentes de mayores presiones de costo: un aumento del precio del petróleo, un aumento del tipo de cambio nominal en aproximadamente diez pesos, un aumento de la inflación externa relevante para Chile y mayores presiones salariales. Sin embargo, estas presiones de costos se ven aproximadamente compensadas por menores presiones de demanda, reflejadas en una disminución del crecimiento del PIB y del gasto en el segundo trimestre de 2003. Además el mercado está proyectando un crecimiento del país de 4,2% para el año 2004, que está tres décimas por debajo de nuestra proyección. También la economía mundial está más débil, lo que se vio reflejado en las reducciones -no anticipadas hace un mes- de las tasas de política monetaria en Estados Unidos y Europa. Para el mediano y largo plazo, en cambio, las novedades para el crecimiento del país son positivas. A diferencia de la opinión de Sebastián Edwards, quien estimó efectos nulos del Tratado de Libre Comercio con Estados



Unidos para el crecimiento de Chile, estima que cabe anticipar mayores tasas de crecimiento potencial y efectivo, lo que, sin embargo, no tiene mayores consecuencias para la política monetaria. Sin embargo, las mejores perspectivas de mediano plazo ya pueden estar manifestándose en dos indicadores financieros claves, que descuentan los efectos favorables del Tratado de Libre Comercio. Primero, los incrementos en los precios de las acciones -que aparentemente han subido más en Chile que en otras economías durante las últimas tres semanas- y, segundo, las mayores caídas relativas del spread soberano chileno.

En resumen, lo que se ve en Chile es un atraso de la recuperación respecto a las proyecciones de hace un mes atrás, que puede ser moderadamente significativo. Se está anticipando un panorama en el cual el crecimiento para este año está cada vez más cerca del 3% que del 3,5% del IPOM de mayo, y un crecimiento el próximo año eventual que también podría estar más cerca del 4% que del 4,5%, aunque para plazos mayores se anticipe un mayor crecimiento efectivo y potencial.

A la luz de lo anterior, y considerando el objetivo de inflación centrado en un horizonte entre 12 y 24 meses en adelante, el señor Schmidt-Hebbel señala que las novedades y los riesgos están balanceados. Por lo tanto, estima que la opción de mantener la tasa de interés de política monetaria es la más adecuada en estas circunstancias.

El Consejero señor De Gregorio manifiesta que no hay mucho que agregar al análisis realizado por la División Estudios y a la discusión que se ha sostenido.

Su interpretación de lo discutido es que el escenario macroeconómico global no ha variado sustancialmente desde la última reunión de política monetaria o del escenario del IPOM de mayo. Señala que si hay que destacar algún cambio es que se han afianzado las expectativas de una inflación acotada dentro del rango meta en el horizonte de proyección, y en plazos más cortos la evidencia es de una inflación moviéndose hacia la parte baja del rango meta.

Desde el punto de vista de la actividad, se siguen observando indicadores que muestran un grado de recuperación pausada, aunque en el margen se observan cifras algo menos dinámicas de lo que se preveía el mes pasado. Sin embargo, la incertidumbre externa, en particular los riesgos de menor dinamismo de la economía mundial, han aumentado levemente a pesar de una fuerte expansión fiscal en Estados Unidos, que revierte un superávit hace un par de años atrás de 2% del PIB a un déficit cercano a 4% del PIB, pero de dudosa efectividad como las cifras recientes de actividad lo revelan. Sin embargo, la resultante debilidad del dólar puede provocar cierto alivio de materializarse un escenario externo más débil.

Todo lo anterior recomendarían mantener la tasa de política monetaria, lo que se ve reforzado por la inflación negativa observada en mayo y las perspectivas de inflación negativa en junio y julio.

El Vicepresidente señor Marshall manifiesta que su duda es de qué manera se deben recoger las señales de mayor debilidad en el escenario externo y en el margen en el escenario interno. Si se debieran recoger o se debiera seguir la noción de que en el global se mantiene el mismo escenario.

Respecto de la tasa, comparte el análisis que se ha hecho en el sentido que cree que en estos momentos se debiera mantener la tasa, pero tiene su duda. Principalmente eso es para el comunicado, o sea, de qué manera se da cuenta de eso o simplemente se dice que el escenario sigue siendo el mismo.

El señor Ministro de Hacienda manifiesta que, estando de acuerdo con lo que se ha discutido, le parece demasiado abrupto el descartar completamente un tercer escenario. No



cree que la evidencia aquí discutida permita todavía la apertura de un tercer escenario, pero le hubiera gustado algo más de justificación de por qué todavía no se está en condiciones de abrir siquiera ese escenario (de bajar la tasa).

El Presidente señala que una probabilidad de baja sería por el hecho de que las decisiones y las proyecciones de inflación se basan para los próximos 12 y 24 meses, y en los próximos 12 y 24 meses la inflación se va de 3% hacia arriba con varios modelos alternativos. Dado que la política monetaria actúa con un rezago de un año, cree que se tiene un riesgo acotado de que la inflación se vaya de 3% hacia arriba. Si se tuviera una proyección de que hay un riesgo grande que se vaya de 3% hacia abajo, se estaría dando una ponderación mucho más grande al tercer escenario.

El señor Eyzaguirre aclara que es simplemente un matiz hiper sutil porque no existe la sensación que los dos elementos de novedad sean persistentes: ni que el IPCX1 se haya ido un poco más para abajo, ni que la economía mundial esté en una fase de cambio hacia abajo persistente. Por eso, cree que no se abre un tercer escenario todavía. Solamente le hubiera gustado algo más de comentarios al respecto.

El Consejero señor De Gregorio, refiriéndose al último punto que acaba de decir el Ministro, señala que estas son reuniones mensuales de política monetaria. La baja de tasas es algo que no se puede descartar que ocurra en el futuro, en especial si las cifras revelaran mayor debilidad. Lo que ocurre es, que en la coyuntura actual, en particular la que se enfrenta en esta reunión, no le parece que sea una opción relevante. Reitera que no es descartable esta medida en el futuro, aunque de acuerdo a las proyecciones del staff se ve como improbable.

El Consejero señor Desormeaux coincide con la visión que se ha dado aquí, expresando que hace un mes atrás había una visión bastante optimista y que era aún más optimista en el sector privado respecto de las perspectivas futuras de la actividad, y hoy día existe un escenario central que no ha cambiado en lo sustancial pero con un debilitamiento en el margen. Existe también un IPC subyacente que ha revertido una tendencia al alza que preocupó el mes anterior, y eso lleva a que efectivamente haya una preocupación por el hecho de que este debilitamiento se pueda agravar en los meses siguientes.

Señala que no es lo más probable, pero ese riesgo que plantea el Ministro existe y dado ello, cree que el Banco Central lo mejor que puede hacer, hoy día, es esperar a tener más información en lugar de comprometerse tempranamente con un ajuste que probablemente va a ser necesario en los meses siguientes, pero que hoy día resta una opción tempranamente a comprometerse en un camino de reducir el estímulo monetario. Piensa que hoy día, dada la incertidumbre que hay y dado que no hay urgencias en ajustar la tasa, lo mejor es esperar.

La Consejera señora Ovalle manifiesta que los antecedentes presentados en esta reunión no muestran grandes cambios para la economía respecto a los discutidos en mayo, pero hay -como señaló el Consejero Desormeaux- un debilitamiento en el margen especialmente por la persistencia de focos de incertidumbre en las economías de Estados Unidos y Europa.

En el plano interno, los nuevos antecedentes acumulados muestran cifras positivas en algunos indicadores de consumo, especialmente colocaciones hipotecarias y de consumo. No obstante, el mercado inmobiliario muestra menor dinamismo, al igual que la creación de empleo. Las expectativas de inflación, medidas por la Encuesta de Expectativas del Banco Central, reflejan que éstas se mantienen focalizadas en 3% en el mediano plazo, e incluso para el corto plazo han disminuido, y no se esperan cambios en la tasa de política monetaria hasta diciembre de este año.



En un panorama en que nuestras proyecciones de inflación de corto plazo están más cerca del 2% y las de mediano plazo apuntan a 3%, junto con signos de una recuperación sólida pero moderada, cree que no es conveniente modificar, en esta ocasión, la tasa. Es importante tomar en cuenta que un eventual aumento de la tasa de política monetaria constituye un cambio de signo que debería ser persistente, por lo que se debe tener especial cuidado con comenzar a tender a una tasa de política monetaria más neutral antes de tiempo. Cree que en este momento los antecedentes disponibles no justifican dar ese paso, por lo que la opción de mantener y esperar es más válida en virtud de las incertidumbres existentes y de las expectativas de inflación del mercado, tanto para el corto como para el mediano plazo. Asimismo, cree que la idea de que un aumento de la tasa podría propiciar adelantar decisiones de inversión y consumo, es difícil de anticipar. Además, los escenarios que se manejan para la inflación no justifican, en este momento, iniciar un proceso de normalización o de mayor neutralidad en la tasa. Adicionalmente, los índices de inflación que se esperan para los próximos meses permiten ganar tiempo para evaluar la marcha de la economía y actuar conforme a ello, toda vez que las expectativas permanecen ancladas. Por todas estas razones está por mantener la tasa.

El Presidente manifiesta que en la reunión del mes pasado, había dos preocupaciones cuando observaban hacia delante. Una preocupación era la velocidad que estaba tomando la recuperación, lo que iba a llevar a una recuperación de los márgenes a niveles más normales. Estaba la lectura de la inflación del mes que era preocupante y con una inflación subyacente 0,6% una inflación sucia por encima, entonces había una luz amarilla, pero se pensaba que alguno de estos factores iban a ser mitigados por la apreciación que había tenido en ese momento nuestra moneda, los precios del petróleo hacia abajo, entonces, se quería tener más observación antes de tomar una decisión. Hoy existen los achicamientos de márgenes que se pensaba que se estaban trasladando a la inflación subyacente y han desaparecido. Se pasó de la inflación subyacente 0,6% a -0,1%. Al mismo tiempo, la gran preocupación que a medida que tomaba fuerza la economía no solamente los márgenes iban a molestar sino que se achicaba muy rápido la brecha entre producto y producto potencial nos iba a pegar también a la inflación. Ahora se ha visto que en el margen se ha desacelerado la fuerza de la recuperación, se sigue recuperando pero la derivada es menor ahora que la que venía antes. Eso le hace pensar que las dos lecturas son favorables para seguir esperando en el sentido que el achicamiento de márgenes que se veía no está y el alza de la inflación subyacente fue sólo temporal. Por lo anterior, cree que si el mes pasado se decidió esperar, piensa que ahora existe mucho más razón para decidir esperar, por lo tanto, está a favor de mantener la tasa y seguir observando dadas las incertidumbres presentes.

En mérito de lo anterior, el Consejo, por la unanimidad de sus miembros, adopta el siguiente Acuerdo:

49-01-030610 – 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 retira de la Sala el señor Ministro de Hacienda, don Nicolás Eyzaguirre.



V. Comunicado

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

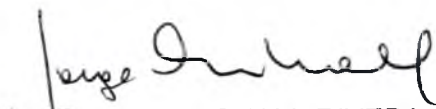
En el ámbito interno, algunos de los datos más recientes sobre la marcha de la economía en abril han sido más débiles que lo esperado. Por ahora ello se considera como un fenómeno puntual y no modifica las perspectivas de que la economía se encuentra en una fase de mayor crecimiento, apoyada por el marcado estímulo monetario actual. No obstante, persisten dudas respecto de la dinámica que tome el crecimiento mundial, especialmente en los países desarrollados.

La información de precios más reciente sugiere que el aumento observado en la inflación subyacente desde comienzos de año se está moderando, mientras que la inflación ha retornado al rango meta. Ambos desarrollos han estado dentro de los márgenes previstos.

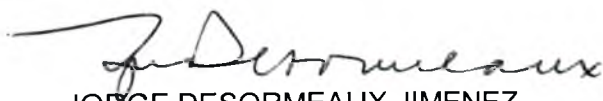
El Banco Central reitera que continuará usando sus políticas con flexibilidad, de manera de confrontar las desviaciones que se proyecten, en cualquier dirección, respecto de la trayectoria esperada de la inflación en relación con la meta establecida.”

El Consejo aprueba el texto del comunicado.

Se levanta la Sesión a las 18,10 horas.


JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente


VITTORIO CORBO LIOI
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)



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION DE POLITICA MONETARIA N° 50
Celebrada el 10 de julio de 2003

En Santiago de Chile, a 10 de julio de 2003, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Vittorio Corbo Lioi y con la asistencia del Vicepresidente don Jorge Marshall Rivera y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina y señor José De Gregorio Rebeco.

Asisten también los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe (S), don Jorge Carrasco Vásquez;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
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.

I. Resolución sobre Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 49, celebrada 10 de junio de 2003.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo el Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 49, celebrada el 10 de junio de 2003, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

II. Resolución sobre Minuta correspondiente a la Sesión N° 49, celebrada el 10 de junio de 2003.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo la Minuta correspondiente a la Sesión N° 49, celebrada el 10 de junio de 2003, la que se aprueba sin observaciones.

III. Fecha Sesión de Política Monetaria del mes de enero de 2004.

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de enero de 2004, para el día 8 de ese mes.

IV. Exposición.

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

Síntesis del mes

Las noticias ocurridas desde la reunión de política monetaria de junio llevan a estimar que, a pesar del buen comportamiento que aún muestra el mercado laboral, la desaceleración de la actividad en el segundo trimestre fue mayor que la prevista, especialmente en el sector industrial. Los indicadores parciales de gasto, en tanto, han mostrado comportamientos mixtos. Por su parte, el escenario de crecimiento mundial más sostenido a partir del segundo semestre se mantiene, gracias a indicadores coyunturales algo más positivos en Estados Unidos. Por el lado de la inflación, más allá de los pronunciados vaivenes mensuales que ha mostrado la inflación del IPC, la inflación anual del IPCX1 se ha acercado al 3%, quizás ligeramente más rápido que lo previsto. Las noticias han venido básicamente de la clarificación del paquete impositivo y de un incremento levemente mayor de la inflación subyacente, con lo que se espera que la inflación anual del IPC alcance 3,1% en diciembre. El incremento en la tasa del IVA contribuye en cuatro décimas a esta última cifra.

Aunque persiste la incertidumbre en el entorno internacional, las cifras más recientes sobre la marcha de la economía de Estados Unidos indican un ritmo de crecimiento menos incierto, lo que se aprecia en la estabilización del sector industrial y la recuperación de las expectativas de los hogares. La reducción de 25 puntos base por parte de la Reserva Federal dio cuenta de una visión que considera que el impulso macroeconómico ya existente debería ser suficiente para empujar, junto con el crecimiento de la productividad, el crecimiento de la actividad y del gasto a partir del segundo semestre. En la zona euro, en tanto, persisten las señales de debilidad, mientras en Asia el impacto del Síndrome Agudo Respiratorio Severo (SARS) sobre el crecimiento se ha disipado. Los precios de los *commodities* siguen mostrando una recuperación moderada de los términos del intercambio. Las noticias más relevantes en este sentido son el incremento en la proyección del precio del petróleo hasta US\$27 por barril para este año, siendo aún prematuro elevar las perspectivas para la inflación importada, debido a la sostenida deflación medida por los índices de valor unitario de importaciones de bienes de consumo.

Los mercados financieros internacionales han tendido a validar la pronta recuperación de la actividad global desde la última reunión de política monetaria. Los principales indicadores bursátiles se mantienen en niveles elevados, mientras las tasas de los bonos de largo plazo de las principales economías se han incrementado. Los *spreads* soberanos de economías emergentes, y los de activos riesgosos en general, continúan en una senda de reducción, lo que también se ha apreciado en el buen acceso al mercado de corporaciones chilenas. Sin embargo, este mejor panorama no se ha reflejado aún en flujos de capitales netos a la región o a Chile, y de hecho la probabilidad de un escenario de entradas relevantes se ha tendido a disipar.

En Chile, las tasas de interés de largo plazo han estado relativamente ajenas a los vaivenes de la economía global, reflejando principalmente un incremento de la inflación esperada a diversos horizontes, en torno a 20-30 puntos base desde la última reunión de política monetaria, hasta 3,0% en días recientes. Este incremento probablemente se asocia con la trayectoria al alza que ha mostrado el precio del petróleo en las últimas semanas, además de reflejar el probable impacto del incremento del IVA en el curso de los próximos meses. En el mercado cambiario se ha visto una apreciación del peso, en términos tanto reales como nominales, desde mediados de junio, la que de acuerdo a los diferenciales de tasas de interés responde a variables fundamentales de equilibrio, por ejemplo, la estabilidad de las condiciones financieras externas y los menores riesgos en el panorama de crecimiento mundial.

Con todo, los mercados financieros locales no parecen haber percibido completamente el cambio en la estimación de crecimiento de la actividad para el segundo trimestre. En particular,



el desempeño del sector industrial fue bastante negativo en mayo, por una desaceleración de los sectores transables —tanto exportadores como sustituidores de importaciones— que ha sido superior a la prevista un mes atrás. Con esto, se estima que el PIB alcanzó un crecimiento de 2,8% en el segundo trimestre, prácticamente medio punto por debajo de lo proyectado en el *Informe* de mayo. Aún se prevé que esta desaceleración será relativamente transitoria, proyectándose un crecimiento de la actividad del orden de 3,5% para el tercer trimestre. La demanda interna sigue mostrando signos de dinamismo, con un freno a las caídas en las ventas de durables y de viviendas y un repunte en la inversión en maquinaria y equipos. Así, y a pesar del deterioro reciente de las expectativas todavía no se acumulan antecedentes suficientes como para modificar la proyección de crecimiento agregado para este año y el próximo. La conjunción de las medidas fiscales de reducción de gastos y aumento de impuestos permiten alcanzar la meta de superávit estructural para este año. Para el panorama del año 2004 será relevante la persistencia de la menor recaudación más allá del efecto de las desgravaciones arancelarias.

El mercado laboral ha continuado mostrando altas tasas de creación neta de empleo, en vez de la desaceleración que se preveía en la última reunión de política monetaria. De todas formas, esta creación de empleo parece ser algo precaria, lo que se puede deducir del importante incremento del empleo por cuenta propia y la disminución sostenida del número de vacantes. Esto permite afirmar el escenario de crecimiento económico con una mayor contribución del trabajo y con estabilidad en la productividad media, incidiendo en una aceleración de los costos laborales unitarios medidos —aunque no necesariamente los efectivos— algo mayor que la prevista. Este último fenómeno se ha visto parcialmente mitigado por el débil incremento de las remuneraciones nominales.

La dinámica inflacionaria de corto plazo ha continuado bastante en línea con lo previsto en el *Informe* de mayo, aunque con algunas sorpresas en algunos componentes más subyacentes. El elemento más novedoso en el panorama inflacionario del segundo semestre es la cuantificación del impacto probable del IVA, el que se estima en tres décimas en octubre —esperándose entonces para ese mes una inflación mensual de 0,6%— y una décima adicional repartida en los meses siguientes. Con ello, la inflación del IPC y del IPCX1 probablemente se ubique algo por sobre 3% y en torno a 4% en diciembre, respectivamente, en torno a medio punto por encima de lo proyectado en el *Informe* de mayo. Como en principio el impacto inflacionario de esta medida será sólo transitorio, se requiere analizar la tendencia inflacionaria limpia del efecto de los impuestos para el diagnóstico de la política monetaria, tal como lo hace un grupo relevante de Bancos Centrales que siguen metas de inflación. En este sentido, se estima que la inflación anual del IPC, neta de la incidencia del incremento del IVA, alcanzará a 2,7% a diciembre. La desgravación arancelaria con Estados Unidos aportará alrededor de una décima de menor inflación promedio en el curso del año 2004.

No se espera que las noticias del último mes sean suficientes para modificar por ahora las perspectivas inflacionarias de mediano plazo, mientras que los escenarios de riesgo tienen implicancias diversas. Por una parte, de persistir de manera relevante la debilidad reciente de la actividad se reducirán las presiones inflacionarias hacia el año 2004 y el año 2005. Por otra parte, el incremento de los costos laborales unitarios ha sido algo superior al previsto. Finalmente, el impacto efectivo del incremento del IVA deberá evaluarse en los próximos meses ya que las observaciones de inflación efectiva permitirán afinar las estimaciones. Las expectativas privadas, en todo caso, siguen ubicándose en torno al centro del rango meta, a pesar de los incrementos recientes.

I. Escenario internacional

Las proyecciones centrales de crecimiento mundial se han mantenido relativamente estables respecto de mayo. Si bien la mayor parte de los países industrializados pasó por un segundo trimestre muy débil, para la segunda mitad del año se prevé que el mundo tomará un ritmo de crecimiento más dinámico, liderado por Estados Unidos. Contribuyen a este escenario las políticas monetarias expansivas aplicadas a lo largo del año, la agresiva política fiscal de Estados Unidos, la desaparición de la incertidumbre que significó el conflicto bélico con Irak y el buen desempeño que han mostrado los mercados accionarios.



Los principales riesgos considerados en mayo —los cuales, aunque más moderados, subsistían hace un mes— han continuado reduciéndose. En cuanto a la actividad de Estados Unidos, diversos indicadores recientemente difundidos dan cuenta de una recuperación en algunos sectores, principalmente el inmobiliario y el de consumo personal, así como de la detención en el deterioro de la actividad del sector industrial y una recuperación importante del componente expectativas futuras de la confianza de los consumidores. Sin embargo, persisten dudas derivadas de que aún no se observa una recuperación significativa del mercado laboral o de la inversión.

En cuanto a otros riesgos, la depreciación gradual del dólar a lo largo del año debiera permitir ir cerrando el déficit de la cuenta corriente de Estados Unidos de manera menos traumática. Asimismo, en las economías emergentes, el impacto del *Síndrome Agudo Respiratorio Severo* sobre la actividad en Asia se ha desvanecido como elemento de riesgo. Por otra parte, la probabilidad de un escenario sustancialmente más positivo en términos de los flujos de capitales también aparece menos probable, en línea con el descenso que han mostrado los indicadores de apetito por riesgo en las últimas semanas.

En línea con la actividad mundial, el precio del cobre ha mantenido una trayectoria al alza, oscilando entre US\$0,75 y US\$ 0,77 la libra, con lo que el promedio para esta variable en el primer semestre alcanzó a US\$0,75. En la medida que la recuperación de la actividad mundial se consolide, el precio del metal deberá continuar con un alza gradual, reforzada por el descenso en los inventarios. Estos últimos mostraron en el primer semestre un nivel 21% inferior al que existía en diciembre, explicado por la mayor demanda de China y Corea. De este modo, se mantienen las proyecciones de US\$0,76 y US\$0,82 la libra para 2003 y 2004, respectivamente.

El precio del petróleo continuó con una tendencia al alza durante junio, situándose algo por sobre US\$27 el barril en promedio. Esta evolución se explica por el descenso que han mostrado los inventarios, asociado a una disminución de la producción de la OPEP, el fuerte incremento de la demanda de gasolina y el lento retorno del petróleo iraquí a los mercados. Con ello, el promedio del primer semestre fue de US\$28,8 el barril. Por su parte, los contratos futuros muestran precios por barril en torno a US\$26 a diciembre, para converger a un nivel de US\$23 hacia fines del 2004. Así, el precio promedio del petróleo durante este año se situaría cerca de US\$27 el barril, por sobre lo previsto en la reunión pasada. Para el año 2004, se mantiene la proyección de un precio promedio entre US\$23 y US\$24 el barril.

Los mercados financieros internacionales estuvieron muy volátiles durante el último mes. En efecto, mientras los mercados accionarios tuvieron un buen desempeño, los bonos y la paridad euro/dólar mostraron una alta volatilidad, respondiendo a las noticias de actividad e inflación en Estados Unidos y Europa. Hacia fines de junio, el retorno de los bonos del Tesoro de Estados Unidos se incrementó, recibiendo un impulso adicional luego de la reducción de tasas de la Reserva Federal. Un comportamiento similar se observó en la paridad dólar/euro a lo largo del período.

Pese a que antes de la reunión del 25 de junio no existía consenso respecto del monto de la baja de la tasa de política de la Reserva Federal, la reducción de 25 puntos base, así como algunos indicadores de actividad positivos, disiparon las expectativas de una rebaja adicional en el futuro. Esto se vio fortalecido por el comunicado entregado por la Reserva Federal tras su decisión, en el que señaló que las condiciones monetarias establecidas serían suficientes para apoyar el crecimiento de la economía. En la zona euro, en tanto, luego de la reducción de 50 puntos base a principios de junio, se formaron expectativas de un movimiento expansivo adicional. Sin embargo, estas perspectivas no se han consolidado, a la espera de nuevos indicadores de actividad y por las señales de las autoridades del mismo Banco Central Europeo.

Los mercados financieros de economías emergentes siguen mostrando una evolución más bien positiva, reflejada en *spreads* soberanos a la baja —o estables en algunas economías—, mercados bursátiles al alza y monedas que en promedio se aprecian. En el caso particular de



Argentina, resultará clave para sus perspectivas el resultado de las negociaciones con el Fondo Monetario Internacional, mientras que en Brasil es importante que se aprueben las reformas actualmente en el Congreso, de manera de afianzar el proceso de estabilización macroeconómica.

En relación con los flujos de capitales, de acuerdo con lo que anticipaba el escenario central de mayo, se registra un retorno gradual hacia las economías emergentes, en línea con las mejores perspectivas de crecimiento y la menor incertidumbre mundial y regional, así como un mayor apetito por riesgo. Esto se ha reflejado en una reducción de los *spreads* de bonos emergentes y de las empresas de alto rendimiento de Estados Unidos. En todo caso, la probabilidad de un escenario de flujos de capitales mucho más abundante parece actualmente menor que hace algunos meses.

II. Mercados Financieros

Desde la última reunión, las tasas de los documentos del Banco Central de Chile de mediano y largo plazo se han mantenido relativamente estables, con menor volatilidad que la observada en los mercados financieros externos. Las tasas de los BCU-5 han fluctuado entre UF+2,7% y UF+2,9%, mientras que las de los BCU-10 lo han hecho en un rango de cien puntos base sobre estos valores. Los mercados financieros no parecen percibir un cambio sustantivo en el escenario de crecimiento local, lo que ha acotado el grado de variabilidad de las tasas de documentos reajustables.

Por otro lado, las tasas de los documentos nominales y de las captaciones reajustables de mediano plazo han reflejado perspectivas de inflación algo más elevadas. A dos y cinco años éstas se han acercado a 3%, desde los niveles en torno a 2,5% que presentaban un mes atrás.

Aunque se aprecia un empinamiento de la curva de rendimiento de los documentos del Banco Central de Chile a plazos más cortos, ello respondería más a una normalización luego de un período de tasas cortas muy reducidas, que a una acentuación de las expectativas de alzas de la tasa de política monetaria. En efecto, las tasas de captación a menos de 90 días reportadas por las mesas de dinero se mantienen en torno a la tasa de política monetaria. Con estos antecedentes, la curva *forward* de las últimas semanas muestra que el mercado esperaba un alza de la tasa de política monetaria de 25 puntos base durante el tercer trimestre y de otros 50 puntos base a comienzos de 2004. Por su parte, la encuesta de expectativas de julio indica una tasa de política monetaria de 25 puntos base por sobre su nivel actual para fines de 2003, la que aumentaría otros 50 puntos base para mediados de 2004.

Las condiciones crediticias han continuado estables, aunque algo menos expansivas en el margen. Por un lado, las tasas de interés de colocación, aunque con bastante volatilidad, siguen en niveles promedio similares a los de meses anteriores. Las colocaciones de la banca, por su parte, muestran un crecimiento algo menor en los meses más recientes, probablemente asociado a una desaceleración de los créditos de consumo. Las colocaciones de bonos corporativos han tenido un mayor dinamismo en el último tiempo, con colocaciones totales superiores a 15 millones de unidades de fomento entre mayo y junio. La TIR media de estos bonos se ha mantenido en promedios similares a los de meses anteriores, lo mismo que la TIR media de las letras de crédito.

En los agregados monetarios se sigue apreciando una normalización de los saldos que mantienen los agentes, luego del fuerte incremento de la liquidez durante el primer trimestre. El crecimiento anual del M1A se ubicó algo por sobre 21% en junio, esperándose que caiga hasta 14% en agosto. A su vez, el M2A y el M7 presentaron durante el mes pasado tasas bajas de expansión anual (3,6% y 7,7%, respectivamente), por la menor demanda de depósitos a plazo y la mayor preferencia de los inversionistas institucionales por otras inversiones, tales como acciones y bonos, tanto en Chile como en el exterior.

Tipo de cambio

Luego de ubicarse entre \$710 y \$720 por dólar durante la primera quincena de junio, el dólar perdió valor respecto del peso chileno cayendo entre quince y veinte pesos, en línea con perspectivas globales más favorables. Esta apreciación se produjo a pesar de que el diferencial entre tasas externas e internas se ha mantenido prácticamente estable desde mayo. Esto indica que la apreciación del peso respondería a factores más bien fundamentales asociados a la situación de la región y al buen acceso de las corporaciones chilenas al crédito externo.

En términos reales, y en línea con lo anterior, se espera para julio una apreciación multilateral del peso de entre 1% y 2% mensual, la que se acercaría a 3% si se consideran las principales monedas (TCR-5). En cuanto a las paridades bilaterales, el peso chileno se mantiene más depreciado que el año 2002 con respecto al real brasileño y al peso argentino.

Las expectativas que se extraen de los contratos futuros y cotizaciones de *Bloomberg* indican que el peso terminaría el año en torno a \$710 por dólar. Dicho valor es levemente superior al entregado por la encuesta de julio (\$705 por dólar).

Bolsas

Las bolsas internacionales presentaron una recuperación con altibajos en junio, determinada por la aparición de diversos indicadores parciales de actividad en Estados Unidos. Así, el *Dow Jones* creció 2,3% y el *Nasdaq* 2,8%. El índice de ADR latinos siguió la trayectoria del *Dow Jones* (1,8%), en tanto el indicador de ADR chilenos sufrió un fuerte retroceso durante la segunda quincena del mes (-3,3% en junio).

En el mercado local se verificaron trayectorias similares a las de las bolsas externas, con el IPSA manteniéndose cercano a su máximo anual. Ello se explicó, además, por las mejores expectativas de negocios internos (venta de acciones por parte de Enersis, fusión de Falabella y Sodimac).

III. Actividad y empleo

Las noticias del último mes han llevado a reducir el crecimiento proyectado de la actividad para el segundo trimestre. El menor resultado del sector industrial, junto con revisiones en la minería, llevaron a una corrección a la baja tanto en el Imacec de mayo (0,6 puntos porcentuales) como en el PIB del segundo trimestre (0,4 puntos porcentuales). Este último se ubica hoy en 2,8%, con una velocidad de expansión anualizada de 1,9%. Para el tercer trimestre, se espera un crecimiento en torno a 3,5%, empujado por una expansión de dos dígitos en la minería, con un crecimiento de la demanda interna cercano a la misma cifra.

En la industria, el menor desempeño se debió a una desaceleración de la actividad de los sectores transables. Por un lado, la entrada en vigencia del tratado de libre comercio (TLC) entre la Unión Europea y México a principios del próximo año está ya reduciendo las exportaciones de camionetas y automóviles desde Chile a esa nación, mientras se aprecia una caída en la actividad de sectores que compiten con importaciones de textiles y calzado desde Argentina. Adicionalmente, algunos sectores exportadores asociados a la agroindustria adelantaron su temporada, lo que afectó el perfil de crecimiento sectorial durante el primer semestre. Estos tres aspectos, considerados relativamente persistentes, contribuyeron en conjunto con tres puntos porcentuales de menor expansión de la industria en mayo con respecto al primer cuatrimestre de este año. En el sector minero, la caída se produjo tanto por menor valor agregado como por menor producción respecto de los planes de las principales compañías mineras.

La estimación de la demanda interna también se corrigió a la baja para el segundo trimestre, situándose actualmente en torno a 3,5%, principalmente por una menor expansión de las

importaciones en junio. Para el tercer trimestre, se espera un crecimiento algo por sobre el previsto hace un tiempo, pero similar al del segundo trimestre (3,5%).

Demanda interna

La información de mayo sobre los indicadores parciales fue mixta. Por un lado, el crecimiento del consumo habitual se mantiene estable respecto de lo observado en el primer trimestre. Las ventas de supermercados del Instituto Nacional de Estadísticas recuperaron su ritmo de expansión, mientras que las medidas por la Cámara Nacional de Comercio (ex Asociación de Supermercados de Chile) arrojaron un fuerte crecimiento anual, manteniendo el dinamismo de meses anteriores.

Por otro lado, las ventas de automóviles alcanzaron las 9.460 unidades, deteniendo así la caída que se observaba desde principios de año. Las ventas durables medidas por la Cámara Nacional de Comercio también se mantienen en niveles elevados. Finalmente, las ventas de durables del Instituto Nacional de Estadísticas tuvieron una recuperación marginal, a la vez que las importaciones de bienes de consumo durable registraron una expansión anual similar a la del mes anterior (18%), superando los US\$100 millones.

Las expectativas de los agentes tuvieron un retroceso en junio, después de la recuperación de abril y mayo. Se apreció una caída en prácticamente todos los componentes del índice, excepto en la percepción del momento para compras del hogar.

En el último bimestre, los indicadores de inventarios continúan mostrando comportamientos disímiles, con un quantum de importaciones de bienes de consumo estable en abril y mayo, mientras que la razón producción a ventas tuvo una importante caída en igual período.

La formación bruta de capital continuó dinámica, con ventas e importaciones de capital que evidencian la aceleración de la inversión en el primer semestre. Los quantum de importaciones de capital, en particular, crecieron en mayo tan fuertemente como lo hicieron en abril, alcanzando niveles similares a los registrados a comienzos de 2001. La información parcial de junio (valores) muestra una leve contracción en tendencia desestacionalizada de las importaciones de estos bienes. Esta dinámica es reflejo del ciclo de acumulación de maquinaria por parte de Celulosa Arauco, esperándose una caída en niveles de estas importaciones para el segundo semestre del año.

Las noticias del sector inmobiliario son, en general, positivas para mayo. Al igual que en el caso de las compras durables, las ventas de casas y departamentos mostraron una incipiente recuperación luego de la caída de los últimos meses, con ventas por sobre las 1.000 unidades. Asimismo, los *stocks* de viviendas nuevas mantienen su expansión, no obstante lo cual los meses necesarios para agotarlos disminuyeron de 16 a 14,2.

En contraposición, los permisos de edificación mostraron una contracción en su tendencia —mayoritariamente en los establecimientos— después del punto máximo observado el mes anterior.

Política Fiscal

Durante abril, el balance global del gobierno central se hizo más deficitario que durante el primer trimestre de 2003, debido a que los ingresos totales del gobierno central —en especial los tributarios— desaceleraron su crecimiento. Además, tal como se esperaba, los gastos totales —en particular la inversión pública— registraron un aceleración de su crecimiento anual, a consecuencia de la normalización de su patrón estacional. Así, el déficit fiscal en el año móvil que va de mayo de 2002 a abril de 2003 se ubicó en 0,5% del PIB respectivo.

No obstante lo anterior, las noticias más relevantes en el ámbito fiscal han estado dadas por el conjunto de medidas para asegurar el cumplimiento del superávit estructural de 1% del PIB. La



Dirección de Presupuestos estimó recientemente en US\$420 millones los menores ingresos fiscales con respecto a lo establecido en la Ley de Presupuesto del año 2003. De ellos, cerca de US\$240 millones corresponden a la entrada en vigencia del Tratado de Libre Comercio con la Unión Europea en febrero y a la implementación inicial del programa Chile Solidario. La diferencia se explica, según la Dirección de Presupuesto (Dipres), por el resultado de la operación renta y la reducción de las ventas físicas de Codelco.

Frente a esta situación, el incremento del IVA permitirá recaudar cerca de US\$80 millones este año, lo que junto con el recorte de gasto por US\$275 millones, que disminuye el crecimiento anual del gasto con efecto macroeconómico desde el actual 3,4% a menos de 2%, deja un remanente de menores ingresos por US\$65 millones. Este remanente posiblemente se financie con la venta de las acciones de empresas sanitarias. Con el conjunto de medidas anunciadas, el Ministerio de Hacienda mantiene su proyección de balance contable de -0,7% del PIB para el año 2003.

Para el año 2004, aunque en principio el incremento de los impuestos y la reducción de gastos permiten lograr la meta de superávit estructural, ello dependerá de cuán persistente sea la caída de los ingresos fiscales (no asociables a los Tratados de Libre Comercio) anunciada por la Dipres hace algunos días.

Sector externo

Los cálculos provisorios de quantum de exportaciones para el segundo trimestre han sido corregidos marginalmente a la baja respecto del mes anterior y del *Informe* de mayo, esperándose una variación de 2,0% en el trimestre. De esta forma, los volúmenes de los envíos agrícolas mostraron la mayor expansión anual (13,9%), seguidos por un aumento moderado en los industriales (2,9%). Compensa parcialmente estos incrementos la caída de 1,2% que se estima para las exportaciones mineras.

Las importaciones de bienes para el segundo trimestre también tuvieron una corrección (quantum), principalmente por un ajuste a la baja en las intermedias. Se estima que las importaciones habrían aumentado 5,9% en el segundo trimestre, dándose la mayor expansión en los bienes de consumo (19,6%), seguidos por los de capital, que aumentaron 12,7%, explicado de manera importante por la internación de maquinaria para la industria de la celulosa en abril y mayo. Las importaciones de consumo intermedio aumentaron 0,9% durante el segundo trimestre.

En junio, las exportaciones FOB ascendieron a US\$1.623 millones, lo que representa una caída de 1,2% en doce meses. Las importaciones CIF, por su parte, disminuyeron 4,6% (US\$1.434 millones).

Mercado laboral

Durante el trimestre móvil finalizado en mayo el panorama del mercado laboral, pese a lo anunciado por indicadores líderes (vacantes), mostró un comportamiento positivo, revirtiendo la debilidad observada un mes atrás. La ocupación se mantuvo en niveles históricamente altos y el nivel de empleo tanto total como privado registró los mayores crecimientos anuales en lo que va del año (INE).

Respecto del trimestre móvil anterior, el número de personas ocupadas —descontando efectos estacionales— aumentó en 34 mil puestos de trabajo, siendo también el mayor incremento registrado durante el año. Por su parte, los programas de empleos directos y subsidios a la contratación por parte del gobierno continuaron cayendo, lo que reafirma la influencia del empleo privado sobre la recuperación del empleo total.

La tasa de desempleo desestacionalizada mostró una leve caída en el margen (8,7% comparada con 8,8% en abril) explicada por el crecimiento de la tasa de participación (53,4% frente a 53,1% en abril) y el moderado aumento de los desocupados de la fuerza de trabajo.



Para junio, el indicador de vacantes, descontando efectos estacionales, continuó cayendo, lo que sigue anticipando una desaceleración en la creación de empleo para el segundo semestre. A su vez, el indicador de empleo privado de la AChS para mayo registró un crecimiento anual similar a los meses previos, con un alza en el nivel de ocupación marginal en términos desestacionalizados. Por sectores, la industria registró el mayor incremento tanto en el nivel de ocupación (16.000 nuevos puestos de trabajo en términos desestacionalizados respecto del trimestre anterior) como en la variación en doce meses (6,7%).

La evolución de la ocupación formal e informal muestra que, a partir de marzo de 2002, la categoría informal —trabajadores por cuenta propia y familiares no remunerados— registró un aumento importante de nivel con tasas de crecimiento en doce meses cada vez más altas. Su peso relativo sobre el empleo total alcanzó alrededor de 27% entre 1990 y 1995, para caer a principios de 1996 y crecer paulatinamente hasta su máximo histórico registrado en mayo último (28,8%). Por su parte, el empleo formal —trabajadores asalariados, empleadores y personal de servicio— registra un crecimiento anual prácticamente nulo desde el tercer trimestre de 2002. Estas trayectorias reflejan el débil comportamiento de las vacantes, que es posible asociar al empleo contratado —por lo tanto formal— de acuerdo con esta definición.

IV. Precios y costos

Durante junio, el IPC tuvo una variación nula, al mismo tiempo que el IPCX1 aumentó 0,2% debido al *shock* de precios que también se espera afecte la inflación del tercer trimestre. A esto se suma el aumento del IVA en octubre, con un efecto en la inflación que ya se aprecia en el leve incremento de las expectativas del sector privado para diciembre.

El IPC de junio estuvo por encima de las estimaciones que se manejaron internamente durante el mes y por debajo de las estimaciones del mercado. Los factores detrás de esta inflación fueron el residuo de la baja de la tarifa de la locomoción colectiva de mayo, el aumento promedio del precio de los combustibles y de algunos alimentos y productos médicos. El IPCX cayó 0,2% en el mes, al mismo tiempo que el IPCX1 aumentó 0,2%. El efecto de la locomoción colectiva incluido en el primero y no en el segundo explica la diferencia. Con esto, el incremento del IPC en doce meses llegó a 3,6%, mientras que el del IPCX llegó a 2,7% y el del IPCX1 a 2,8%.

El resultado del IPCX1 en junio estuvo afectado por el incremento que anotaron los productos médicos y lácteos. En el primer caso, más allá del traspaso cambiario que se le asocia, tuvo un aumento ligado a un producto en particular, por lo cual no se anticipa una persistencia de este comportamiento. Respecto de los productos lácteos, factores de oferta asociados a la menor producción de leche han inducido un importante aumento del precio de producción desde fines del 2002 (entre 15% y 20% de acuerdo con las proyecciones a junio). Ello ha implicado un aumento de 11% en el precio al consumidor en similar lapso, del cual la mitad se concentró en junio. La posibilidad de un incremento adicional en el precio al consumidor de la leche, así como el efecto en sus subproductos, implica un aumento de la inflación del IPCX1 estimada para el tercer trimestre en alrededor de 0,1 puntos porcentuales. Esto, sumado al incremento ya verificado en junio, implica una inflación del IPCX1 de 0,2 puntos porcentuales por sobre lo anticipado en junio.

Estos mismos elementos explican la evolución disímil de las medidas alternativas de inflación subyacente. Por un lado, el IPCX2 —que elimina los productos médicos, pero incluye los lácteos— aumentó 0,2% en el mes, con una inflación anual que subió hasta 2,9%. A su vez, la inflación subyacente a través de medias podadas señaló aumentos entre 0% y 0,1% para el IPC, el IPCX y el IPCX1. Por último, la mediana del IPCX1 volvió a situarse cerca de 0%, sin indicar, pese al aumento de la inflación anual del índice, un incremento generalizado de los precios incluidos en el indicador.

Por el lado de los salarios, durante mayo la variación anual de las remuneraciones nominales continuó descendiendo. Así, el Índice de Remuneraciones por Hora y del Índice del Costo de Mano de Obra crecieron 3,7% y 3,6%, respectivamente. Lo anterior muestra que el crecimiento



de los salarios nominales se ha ubicado algo por debajo de lo que se deduciría del desfase habitual con la inflación por las cláusulas de indización.

A pesar del comportamiento de los salarios, el bajo crecimiento de la productividad total, en especial en el sector industrial, provocó un aumento de los costos laborales unitarios. El incremento fue especialmente visible en el sector industrial, debido al impacto que tuvo el mayor empleo sobre la productividad. Parte importante de este incremento, no obstante, está asociado al empleo de tipo informal, por lo que su impacto sobre los costos laborales efectivos puede ser más acotado.

Las expectativas de inflación del sector privado, deducidas del diferencial entre tasas nominales y reales a dos y cinco años, muestran un aumento respecto de la anterior reunión. Es así como para ambos plazos la inflación esperada está en niveles de 3% para comienzos de este mes. Por su parte, los resultados de la encuesta de expectativas del sector privado indican una inflación de 3,1% para un año plazo y de 3,0% a dos años. Esta misma fuente mostró un leve incremento de la inflación esperada a diciembre de este año. A su vez, la encuesta a las mesas de dinero arrojó un incremento de 15 puntos base en la inflación esperada a un año respecto de la reunión pasada (2,7%), manteniéndose estable a 24 meses en 2,8%. Este movimiento de las expectativas de inflación a un año, estaría asociado al impacto previsible del alza del IVA y, en menor medida, a la trayectoria del precio del petróleo.

Perspectivas de corto plazo

Estimaciones iniciales indican que en julio el IPC tendría una variación de entre 0% y -0,1%. La principal explicación de este resultado es una baja del precio promedio de los combustibles — en especial del gas licuado y la gasolina— a lo que se sumaría la habitual estacionalidad de los rubros de vestuario y equipamiento de la vivienda. Con ello, el incremento anual del IPC se situaría en 3,1%. Por su parte, se anticipa que la inflación del IPCX y del IPCX1 se ubiquen con variaciones mensuales de 0,1% y 0,2%, respectivamente, lo que representa un alza de una décima con relación a lo previsto el mes pasado, por la persistencia de las noticias de mayor inflación en junio.

Para el tercer trimestre en su conjunto, se prevé que la inflación anual del IPC continuará descendiendo hasta cifras en torno a 2,5% anual en agosto. La inflación anual del IPCX y del IPCX1, en tanto, se mantendría con una senda de aumento gradual, hasta cerca de 3%. En el cuarto trimestre se verificará el impacto del incremento en el IVA, el que se estima tendrá una incidencia instantánea de tres décimas, con una décima adicional repartida en los meses siguientes. Con ello, la inflación mensual de octubre se ubicaría en 0,6% y la anual en 2,1%. A diciembre, la inflación del IPCX1 llegaría a 4%, mientras que la del IPC aumentaría hasta cifras algo por sobre 3% (tabla 3).

Tabla 3: Proyección de corto plazo IPC e IPCX

	% var. anual				% var. mensual			petróleo (US\$/barril)	TCO (\$/US\$)
	ipc	ipc**	ipcx	ipcx1	ipc	ipcx	ipcx1		
Jun	3.6	3.6	2.7	2.8	0.0	-0.2	0.2	27.4	709
Jul	3.1	3.1	2.7	2.9	0 / -0,1	0.1	0.2	26.9	700
Ago	2.9	2.9	2.7	3.1	0.2	0.1	0.2	26.2	700
Sep	2.4	2.4	2.8	3.1	0.3	0.3	0.3	25.2	700
Oct	2.1	1.8	2.9	3.4	0.6	0.5	0.5	25.0	700
Nov	2.5	2.2	3.3	3.8	0.3	0.3	0.2	25.0	700
Dic	3.1	2.7	3.5	4.0	0.1	0.3	0.4	25.0	700

** Inflación del IPC sin la incidencia del incremento en el IVA.

Estas perspectivas inflacionarias de corto plazo son coherentes con las proyecciones realizadas en el último *Informe* —las que consideraban una inflación del IPC y del IPCX1 promedio de 2,1% y de 3,3% para el cuarto trimestre—, las que fueron actualizadas con el leve incremento esperado en la inflación del IPCX1 para julio, el mayor precio de los combustibles y la estimación de la incidencia del aumento en el IVA.



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

El Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic, comenta sobre los supuestos de actividad mundial que están en las proyecciones. Señala que las proyecciones suponen un repunte fuerte en el crecimiento, a partir del tercer trimestre de este año y hay varias razones para suponer que eso debiera darse, dado el fin del conflicto en Irak, las favorables condiciones financieras, la reducción del precio del petróleo, la política monetaria expansiva en las economías avanzadas y política fiscal expansiva en Estados Unidos. Estando ya en julio, sin embargo, cabe preguntarse si es que hay evidencia directa de actividad o de demanda que fundamente ese previsto crecimiento rápido a partir del tercer trimestre, particularmente en Estados Unidos. Y sobre eso, si se hace la revisión de los indicadores de los componente de la demanda, se ve que hay ciertos factores que avalan un empuje en esa dirección. En particular, ello se da por el lado del consumo personal, como por ejemplo se refleja en los índices de confianza del consumidor, especialmente en lo que tiene que ver con el componente de expectativas futuras que ha demostrado buenos resultados.

Señala también que hay buenos indicadores por el lado de la inversión residencial que muestran cambios también importantes. Pero subsisten algunas dudas, en particular, por dos elementos que son fundamentales. En primer lugar, las proyecciones suponen crecimiento importante en los inventarios y eso es algo que todavía no se ha visto. En segundo lugar, más allá que se ha visto en el margen en los últimos meses una mejora de los indicadores antes mencionados, los supuestos de crecimiento en estos componentes son bastante fuertes para el tercer trimestre. Por ejemplo, típicas proyecciones son que el consumo pasará de tener una tasa de crecimiento del 2% en el segundo trimestre, a mostrar cifras de 3,5% o más en el tercer trimestre. Por lo tanto, cabe preguntarse si los cambios serán lo suficientemente fuertes como para realmente llevar a las cifras que se están suponiendo en las proyecciones.

Como conclusión, señala el señor Jadresic, hay indicadores que validan la impresión de un repunte a partir del tercer trimestre. Sin embargo, todavía hay un riesgo más bien a la baja en el sentido que no se sabe si todavía ese repunte va a ser suficiente y si, en el caso de inventarios, va a haber una acumulación importante.

El Presidente dice que lo resumiría diciendo que el riesgo está más que todo en el tiempo, porque recién se ha mostrado que las proyecciones para el año 2004 se han revisado al alza y la gente cree que con todo este estímulo la economía va a partir, pero como bien dice el señor Jadresic, ya estamos en julio, por lo tanto hay un riesgo en el tiempo en el sentido de saber si el repunte va a partir en el tercer o cuarto trimestre, pregunta que hay que hacer bien en serio porque hay un riesgo claro que se corra para el cuarto trimestre.

El Vicepresidente consulta qué efecto tendría ese riesgo. Contesta el señor Jadresic diciendo que eso afecta por el lado del precio de las exportaciones en términos de intercambio.

El Gerente de Análisis y Operaciones Internacionales, don Sergio Lehmann, manifiesta que en relación a las dudas respecto a la actividad en Asia, desea señalar que las expectativas, en general, de los bancos de inversión es que al segundo semestre esta región tendría una fuerte recuperación en términos de crecimiento. De hecho, algunos bancos de inversión tenían internalizado, por ejemplo, la caída en el PIB de Singapur y de otras economías asiáticas.

Agrega el señor Lehmann que las apuestas son de una recuperación importante de Asia a partir del tercer trimestre, tras la baja en el segundo, vinculada principalmente con el Síndrome Agudo Respiratorio Severo, y que tendría, por tanto, un carácter transitorio.



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:

1. En la reunión de política monetaria de junio, el Consejo decidió mantener la tasa de política inalterada en 2,75%. Mientras la inflación y sus perspectivas seguían dentro de los márgenes previstos, algunos de los datos más recientes sobre la marcha de la economía en abril fueron más débiles que lo esperado, especialmente en el mercado laboral y en el sector industrial. Esto último se consideró como un fenómeno probablemente puntual, aunque persistían dudas respecto de la evolución futura del crecimiento mundial.
2. Las noticias más importantes desde la última reunión son las siguientes:
 - La inflación de junio fue una décima superior a lo esperado. Como se comenta en la minuta preparada para esta reunión, la noticia más relevante para la inflación de la segunda mitad del año es el aumento del IVA, el que en principio sólo generaría un cambio por una sola vez sobre el nivel de precios. Con todo, la inflación a fines de año estará por sobre lo previsto en el informe de mayo, tanto por el efecto del IVA como por una evolución de la inflación subyacente ligeramente mayor a la esperada.
 - Los costos laborales unitarios medidos (aunque no necesariamente los efectivos) están aumentando algo más rápido que lo previsto a pesar de la desaceleración que muestran los salarios.
 - Desde la última reunión, los tipos de cambio nominal y real han mostrado una pequeña apreciación.
 - Por el lado real, la última información del mercado del trabajo revirtió el panorama de desaceleración que se verificó el mes anterior. Sin embargo, los indicadores de actividad de mayo han seguido mostrando un panorama menos dinámico que el esperado, especialmente en el sector industrial. Aunque aún se estima que estas señales de debilidad son insuficientes para modificar el panorama futuro descrito en el *Informe* de mayo, los riesgos para la actividad doméstica se encuentran sesgados al lado negativo.
 - Luego de la rebaja de tasas de interés por parte de la Reserva Federal, los indicadores financieros señalan que, en el margen, han disminuido los riesgos de que se siga postergando el esperado aumento en el crecimiento global, particularmente en Estados Unidos.
3. A la luz de estas noticias y del conjunto de antecedentes revisados en la minuta de política monetaria preparada para esta reunión, las opciones de política monetaria que aparecen como más plausibles son las mismas de las tres reuniones previas: mantener la tasa de interés en su nivel actual o aumentarla, posiblemente en un monto acotado, por ejemplo 25 puntos base.
4. En esta oportunidad, y a diferencia de las últimas reuniones, no es sencillo argumentar que se debe descartar un recorte de la tasa de política monetaria como una opción relevante. De hecho, las noticias del sector real muestran precisamente que hay riesgos de que la economía no siga en la fase de mayor crecimiento que se describió en el último *Informe* y, por lo tanto, no disminuya la brecha de capacidad con la intensidad esperada, ni se produzcan las mayores presiones de inflación implícitas. A modo de ejemplo, los sectores distintos a recursos naturales pasaron de crecer cerca de 4% anual en el bimestre febrero-marzo a tasas algo mayores a 2% en el segundo trimestre, con caídas en el nivel de actividad con respecto al trimestre anterior en sectores importantes como industria, comercio y construcción. Sin embargo, como un escenario de desaceleración que se



prolongue en el segundo semestre es todavía sólo un riesgo, no se considera que se hayan acumulado antecedentes para reducir las proyecciones de inflación para el próximo año, antecedente que sería clave para plantear una opción de reducción de tasas hoy. Además, considerando que, al igual que lo contenido en el último *Informe*, la trayectoria esperada para la inflación del IPCX1 se encuentra en la mitad superior del rango meta —la incidencia del IVA, que alcanza hasta medio punto en esta medida de inflación subyacente, explica sólo lo que sucede en los próximos 12 meses— es difícil argumentar que exista espacio para una rebaja de tasas de interés que actúe como un “seguro” contra el escenario de riesgo descrito. Por último, cabe destacar que mantener las tasas en su nivel actual por un período más prolongado implica aumentar el impulso monetario respecto a lo anticipado hace algunos trimestres.

5. Al igual que el mes anterior, el principal argumento detrás de la opción de una pequeña alza en la tasa de interés, que modere el acentuado impulso monetario actual, es adelantar un ciclo que ocurrirá con una probabilidad elevada durante los próximos meses, y que es coherente con el escenario de inflación planteado en el punto anterior. Iniciar oportunamente la normalización de la política monetaria podría evitar desviaciones de la inflación de la meta de 3% o la necesidad de ajustes de política posteriores más enérgicos.
6. En contra de esta opción está el argumento del escenario de riesgo para la actividad doméstica que se ha ido configurando en el último par de meses. En este escenario podría ser necesario mantener el estímulo monetario por un tiempo más prolongado que el previsto, o incluso aumentario. Un alza de tasas hoy sería, para esos efectos, negativo tanto por el efecto directo sobre la actividad y la inflación como por las restricciones que un movimiento de este tipo podría imponer sobre los movimientos futuros de tasas de interés por parte del Banco Central. Al escenario descrito se añade que subsiste parcialmente la incertidumbre respecto a la velocidad que tomará la economía mundial en el segundo semestre.
7. Considerando lo anterior, la principal justificación para mantener la tasa de política monetaria es que ello permite esperar tener más antecedentes, sin arriesgar iniciar un movimiento de tasas de interés excesivamente temprano. Además, esta opción es coherente con el diagnóstico de que no hay antecedentes suficientes para modificar las perspectivas de mediano plazo de la inflación, las que se mantienen cercanas a 3% en el horizonte de proyección, a pesar del cambio en el IVA y los movimientos en el precio del petróleo. Aunque existe el riesgo de un cierre de holguras más lento, esto se contrapone con que el horizonte de proyección comienza a incluir un período en que la inflación podría estar marginalmente por encima de 3% dado el marcado sesgo expansivo que tiene actualmente la política monetaria.
8. Finalmente, respecto de consideraciones relativas a la táctica de política monetaria, cabe mencionar que en esta ocasión el mercado mayoritariamente no espera una modificación de la tasa de interés. Asimismo, en esta oportunidad el mercado está esperando un crecimiento del PIB para el segundo trimestre un par de décimas mayor que la estimación que se maneja internamente, lo que probablemente tenga efectos en la trayectoria esperada de tasas de interés.

El Presidente ofrece la palabra para algunos comentarios.

El Vicepresidente señala que, con respecto a la primera parte, no logra cuadrar ciertas cosas. Por un lado, dice, los señores Jadresic y Lehmann comentan que el escenario internacional es más o menos el mismo que se observaba en el IPOM. En el lado interno, uno dice que los flujos de capitales o spread están mejores de lo que se tiene en el IPOM, mejores resultados efectivos, estadísticamente. Para el lado de la demanda interna se dijo que la inversión da lo mismo porque no había expectativas respecto a la inversión, y queda el consumo que depende del empleo y el empleo ha estado mucho mejor de lo que se pensaba, y las cifras se van a corregir a la baja. Por todo lo anterior, el señor Marshall manifiesta que no logra cuadrar, porque el mercado lo que va a estar observando en los próximos meses es un



IMACEC en torno a 2%, 2,5% y el Banco Central le va a decir que todas las cifras son para mejor, pero se está corrigiendo el producto a la baja.

El Presidente manifiesta que en la parte internacional, lo que han dicho los señores Jadresic y Lehmann es que las proyecciones no han cambiado, por lo tanto, lo único que están diciendo ahora es que se corrió para adelante, pero aquí tenemos proyecciones anuales. Las proyecciones para el año no han cambiado, incluso se mostró que cambió, marginalmente, una décima, pero la realidad ahora requiere que para que se den esas proyecciones tiene que haber, como decían ellos, mucho crecimiento hacia adelante y eso está por verse, pero ya el mercado esperaba en Estados Unidos tener cifras muy buenas después de Irak y cuando se preparó el IPOM de mayo se veía que la guerra terminaba y que luego venía la recuperación, lo que se ve más lejos.

El Gerente de División Política Financiera indica que, por un lado, hay un crecimiento de la demanda del PIB algo más lento de lo que se esperaba, pero al mismo tiempo se está viendo una aceleración de la inflación que más allá de las cosas puntuales, se refleja en todas las medidas subyacentes y también en la medida de la mediana. El punto que podría conectar ambas cosas es que también se está viendo un crecimiento de la productividad muchísimo más bajo de lo que posiblemente se había presupuestado y eso explica que hay costo de mano de obra más alto y un crecimiento del empleo que no se refleja tan rápido en crecimiento de la producción. Entonces, por qué podría ser ese crecimiento de la productividad tan lento?, porque no ha habido ninguna recuperación de la inversión a través de todo este ciclo, así que no ha habido una expansión de capacidad a nivel de las empresas. Además, la mayor parte del empleo corresponde a cuenta propia, probablemente con muy poco capital asociado, entonces, una hipótesis que podría cuadrar esto es que en las proyecciones del PIB potencial o de brecha estén desalineadas, o sea, que se puede encontrar con una barrera más luego de lo que se esperaba porque no ha habido crecimiento de la inversión, no ha habido crecimiento de la productividad y por lo tanto, esa recuperación de empleo y de consumo podría toparse más luego con restricciones de capacidad.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, cree que hay dos aspectos que quizás no están muy destacados en el análisis, porque posiblemente son todavía muy tentativos. Uno se refiere a la debilidad del sector industrial en el segundo trimestre especialmente asociado a subsectores transables por competencia fuerte de importaciones de Argentina o por debilidad de sectores que llevaron el carro por el lado de las exportaciones en el primer trimestre. De esta manera, la misma postergación del escenario de crecimiento mundial nos está afectando ahora. Esto no está necesariamente relacionado con lo que está ocurriendo con empleo y con consumo, lo que, por lo que se observa, está bastante dentro de lo proyectado.

El segundo aspecto es lo relacionado con lo que mencionaba Luis Oscar Herrera que también hay una forma de compatibilizar un escenario de bajo crecimiento, más allá de lo que ocurre con el mundo, en un contexto de mayor inflación. Eso es consistente con situación de brechas de capacidad que son quizás inferiores, hasta quizás la mitad de lo que se había proyectado para este año, pero eso indudablemente implica un cambio en el diagnóstico del crecimiento potencial bastante fuerte con respecto a lo que tenemos hasta ahora.

El señor Jadresic señala que respecto al escenario internacional cada uno puede tener distintas visiones, pero quisiera aclarar que las proyecciones de crecimiento presentadas efectivamente no muestran cambios significativos, y que el perfil de las proyecciones de crecimiento sigue siendo muy similar al que se tenía en mayo. Más bien lo que ha pasado con los nuevos antecedentes que han ido saliendo es que esas proyecciones, inclusive su perfil, ha tendido a consolidarse y eso en función de las mejoras en las condiciones financieras, los datos de consumo e inversión residencial en Estados Unidos, e incluso la declinación del tema del *Síndrome Agudo Respiratorio Severo* saliendo de Estados Unidos. Todo eso tiende a consolidar esas proyecciones. Más bien la alerta es en el sentido que, aunque lo anterior es cierto, hay todavía dudas que persisten. O sea, aunque han disminuido algo los riesgos de esta proyección de actividad, todavía se siguen teniendo.

Manifiesta que donde sí hay cambios más significativos en el escenario, es, por una parte, que estas proyecciones de crecimiento se dan en un contexto ahora en que las condiciones financieras están mejores, mientras que, por otro lado, las proyecciones del precio del petróleo están un poco peores. Se podría argumentar, a lo mejor, que estos dos elementos tienden de alguna manera a cancelarse y finalmente no afectan mucho las proyecciones de crecimiento, eso, sin tomar en cuenta otro tipo de elementos.

¿Qué pasa, en definitiva, desde el punto de vista de la economía chilena? Las proyecciones de crecimiento mundial no nos cambian mucho; tampoco las proyecciones del precio del cobre; las condiciones financieras, si bien son mejores, no se ve que se hayan reflejado significativamente en términos de flujos de capitales hacia nuestra economía e incluso, no es claro que por ese efecto se tenga una situación de tipo de cambio tan diferente. Lo que queda al final de todo esto es que una diferencia principal es el aumento de las proyecciones del precio del petróleo, resultante de que el precio del petróleo hoy está más alto que algunos meses atrás. Ese es el cambio más sustancial respecto del escenario global. Los otros elementos tienden, de alguna manera, más bien a consolidarse o tener un efecto menor en la economía chilena.

El Consejero señor De Gregorio dice que si el gasto interno está básicamente igual, y lo que sí se está observando es algo menos de crecimiento, tiene que estar viniendo por el lado de la cuenta corriente. Tal vez lo que haya que mirar con más cuidado, es lo que ya señaló Pablo García en el sentido de que el efecto sobre la actividad industrial pueda estar muy concentrado en sectores transables.

La otra explicación es simplemente que el ciclo económico es así, y difícil de predecir su timing y magnitud con precisión. Lo que pasa es que no se está hablando de diferencias demasiado sustanciales ni que haya habido un cambio significativo de tendencia. Lo que ocurre es que se demoran algunas actividades en tomar un ritmo de mayor dinamismo. Incluso dentro del gasto interno puede haber componentes que están avanzando a una velocidad levemente distinta a la esperada, como pueden ser los inventarios u otros componentes de la inversión. Ellos no estarían respondiendo a la velocidad que se esperaba. Estamos dentro de los márgenes de error naturales que se podría esperar desde el punto de vista de proyección, en el lado negativo, pero tampoco hay antecedentes para decir que hay algo que no cuadra respecto de nuestro escenario base.

El Gerente de División Estudios, señor Valdés, refiriéndose al último punto expresado por el Consejero De Gregorio, señala que justamente porque el cuadro aún no calza completamente es que se está argumentando que la opción de bajar todavía no es una opción válida. Sin embargo, cree que hay varios elementos que destacar. Primero, aunque no es claro cuál es el canal, es claro que el desempeño del mundo influye. Y lo que se está viendo es que no sólo en Asia, sino que también en Latinoamérica, el desempeño no es como se anticipaba. Esto parece ser un fenómeno global, aunque no sabe por qué no se traduce completamente en cambios de proyecciones. Un canal de transmisión particular tiene que ver con la competencia que enfrenta el sector industrial. Al respecto, llama la atención que el tipo de cambio real hoy día esté en niveles sumamente elevados -niveles similares a lo que se intervenía hace dos y hace un año-. Es probable, por lo tanto, que existan presiones de competitividad internacional.

Respecto del tema de la demanda interna, dice que se debe reconocer que no se conoce muy bien cómo es una recuperación vía consumo. El análisis se centra especialmente en consumo de durables porque hay datos en eso y porque la verdad es que la volatilidad en el consumo la da básicamente el consumo durable. Y lo que muestran esos datos es que venían más bien decayendo y en lo reciente han dejado de caer, pero no muestran una aceleración. Por lo tanto, señala que sin inversión va a ser difícil mantener un ciclo de reactivación más persistente.

En relación al tema del tamaño efectivo de las brechas y los errores de medición asociados, señala que es un tema que se ha reconocido como escenario de riesgo en los últimos dos IPOM. Una manera de explicar una aceleración de la inflación en el escenario



actual es si existe una brecha efectiva menor. Hace mención a que hubo una minuta hace un tiempo respecto de las dificultades de estimar brechas en tiempo real. En particular, lo fácil que es sobreestimar brechas y que pasado un tiempo es posible que el PIB potencial medido sea más bajo. Contra eso, en todo caso, si el PIB potencial está creciendo menos, probablemente las tasas neutrales sean algo más reducidas que lo que se esperaba, aunque esto no alcanza a compensar el shock inflacionario que significaría una menor brecha para las proyecciones.

El Presidente señor Corbo resume esto diciendo que todavía existen algunas incertidumbres con respecto a la desaceleración que ha mostrado la economía recientemente. El salto en la inflación - le habían convencido antes que el salto en la inflación tuvo que ver más con shock de oferta - si le dicen que hay un shock de leche que subió 30% la leche por cosas de oferta, y otras cosas, ningún modelo lo va a decir y se está hablando de una décima, o sea, está de acuerdo con el señor De Gregorio que hay que seguir observando por qué la inflación se ve un poquito más que antes.

En la parte internacional cree que es verdad que un mes atrás era una apuesta, hoy día es una apuesta más segura acá la recuperación, concuerda perfectamente, lo único es que no se sabe cuándo porque hasta hace un mes atrás estaba la expectativa de mucho más duda todavía. Cree que lo que ha cambiado el último mes es que ya no se ve esta baja adicional en los Estados Unidos, pareciendo que la economía va a responder de una vez por todas. Vienen cuarenta billones de dólares de vuelta a los consumidores de Estados Unidos, en las próximas seis semanas, por baja de impuestos, entonces la gente cree que todo esto hace subir. Está de acuerdo, pero todavía existe esta incertidumbre de cuándo va a partir, aunque la gente tiene más seguridad de que va a partir en algún momento, incluso las proyecciones para el próximo año se han revisado al alza en Estados Unidos marginalmente un poco si se exageran algunas proyecciones. Cree que hay incertidumbre todavía, por lo tanto existe esta confusión.

El Vicepresidente comenta que leyó, a principios de esta semana, una crítica de que los bancos centrales de Asia no han aprendido la lección, y por qué no han aprendido la lección? porque China devalúa porque está pegada al dólar, entonces la moneda china se deprecia fuertemente. Los bancos centrales empiezan a tratar de evitar el efecto de esta enorme depreciación de China en sus mercados internos porque al final están compitiendo, no dejan flotar, de buscar bandas y mecanismos para tratar de evitar la apreciación de su moneda interna. En el caso de Chile, señala que se ha dejado la depreciación de China que actúe. El 25% de las importaciones de bienes de consumo de Chile vienen de China, hoy día podría ser 30%, o sea, el 30 % de las importaciones de bienes de consumo, que, a su vez, son un porcentaje importante de las importaciones totales que han tenido una depreciación muy significativa, del 15%, 20%, entonces, ahí se puede tener un efecto de aumento que coincide con lo que decía el Consejero De Gregorio de sectores transables, industriales, como una hipótesis adicional. No sabe cómo se computa el tipo de cambio real a China, si se coloca como país independiente o no, porque al final es zona dólares.

El Presidente manifiesta que esa presión era mucho más brutal hace dos años atrás, cuando aquí había una combinación de políticas que no habían permitido el ajuste cambiario. Hoy tenemos un tipo de cambio real de 1,08 lo que ayuda mucho más que el 1 de hace un año atrás. Pero no hay otra opción de China. Señala que China tiene reservas de 320 billones de dólares, Corea para protegerse tiene 130 billones y Taiwan 200 billones.

El Presidente ofrece la palabra para discutir las opciones.

El Consejero señor De Gregorio manifiesta que en la última reunión de política monetaria planteó textualmente lo siguiente: "Mi interpretación de lo discutido es que el escenario macroeconómico global no ha variado sustancialmente desde nuestra última reunión de política monetaria. Desde el punto de vista de actividad, se siguen observando indicadores que muestran un grado de recuperación pausada aunque en el margen se observan cifras algo menos dinámicas de lo que se preveía el mes pasado. Sin embargo, la incertidumbre externa, en particular los riesgos de un menor dinamismo de la economía mundial han aumentado levemente".



Los antecedentes que se han recogido para la reunión de hoy le conducen a la misma conclusión, lo que significa un debilitamiento adicional. Es decir, en el margen, las noticias de actividad han estado en el lado negativo ya por dos meses consecutivos. En el ambiente internacional, si bien los últimos datos permiten concluir que el escenario central para la economía de Estados Unidos se mantiene con un crecimiento anual de 2% a 2,5%, las economías asiáticas comienzan a mostrar algunos síntomas de debilidad y Europa sigue manteniendo un crecimiento bajo. No es sorprendente que en este escenario varios bancos centrales han estado relajando su ya expansiva política monetaria.

En el ambiente interno, se han confirmado las perspectivas que en el segundo trimestre la economía chilena crecerá menos que en el primer trimestre, pero la novedad es que mientras en la reunión de política monetaria anterior se esperaba un crecimiento de 3,1% para el segundo trimestre, ya menor que al estimado para el IPOM de mayo, las últimas proyecciones indican que el crecimiento probablemente se ubicará en torno a 2,8%. Esto debe estar implícito en el enfriamiento de los índices de confianza de los consumidores que se ha visto recientemente. La única noticia sistemáticamente positiva ha sido el aumento sostenido del empleo.

Todo lo anterior llevaría a concluir que aunque aún se está dentro del escenario central, se han ido consolidando noticias negativas que podrían provocar una desviación hacia abajo en materia de crecimiento del PIB, con las consecuentes menores presiones inflacionarias.

En el ámbito inflacionario, salvo por el impacto que el aumento del IVA tenga sobre la inflación hacia fines de año, y como fenómeno puntual, la inflación sigue bien afianzada en torno del rango meta en nuestro horizonte de proyección.

En consecuencia, las razones para mantener la tasa de política monetaria del mes pasado son aún válidas hoy día y se confirma la idea que se debería mantener una posición neutral respecto de los posibles sesgos. Más aún, aunque no cree que haya razones para bajar la tasa de interés, cree que es relevante considerarla como una opción válida a analizar en la reunión de hoy, y en la práctica cree que eso ha ocurrido en la minuta de opciones de política monetaria de la División Estudios, donde, aunque se descarta, se discute. No se justifica un relajamiento adicional por las siguientes razones:

1. Aún no se observan cambios significativos en el panorama inflacionario como para justificar una reducción de tasa de interés.
2. Generaría una sensación de preocupación que podría ser contraproducente, en especial, por cuanto representaría una noticia inesperada en un escenario donde las malas noticias aún son puntuales y no revelan una tendencia de enfriamiento.
3. La política monetaria ya tiene un signo fuertemente expansivo.

No obstante lo anterior, cree que es importante que en esta oportunidad se destaque en el comunicado que efectivamente la evolución de la economía ha sido algo más lenta que lo anticipado hace unas semanas y meses atrás. Piensa que tampoco hay razones para adoptar una decisión de alza de tasas de interés, tal como no se adoptó el mes pasado, cuando ésta podría haber sido una posibilidad con mayores chances de adoptarse.

Por otra parte, hay quienes han insistido en que la expansión del dinero es la principal razón para aumentar la tasa de política monetaria, sin embargo y aún cuando se debe reconocer que la inflación está ligada a un fenómeno monetario, todos los antecedentes de que se disponen no muestran que este aumento del dinero sea consistente con aumento de las presiones inflacionarias. En conclusión, cree que las razones que se dieron el mes pasado para mantener la tasa de interés de política monetaria, en la actual coyuntura son aún más válidas.



La Consejera señora Ovalle manifiesta que como se ha visto en esta reunión, los antecedentes acumulados respecto al escenario internacional no muestran grandes cambios para la economía respecto a los discutidos el mes pasado, aunque algunos indicadores para el caso de Estados Unidos son más positivos. A nivel interno, la actividad durante el segundo trimestre mostró un dinamismo menor al esperado, aunque fue acompañada por signos positivos como la importante expansión de las importaciones de bienes de capital. Desde el punto de vista de la inflación, las expectativas medidas por la Encuesta del Banco Central, reflejan que éstas se mantienen alineadas con la meta tanto en el corto como en el mediano plazo, y en general no se esperan cambios en la tasa de política monetaria hasta diciembre de este año. Lo anterior, considerando el alza del IVA. Cree que las perspectivas se mantienen ancladas y no hay presiones que hagan peligrar la meta. Por ello, considera que se debe mantener la tasa de política monetaria.

El Vicepresidente está de acuerdo con mantener la tasa de política monetaria.

El Presidente señala que en el último mes la velocidad de recuperación de la actividad económica se ha reducido. Esto no es sorprendente dada la postergación que ha tenido la recuperación de la economía de Estados Unidos y de la economía mundial, como también la fuerte e inesperada desaceleración de Asia emergente. El menor crecimiento posterga la disminución de la brecha entre producto potencial y producto efectivo, reduciendo, en el margen, la preocupación por una eventual aceleración de la inflación subyacente.

Sin embargo, las proyecciones siguen apuntando a la recuperación de la economía de Estados Unidos en el segundo semestre, lo que tendría efectos positivos en nuestra recuperación y podría incidir sobre las proyecciones de inflación.

En cuanto a los efectos inflacionarios del aumento del IVA, en el esquema de política monetaria del Banco Central - donde el objetivo central de la política monetaria es la estabilidad de precios - sus efectos debieran afectar sólo el nivel de precios y, a través de éste, la inflación medida a diciembre de este año, sin efectos permanentes en la inflación de mediano plazo.

Estos dos elementos en su conjunto no justifican en este momento un cambio en la política monetaria, por lo que la tasa de interés se debiera mantener en un 2,75%.

En mérito de lo anterior, el Consejo, por la unanimidad de sus miembros presentes, adopta el siguiente Acuerdo:

50-01-030710 – 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.

V. Comunicado

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

A pesar de que el mercado laboral continúa mostrando elevadas tasas de creación de empleo, los indicadores sectoriales han sido en general mixtos y los datos más recientes sobre actividad señalan que el crecimiento del segundo trimestre fue menor al esperado. No obstante, estos antecedentes no son suficientes para modificar las perspectivas de una gradual disminución en las holguras de capacidad durante los próximos trimestres. El marcado impulso de la política monetaria, así como la mantención de perspectivas de un mayor crecimiento mundial en el segundo semestre, son coherentes con este escenario.



BANCO CENTRAL DE CHILE

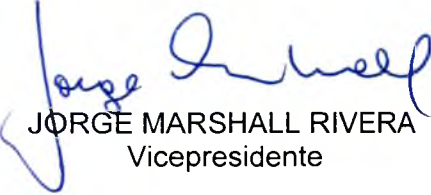
Sesión N° 50
Política Monetaria
10.07.2003 19.-

La trayectoria de los precios ha estado dentro de los márgenes previstos. Adicionalmente, se estima que los efectos en la inflación del aumento que tendrá el IVA en octubre serán limitados y transitorios, lo cual no cambia la inflación proyectada hacia fines del horizonte de política.

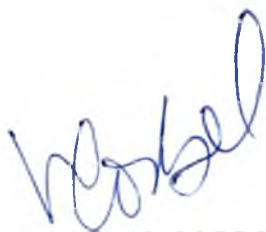
El Banco Central reitera que continuará usando sus políticas con flexibilidad, de manera de confrontar las desviaciones que se proyecten, en cualquier dirección, respecto de la trayectoria esperada de la inflación en relación con la meta establecida."

El Consejo aprueba el texto del comunicado.

Se levanta la Sesión a las 17,30 horas.



JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente



VITTORIO CORBO LIOI
Presidente



JOSE DE GREGORIO REBECO
Consejero



MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera



JORGE CARRASCO VASQUEZ
Ministro de Fe (S)



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION DE POLITICA MONETARIA N° 51
Celebrada el 12 de agosto de 2003

En Santiago de Chile, a 12 de agosto de 2003, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Vittorio Corbo Lioi y con la asistencia del Vicepresidente don Jorge Marshall Rivera y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina, señor Jorge Desormeaux 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 (S), don Jorge Carrasco Vásquez;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de Análisis y Operaciones Internacionales, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;
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° 50, celebrada 10 de julio de 2003.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo el Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 50, celebrada el 10 de julio de 2003, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

II. Resolución sobre Minuta correspondiente a la Sesión N° 50, celebrada el 10 de julio de 2003.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo la Minuta correspondiente a la Sesión N° 50, celebrada el 10 de julio de 2003, la que se aprueba sin observaciones.

III. Fecha Sesión de Política Monetaria del mes de febrero de 2004.

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de febrero de 2004, para el día martes 10 de ese mes.



IV. Exposición.

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

SÍNTESIS DEL MES

Las noticias más recientes han confirmado que en el segundo trimestre de 2003 ocurrió una desaceleración relevante de la actividad económica, principalmente en el sector industrial. Aunque no es posible desentrañar de manera precisa los factores tras el menor dinamismo del sector real en este trimestre, éste parece estar vinculado al deterioro relevante de los términos del intercambio respecto de lo esperado, a la desaceleración en general observada en los principales socios comerciales y los efectos de una mayor competencia externa en algunas ramas industriales. Si bien el afianzamiento reciente del escenario de crecimiento global y las cifras de comercio exterior de julio tienden a acotar la posibilidad de una desaceleración más prolongada, el debilitamiento de los indicadores de confianza doméstica y la persistencia de precios más elevados del petróleo mantienen los riesgos que esta desaceleración se prolongue. Por su parte, la tendencia subyacente de inflación se ha mantenido en línea con las proyecciones del *Informe* de mayo, lo que revela que las sorpresas de meses particulares no han tenido la persistencia que se pudo haber pensado, revirtiendo rápidamente los incrementos observados en mayo y junio durante julio. Por ahora, las perspectivas inflacionarias para el mediano plazo no difieren de manera significativa con lo proyectado en mayo. Aunque la productividad del trabajo ha sufrido una desaceleración relevante, esto parece ser un fenómeno que podría no tener implicancias en los costos. De hecho, el crecimiento de los salarios nominales ha continuado cayendo, lo que apunta a que el incremento del empleo durante los últimos trimestres no ha modificado de manera relevante las holguras en el mercado laboral.

La información respecto al ritmo de crecimiento económico en los Estados Unidos durante el segundo trimestre del presente año, junto con otros indicadores coyunturales relacionados con el consumo privado, la inversión, la actividad industrial e inmobiliaria y los buenos resultados de las empresas han disminuido el riesgo de una desviación sustancial del escenario de robustecimiento de la actividad en el segundo semestre y el próximo año en la economía norteamericana. Esto, además, ha facilitado un entorno financiero global menos turbulento, producto de menores riesgos de deflación, lo que ha incrementado los retornos a las inversiones de renta fija y riesgo reducido. El precio del cobre ha seguido una tendencia al alza, en línea con las mejores perspectivas para la economía global. Sin embargo, a pesar de estas buenas noticias, el elevado nivel del precio del petróleo, junto con las recientes mayores turbulencias económicas en Brasil, muestran que aún subsisten fragilidades que mantienen la incertidumbre del entorno internacional, especialmente en el mediano plazo. Asimismo, a pesar de las noticias alineadas con el escenario central considerado hace algunos meses, el balance de riesgos para el crecimiento de los Estados Unidos continúa sesgado a la baja.

En Chile, los mercados financieros han reflejado en general condiciones algo menos expansivas para la política monetaria. Por un lado, el monto de los créditos de consumo detuvo su escalada, manteniéndose estable desde hace un par de meses. Por otro, las tasas de interés de colocación en pesos para estos mismo créditos han tenido un cierto incremento, y los distintos agregados monetarios se han desacelerado de manera relevante. El peso, en tanto, ha sufrido vaivenes desde la última reunión de política monetaria, reflejando el incremento en los diferenciales de tasas externas e internas, el deterioro de los términos del intercambio y, en lo más reciente, las turbulencias en Brasil. En términos reales, el peso se mantiene en niveles por sobre los supuestos en la ronda más reciente de proyecciones. Ello es en parte reflejo de las condiciones de debilidad en los términos del intercambio, pero además pareciera ser una de las formas como la economía se ajusta a la desaceleración de la actividad a lo largo del primer semestre.

El crecimiento de la actividad estimado para el segundo trimestre se ubica, aproximadamente, medio punto por debajo de lo proyectado hace cuatro meses en el *Informe* de mayo. Esto, producto principalmente de la caída de la industria entre trimestres. Aunque no es fácil determinar con precisión las razones tras lo anterior, pareciera que los factores más relevantes



son tres. Por un lado, el aumento de la competencia que enfrentan ramas manufactureras relevantes, como las textiles, que sustituyen importaciones. En el curso del último año, las importaciones de bienes de consumo desde Argentina y Brasil se han incrementado en 50%, y estas importaciones alcanzaban el año 2000 a un 16% del valor agregado industrial doméstico de los sectores con los que compiten. En segundo lugar, se aprecia que la desaceleración de los socios comerciales en el segundo trimestre coincide con la caída de las exportaciones industriales (más allá de factores de oferta en sectores como salmones y celulosa) y con la desaceleración de las ramas industriales exportadoras. En tercer lugar, el deterioro de los términos del intercambio y la detención del proceso de reaccumulación de durables y, en particular, el menor dinamismo observado del gasto interno, pueden haber incidido en aquellos sectores orientados al mercado interno.

La mejoría de los indicadores de gasto —en particular de consumo privado— iniciada a mediados del año pasado tendió a debilitarse en el curso del segundo trimestre. Las ventas de bienes durables se han mantenido esencialmente constantes desde el primer trimestre de este año, al igual que las ventas de viviendas nuevas. Junto a esto se ha dado un leve deterioro de las expectativas de los hogares, luego del repunte que tuvieron luego del fin de la guerra en Irak, así como la desaceleración de las colocaciones de consumo. En todo caso, se espera un gradual fortalecimiento del crecimiento en lo que queda de este año, empujado por la recuperación de la actividad global y el hecho que la caída de la industria, trimestre a trimestre, no debiese persistir. Los efectos de la mayor competencia externa y de la desaceleración de los socios comerciales ya han ocurrido en el primer semestre, mientras que otros aspectos, de carácter técnico, como la menor producción de remolacha, ya están internalizados en el nivel de actividad esperado para el resto del año. Asimismo, los actuales niveles de empleo debiesen evitar deterioros adicionales de la confianza de las personas.

En el ámbito de la inflación, las tendencias más subyacentes se han mantenido, en promedio, dentro de los rangos esperados hace unos meses atrás. Sorpresas en una dirección en algunos meses se vieron compensadas con posterioridad por sorpresas en la dirección opuesta, en particular durante el mes de julio, cuando se apreció una caída relevante en la inflación subyacente. En todo caso, los antecedentes de los meses pasados, en su conjunto, ratifican el diagnóstico de una tendencia gradual de aceleración de la inflación subyacente. Las expectativas de inflación de mediano plazo han tenido un suave incremento, desde niveles de 2,5% anual hasta cifras en torno al 3%. Esto está en línea con las perspectivas de mediano plazo presentadas en el último *Informe* junto con el probable impacto del aumento de IVA en la inflación anual.

La persistencia de la tendencia de aceleración gradual de la inflación subyacente durante los próximos trimestres está condicionada a una serie de factores. El principal es el grado de cierre de brechas, o equivalentemente en este horizonte, el ritmo de crecimiento efectivo que tenga la actividad económica. Otros factores que presentan una mayor incertidumbre que la habitual, son la trayectoria de los costos laborales unitarios y la inflación importada. Las mediciones en la práctica de ambas variables han tenido incrementos superiores a los esperados. Sin embargo, esto podría implicar solo un adelantamiento de la trayectoria esperada para el mediano plazo. Además, es posible que las medidas efectivas sean en realidad inferiores a las que capturan las estadísticas habituales. Indicaciones de esto son, por ejemplo, la fuerte competencia mencionada que enfrenta el rubro textil, así como el débil incremento anual de las remuneraciones. Independientemente de esto, se espera que la inflación anual del IPC continúe descendiendo en el curso del tercer trimestre, para luego remontar a cifras en torno a 3% hacia fines de año y descender nuevamente en el primer trimestre del próximo año. En el curso del segundo semestre del año 2004 la inflación anual del IPC tendería a asemejarse a la inflación subyacente.

Con todo, las expectativas respecto al curso de la economía y de la política monetaria han reaccionado solo levemente al escenario coyuntural de menor dinamismo. Posiblemente, ello revela que los mercados y los analistas esperan un mediano plazo más dinámico, con presiones inflacionarias afianzadas en torno al 3%, junto a una gradual reducción del impulso de la política monetaria. Por ahora, no hay antecedentes suficientes para descartar que el escenario central de proyección para el mediano plazo tenga características similares a las



consideradas por el consenso, aunque persiste la preocupación de que la aceleración esperada de la actividad no se concrete.

I. Escenario Internacional

En las últimas semanas se han hecho más probables las perspectivas para el escenario internacional en términos de crecimiento más robusto, reduciéndose los riesgos a la baja, especialmente para el presente año. Para el año 2004, en tanto, se mantiene un cierto grado de incertidumbre respecto de la sostenibilidad de la recuperación en marcha. Además, los términos de intercambio se presentan hoy más deteriorados, principalmente por la trayectoria al alza del precio del petróleo, la cual podría persistir por más tiempo del previsto.

En efecto, si bien la mayor parte de los países industrializados pasaron por un segundo trimestre débil, los resultados preliminares para el PIB de Estados Unidos del segundo trimestre y los primeros indicadores para el tercero, relacionados con el consumo privado, confianza del consumidor, actividad industrial, actividad de servicios e inmobiliaria, permiten anticipar que en la segunda mitad del año, el mundo retomará un ritmo de crecimiento más dinámico, liderado por la economía estadounidense. Contribuyen a esto las políticas monetarias expansivas que se han aplicado a lo largo del año, la política fiscal agresiva de Estados Unidos y las condiciones financieras favorables que se observan en los mercados internacionales.

En las últimas semanas, varios de los elementos de riesgo a la baja que acompañaban el escenario base de proyección han continuado reduciéndose. En efecto, los indicadores de la economía de Estados Unidos recientemente divulgados entregan señales positivas respecto de la recuperación, haciendo menos probable un crecimiento más lento del considerado en el escenario central para el presente año. Sin embargo, hoy permanece la preocupación respecto del momento y la sostenibilidad de la recuperación, pues la capacidad inutilizada puede retardar el repunte de la inversión y del empleo, y las brechas existentes entre ingresos y gastos, pueden restar impulso a su demanda interna y llevar a ajustes contractivos. Del lado de las economías emergentes, el impacto del Síndrome Agudo Respiratorio Severo sobre la actividad en Asia ha desaparecido como elemento de riesgo.

Sin embargo, vuelven a estar presentes los riesgos asociados a las principales economías de América Latina, los que no pueden descartarse en su totalidad mientras no se solucionen los problemas estructurales que las afectan. Por último, el alza del precio del petróleo es un nuevo elemento de riesgo para la actividad mundial. Con todo, los riesgos del escenario central que enfrenta la economía chilena, si bien se han ido balanceando para el presente año, permanecen a la baja en el horizonte de proyección.

En línea con la mencionada evolución de los mercados internacionales, el precio del cobre mantiene una trayectoria al alza, alcanzando en julio un promedio de US\$0,775 la libra, mientras que en lo que va corrido del año, el promedio es de US\$0,753. En la medida que la recuperación de la actividad mundial se consolide, el precio de este *commodity* debiera promediar en torno a US\$0,80 la libra en el último cuarto del año. De este modo, para el año 2003 se eleva la proyección en un centavo la libra a US\$0,77, con una trayectoria al alza en línea con la recuperación esperada para la actividad mundial. Para 2004 se proyecta un precio promedio de US\$0,82 la libra y para 2005 del orden de US\$0,85.

Durante julio el precio del petróleo continuó al alza, situándose en promedio en US\$28,4 el barril, y en lo que va corrido del año en US\$28,7 el barril. Esta evolución se explica por el lento retorno del petróleo iraquí al mercado, la disminución de la producción de países de la OPEP, que se han ajustado a las cuotas establecidas por esta organización, y el fuerte incremento en la demanda de gasolina, particularmente en Estados Unidos. Por su parte, los contratos futuros muestran precios entre US\$27 y US\$28 el barril en las últimas semanas para el cuarto trimestre de este año, convergiendo a un nivel de US\$23 el barril a partir de 2005. En resumen, el precio promedio de petróleo durante este año se situaría en algo más de US\$28 el barril, aproximadamente US\$1 por sobre al considerado en la reunión pasada. Hacia el año 2004, en la medida que retorne el petróleo iraquí a los mercados, se estima promediaría entre US\$24 y 25 el barril (US\$1 el barril más que el considerado en julio). Para el año 2005 se



proyecta que el barril del crudo promediará US\$23, cifra que en mayo pasado se anticipaba para el próximo año.

En los mercados financieros internacionales destacó el aumento en el rendimiento de los bonos de largo plazo, que revirtieron la caída registrada desde mayo. Este comportamiento se asocia, principalmente, a que se han disipado los temores de deflación y, por lo tanto, de uso de políticas no convencionales por parte de la Reserva Federal, como compra de bonos de largo plazo, a lo que se agregaron indicadores de actividad de Estados Unidos mejores a los esperados.

En relación con las paridades, el euro se ha depreciado con respecto del dólar, en la medida que los mercados percibieron una recuperación económica en Estados Unidos más fuerte que en la zona euro. Finalmente, las bolsas continuaron con una moderada trayectoria al alza, en línea con los indicadores de actividad y resultados de empresas que se fueron divulgando en las últimas semanas.

En Estados Unidos no se esperan movimientos en la tasa de política sino hasta mediados de 2004, por cuanto la recuperación en marcha se está produciendo con elevados niveles de capacidad inutilizada. En la zona euro, en tanto, una parte del mercado continúa esperando un mayor relajamiento de la política monetaria en la segunda mitad del año, en la medida que la ausencia de presiones inflacionarias, el deprimido estado de la actividad en la región y la fortaleza del euro sigan estando presentes.

Luego de una relativa estabilidad de los mercados financieros emergentes durante el mes de julio, en la última semana América Latina vuelve a ser noticia, principalmente por los hechos acontecidos en Brasil. En efecto, durante estos días tanto los *spreads* soberanos como las monedas y bolsas, revirtieron en parte la positiva trayectoria de los meses previos. Esto da cuenta que en la medida que no se solucionen los problemas estructurales de algunas de las principales economías de América Latina, no se pueden descartar periodos de mayor volatilidad en adelante.

Respecto de los flujos de capitales hacia economías emergentes, las proyecciones para el presente año se han ajustado al alza, coherentes con el incremento observado en los indicadores de apetito por riesgo y el aumento de capitales hacia fondos mutuos de economías emergentes, especialmente de fondos accionarios.

II. Mercados Financieros

Durante las últimas semanas se ha observado que las condiciones monetarias son en el margen algo menos expansivas, situación que se ha reflejado en diversos indicadores financieros.

En efecto, las tasas de interés de las operaciones nominales del sistema financiero a partir de junio comenzaron a insinuar una tendencia al alza. Esta evolución ha afectado en mayor medida a los créditos asociados a personas, principalmente para operaciones de hasta 1.000 Unidades de Fomento. Sin embargo, colocaciones de montos superiores a 5.000 UF — generalmente a empresas— se han mantenido durante gran parte de este año en torno a 7%.

Lo anterior podría estar determinando el menor dinamismo de las colocaciones totales y, en particular, la desaceleración de los créditos de consumo en los últimos meses, los que han prácticamente detenido su crecimiento luego de varios trimestres de expansión.

Por su parte, los agregados monetarios más líquidos presentaron en julio una desaceleración, con lo que la variación anual del dinero (M1A) se volvió a ubicar bajo el 20%. De igual forma el M2A anotó en julio una caída mensual, llegando su variación anual a 1,2%, la menor desde febrero de 1984. El M7, en tanto, ha tenido expansiones entre 6% y 7% anual en los últimos dos meses, comportamiento explicado por la mayor preferencia de las AFP por inversiones en el exterior, así como también por acciones y bonos corporativos en el mercado local.



Respecto de las tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile, las de corto plazo de los instrumentos reajustables (BCU-5) descendieron durante las últimas semanas. Las de largo plazo, por su parte, se han mantenido relativamente estables, destacando el aislamiento respecto de los movimientos de las tasas externas, que se han empinado fuertemente en lo más reciente.

Las tasas de los documentos nominales de corto plazo (PDBC) se sitúan al igual que a comienzos de julio por sobre la tasa de política monetaria (levemente bajo 3%). Con ello, a partir de la curva *forward* es posible deducir que los agentes continúan esperando un alza de la tasa de política monetaria de 25 puntos base el próximo mes y de otros 50 puntos hacia fines de año, al igual que lo esperado en la reunión pasada y en mayo último. La encuesta de expectativas de agosto señala un alza de la tasa de política monetaria de 25 puntos base recién a comienzos de 2004.

En tanto, las tasas de interés de los Pagarés del Banco Central en pesos se han incrementado en lo más reciente, esencialmente en el tramo más largo —más de 30 puntos base a cinco años— llevando las expectativas de inflación a superar el 3%.

El mercado de renta fija del sector privado, durante julio, mantuvo las condiciones crediticias de los meses previos, utilizándose las emisiones de bonos corporativos principalmente para reestructurar pasivos. Es así como las tasas de interés de estas colocaciones registran TIR medias similares a los promedios de los meses anteriores, mientras las tasas de las letras de crédito se sitúan en niveles considerados como mínimos históricos.

Tipo de Cambio

Desde la reunión pasada, el tipo de cambio se ha ubicado entre \$695 y \$710 por dólar, presentando una mayor estabilidad respecto de los meses anteriores. Sin embargo, en los últimos días el peso ha incrementado su volatilidad, asociada a nuevas turbulencias financieras en Brasil.

Las expectativas implícitas en las cotizaciones de *Bloomberg* indican que el dólar se mantendrá en torno a su valor actual en el corto plazo, cerrando en \$707 por dólar a fines de este año. La trayectoria creciente de los diferenciales nominales y reales de largo plazo, que se ha explicado principalmente por los incrementos de las tasas externas en las últimas semanas, es coherente con perspectivas de apreciación real a mediano plazo y la reciente pérdida de valor nominal del peso, también afectada por una evolución menos favorable de los términos de intercambio. En términos bilaterales, destacó en julio que la moneda chilena detuvo su depreciación real respecto de las principales monedas de la región.

Actividad bursátil

En julio, el mercado accionario internacional estuvo caracterizado por expectativas de reactivación de Estados Unidos con un crecimiento mensual del *Dow Jones* de 2,4% y del *Nasdaq* de 6,3%. Tanto el índice de ADR de América Latina como el indicador de ADR de acciones chilenas, siguieron la trayectoria de las bolsas mundiales, con expansiones en julio de 4,6% y 8,7%, respectivamente.

El mercado bursátil local, que crece algo más de 6% en pesos y en dólares en julio, se ha visto favorecido por el aumento de los precios del cobre y la celulosa, así como también por los buenos resultados de las empresas locales durante el segundo trimestre y las noticias de la aprobación del Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos.

III. Actividad y Empleo

La actividad del segundo trimestre estuvo marcada por un resultado menor al anticipado un mes atrás, estimándose una expansión del PIB de 2,7% anual, cifra medio punto porcentual por debajo de la considerada en mayo. El bajo dinamismo del sector industrial a lo largo del trimestre, particularmente en junio, explicó parte relevante del ajuste.



La demanda interna, por su parte, se estima crecerá 3,4% en el segundo trimestre, valor inferior al proyectado en julio (3,9%) y a lo previsto en el *Informe* de mayo (4,2%). La evolución de las exportaciones y de las existencias en el trimestre, habrían marcado las diferencias con lo previsto anteriormente.

Aunque no existe una explicación precisa para la evolución reciente de la actividad del sector industrial, hay tres factores que aparecen como relevantes. Primero, está la mayor competencia que enfrentan ramas productivas importantes del sector dedicadas a la sustitución de importaciones, como textiles y calzados. Las importaciones de bienes desde Argentina y Brasil aumentaron 50% durante el último año, con un impacto no despreciable en el valor agregado de la industria (cerca de 15% según valores del año 2000). Segundo, está la menor actividad de algunos de los sectores exportadores de la industria, que reflejaría el lento dinamismo de los principales socios comerciales de Chile. Por último, el deterioro de los términos de intercambio y la detención del proceso de reacumulación de bienes durables pueden haber incidido en el menor dinamismo del gasto interno y en los sectores orientados al mercado interno.

Otros elementos algo más transitorios a lo largo del segundo trimestre fueron: (1) la baja producción nacional de azúcar; (2) la menor producción de combustibles por ajustes técnicos en el proceso; y (3) la producción de tabaco que continúa mostrando cifras negativas.

Para los períodos siguientes se espera alguna recuperación de la actividad del sector industrial coherente con la transitoriedad que se le asigna a parte de los factores antes señalados.

Otros sectores, como minería, agricultura, electricidad, gas y agua y comercio sufrieron cambios de menor magnitud y en distintas direcciones a lo largo del trimestre. El cambio de minería, el más importante dentro de este subconjunto, se debió al subcumplimiento de programas de producción por parte de las grandes mineras, con un crecimiento menor al proyectado.

Proyecciones para el tercer trimestre del año apuntan a un crecimiento del PIB del orden de 3,5%, donde el dinamismo del sector minero (11% anual) tendría un papel relevante, así como también del sector construcción (4%). De esta forma, se estima que para el año en su conjunto el crecimiento del PIB estará en torno a 3,2%, valor marginalmente menor al previsto en el *Informe* de mayo.

Dentro de este crecimiento del PIB, el aumento de las exportaciones (11% anual), dada la baja base de comparación de las de cobre durante el año 2002, es lo más sobresaliente. La demanda interna, a su vez, tendría un incremento menor el tercer trimestre, 1,8% anual, aunque para el año en su conjunto sostendría un aumento similar al del PIB.

Demanda interna

Los indicadores de consumo habitual, como las ventas de supermercados, tuvieron resultados negativos en junio, revirtiendo la recuperación parcial de su tendencia en el caso de los datos de la Cámara Nacional de Comercio, o mostrando un freno en su crecimiento para los datos del Instituto Nacional de Estadísticas. La trayectoria poco dinámica del consumo habitual explica parte importante de la evolución global del consumo, por cuanto representa el componente principal del mismo, y es a su vez el que ha demorado más en mostrar un repunte marcado durante este ciclo.

A su vez, los indicadores parciales del componente durable del consumo registran resultados mixtos en junio. Es así como, la porción durable de las ventas minoristas de la Cámara Nacional de Comercio cae fuertemente en términos de niveles desestacionalizados, en tanto que las ventas de automóviles recuperan dinamismo más rápidamente de lo esperado después del *peak* producido a fines de 2002. Dada la relación de estas series, la trayectoria reciente de las ventas de automóviles pudiera ser un indicio de una reversión de la caída de las ventas de los bienes de consumo durable en adelante.



En general, la evolución del consumo ha estado ligada al deterioro parcial en las expectativas de los agentes. En efecto, luego de recuperarse tras el fin de la guerra en Irak, junio y julio han estado marcados por una menor confianza de los consumidores respecto de la situación económica futura de acuerdo con las mediciones de Adimark. Es posible que, pese al mejor panorama del mercado laboral, la mantención del precio del petróleo en niveles elevados, así como algunas noticias locales estén detrás de las poco favorables expectativas. Mediciones alternativas, como la encuesta de percepción y expectativas sobre la economía elaborada por la Universidad de Chile, muestran resultados positivos para junio respecto de marzo, que no son distintos, tomando en consideración estos meses, a los de Adimark.

La evolución de las existencias ha estado por debajo de lo previsto. Por un lado, la relación entre producción y ventas industriales cayó a lo largo de todo el segundo trimestre. Por otro, los resultados de la encuesta de inventarios que realiza el Banco Central, muestra para el segundo trimestre una acumulación significativamente menor que la del primero. Por último, el volumen de las importaciones de bienes de consumo muestra una recuperación en julio, retornando a los niveles de fines del primer trimestre.

Respecto de la inversión, la información del segundo trimestre confirmó el panorama de mayor dinamismo que se anticipaba. Por componentes, la información de junio y julio indicó un debilitamiento en el de maquinaria y equipos, tanto a partir de la evolución de las ventas como de las importaciones de bienes de capital.

Por el contrario, la información del sector inmobiliario tanto para junio como para el segundo trimestre anotó una mejora en términos de nivel de ventas. En el caso de la Cámara Chilena de la Construcción, los datos de junio mostraron ventas de 1.132 unidades, disminuyendo notoriamente los meses para agotar el *stock* a 12,9, nivel comparable con el *peak* de mediados del año 2002.

Fuentes alternativas provenientes de la Consultora *Collect*, muestran niveles de ventas cercanos a las 6.400 unidades en el segundo trimestre, con un aumento anual de 37%. Contrariamente con esta evolución estuvieron los permisos de edificación, que en junio mostraron una contracción de su tendencia.

Respecto del componente de obras de ingeniería, la información del catastro de proyectos de inversión a junio de 2003 —Corporación de Bienes de Capital— indicó un ajuste a la baja menor en la inversión proyectada para 2003 respecto del anterior catastro (marzo). El cambio se concentró en el sector forestal por el atraso en el cronograma de ejecución de proyectos específicos. Con esto, y considerando que de acuerdo con la evolución histórica de esta información los datos para el año 2003 no debieran sufrir ajustes relevantes en adelante, se estima que la inversión en obras de ingeniería crecería del orden de 9% en el año. Esta cifra muestra una recuperación relevante de este tipo de inversión, considerando que entre 1999 y 2002 tuvo caídas anuales promedio de 17% (3% en 2002).

Política Fiscal

Durante mayo, el balance global del gobierno central, en términos desestacionalizados, se hizo más deficitario que durante los meses previos, debido a que los ingresos totales del gobierno acentuaron la trayectoria decreciente registrada durante todo el año. Más aún, por primera vez en el año, los ingresos presentaron una caída de 1,6% en doce meses. Por su parte, tal como se esperaba, los gastos totales —principalmente inversión pública— continuaron registrando una aceleración de su crecimiento anual. La inversión registró una variación real anual positiva, fenómeno no observado desde fines de 2002.

Información recientemente publicada por la Dirección de Presupuestos reafirmó el cumplimiento de la meta de superávit estructural de 1% y la obtención de un déficit fiscal contable de 0,7% del PIB en 2003. En este resultado confluyen una serie de elementos que afectan a los ingresos en ambas direcciones: (1) las menores proyecciones de crecimiento para el PIB y la demanda —en torno a 0,5 puntos porcentuales respecto de lo supuesto en la



elaboración del presupuesto—; (2) el resultado de la operación renta; (3) la entrada en vigencia del Tratado de Libre Comercio con la Unión Europea; (4) el aumento del IVA recientemente aprobado; (5) los menores excedentes del cobre; y (6) el menor valor estimado de los ingresos por concesiones de empresas sanitarias, debido a ajustes en el nivel de gasto compensatorio (US\$300 millones) anunciado en junio.

Sector externo

Información preliminar del primer semestre llevó a corregir las estimaciones previas de volúmenes y precios de exportaciones e importaciones, corrección que fue especialmente relevante en estas últimas.

En el caso de las exportaciones, se estima que el volumen del total de los envíos creció 1,3% en el segundo trimestre, proviniendo el principal impulso de las exportaciones agrícolas que aumentaron en volumen 13,4% en el período. El quantum de los envíos industriales aumentó 0,8%, a la vez que el de los productos mineros cayó 1,2%. Proyecciones para el tercer trimestre, apuntan a un incremento relevante en el dinamismo de los volúmenes exportados, los que crecerían del orden de 13%, con aumentos de 21% y 9% en el sector minero —donde destaca la baja base de comparación del año 2002— y agrícola, respectivamente. Los envíos industriales en tanto, crecerían algo menos de 5%.

La incorporación de información respecto de importaciones desde Zona Franca significó un cambio relevante para las cifras previamente estimadas para el segundo trimestre. Es así como el total de importaciones para el período aumentó cerca de US\$200 millones, implicando un crecimiento anual de los volúmenes importados de 5,5%, 2,9 puntos porcentuales por sobre la estimación previa. Con esto, el volumen de las compras al exterior de bienes de capital creció 9,7%, a la vez que las de consumo aumentaron 9,5%. Las de bienes intermedios, a su vez, subieron marginalmente (0,5%). Para el tercer trimestre se anticipa que las importaciones totales tendrían un aumento de volumen del orden de 6%, con incrementos de 9% las de consumo, 6% las intermedias y 4,4% las de capital.

Información de julio indica que las exportaciones FOB ascendieron a US\$1.773 millones, lo que representa un aumento de 27% en doce meses. Las importaciones CIF, por su parte, aumentaron en 29% al anotar internaciones por US\$1.661 millones. Estos importantes aumentos anuales se justifican tanto por niveles elevados en el mes, como por bajas bases de comparación. El saldo comercial resultante estaría en torno a los US\$230 millones.

Mercado laboral

Durante el trimestre móvil finalizado en junio, el panorama del mercado laboral comenzó a mostrar signos marginales de desaceleración de acuerdo con la información del Instituto Nacional de Estadísticas. Es así como el empleo total tuvo un moderado crecimiento, creando solo 6 mil nuevos puestos de trabajo respecto de mayo, en términos desestacionalizados. Éstos fueron explicados principalmente por el aumento de los programas de empleo público, toda vez que el empleo privado mostró un aplanamiento.

La tasa de desempleo —descontando efectos estacionales— se estabilizó con respecto del trimestre anterior, lo que se explicó, principalmente, por la moderada caída en la tasa de participación (53,3% *versus* 53,4% en mayo) y en los desocupados de la fuerza de trabajo. Cabe destacar, además, que la tasa de desempleo de la fuerza de trabajo primaria (6,4%) detuvo la caída iniciada a mediados de 2002.

Por su parte, de acuerdo con la encuesta de ocupación y desocupación que levanta la Universidad de Chile, en junio la tasa de desempleo desestacionalizada para el Gran Santiago se situó en 12,9%, levemente menor a la registrada en marzo y en igual período de 2002 (entre 0,1 y 0,2 puntos porcentuales por debajo). La duración del desempleo se mantuvo en 5,2 meses y la cantidad de horas promedio trabajadas se redujo levemente, ambas cifras contrastadas respecto de marzo pasado.



Las vacantes para julio, descontando efectos estacionales, detuvieron la caída sostenida durante la mayor parte del año, con un alza de los niveles en el margen. La evolución de este indicador está probablemente más ligada al empleo formal, que es aquel que precisamente mayor debilidad ha mostrado en el año. En efecto, esta porción del empleo, además de exhibir tasas de crecimiento en doce meses inferiores a las del empleo total durante el año 2003, sus tasas de crecimiento anual han sido cada vez menores.

Al igual que el agregado del empleo privado, en el trimestre móvil abril-junio la mayoría de los sectores económicos mostraron un menor dinamismo con respecto del trimestre móvil anterior. Destacó la fuerte caída del empleo en el comercio, cuyo nivel de ocupación —descontados efectos estacionales— disminuyó en alrededor de diez mil puestos de trabajo respecto del período anterior. Por su parte, el sector servicios comunales, sociales y personales registró el mayor crecimiento en doce meses desde fines de 2001, lo que se tradujo —en términos desestacionalizados— en la creación de cerca de veinte mil puestos de trabajo adicionales con respecto del trimestre móvil anterior.

IV. Precios y Costos

En julio el IPC tuvo una variación de $-0,1\%$, cifra por debajo de las estimaciones que se manejaron internamente a lo largo del mes y de las señaladas por el mercado. En cuanto a la inflación subyacente, tanto el IPCX como el IPCX1 tuvieron una variación similar a la del IPC total. Con esto, el incremento en doce meses del IPC llegó a $3,1\%$ en julio, mientras que los del IPCX e IPCX1 se ubicaron en $2,5\%$ y $2,6\%$ respectivamente.

Medidas alternativas de inflación subyacente también mostraron trayectorias a la baja en julio. Por un lado, el IPCX2 —que elimina de la medición los ítems en términos relativos más volátiles del IPC— mostró una variación nula en el mes, con lo que su incremento anual descendió a $2,8\%$. A su vez, el indicador de medias podadas —que corrige la no normalidad de la distribución de precios— retomó una trayectoria de inflación anual descendente para el IPCX1.

La inflación de julio estuvo marcada por una caída generalizada en la mayor parte de los rubros del IPC. Fue así como al aumento promedio en el precio de la gasolina se restó el efecto compensatorio del descenso de otros combustibles como el gas licuado. A ello se sumó la continuación de la estacionalidad negativa en los precios del rubro vestuario y la caída en el agregado de los precios de los productos perecibles y médicos. En el caso de los primeros, contrario a la habitual estacionalidad de mediados de año, no se verificó un aumento relevante en productos específicos —tomates— que en años previos han sido fuente importante de mayor inflación es esta época del año. Respecto de los segundos, la internación de productos desde mercados de origen más baratos incidió en un descenso relevante de los precios promedio de este rubro.

Por el lado de los salarios, en junio las remuneraciones nominales nuevamente registraron variaciones anuales inferiores a las de meses previos. Medidas por el Índice de Remuneraciones por Hora y el Índice del Costo de Mano de Obra, éstas alcanzaron $3,6\%$ y $3,5\%$, respectivamente. Este menor incremento de los salarios nominales se ha producido en conjunto con un aumento en el empleo, por lo que podría asociarse con un ajuste de salarios coherente con las holguras presentes en el mercado del trabajo.

Pese a este comportamiento favorable de los salarios, la caída más rápida de la productividad ha implicado un aumento de los costos laborales unitarios en el transcurso del año. Pese a la desaceleración relevante de la productividad, esto parece ser un fenómeno que podría no tener implicancias en los costos, por cuanto corresponde a un adelantamiento de una trayectoria ya incorporada en las proyecciones.

Las expectativas de inflación del sector privado deducidas del diferencial de tasas nominales y reales a dos y cinco años, aunque muestran un aumento respecto de la anterior reunión, se ubican en torno a 3% . Es así como a dos años plazo la inflación esperada está en torno a $2,7\%$ - $2,9\%$, en tanto que a cinco años, las expectativas han oscilado entre 3% y $3,2\%$. Por su



parte, los resultados de la encuesta de expectativas al sector privado indican una inflación de 3,0% tanto para un año como para dos años plazo, ambas cifras en línea con los resultados de meses anteriores.

Perspectivas de corto plazo

De acuerdo con estimaciones iniciales, en agosto el IPC tendría una variación mensual en torno a 0,2%. Pese al aumento que se espera para el precio de los combustibles durante el mes, la continuación de la estacionalidad favorable del vestuario e incrementos por debajo de lo habitual en el precio de algunos perecibles (tomates) explican parte del resultado. Se suma el rezago de los descensos de precios de algunos productos médicos que determinaron la variación del IPCX1 en julio. Con esto, el incremento anual del IPC se situaría cercano a 2,9%.

La evolución reciente del tipo de cambio y el precio internacional de los combustibles podría implicar cambios en el precio de las tarifas durante el tercer y cuarto trimestre. En el caso particular de la locomoción colectiva, la posibilidad de que el tipo de cambio promedio alcance niveles en torno a \$710 por dólar en el mes, junto a los aumentos esperados del precio del diesel, implicarían un incremento de \$10 en la tarifa durante septiembre u octubre. La consolidación del escenario base para el precio del petróleo, sumado a un retorno del tipo de cambio a niveles más próximos a los \$700 por dólar, harían que el aumento de la tarifa fuera revertido antes de finalizar el año 2003.

Así, la inflación del tercer trimestre se enmarcaría dentro del rápido descenso de la inflación anual del IPC que se prevé, la que a fines de septiembre estaría cercana a 2,5%. En especial, la no repetición de las altas inflaciones de igual período de 2002 (1,2 puntos porcentuales entre agosto y septiembre, por aumentos de los combustibles, locomoción colectiva y perecibles) llevaría a este resultado. La inflación del cuarto trimestre incorpora el efecto del aumento en el IVA, estimado en esta ocasión en 0,5 puntos porcentuales para el cuarto trimestre del año (0,4 puntos porcentuales en la anterior reunión).

Con todo, la inflación del IPC para fines de 2003 se estima en 3,1%, por debajo de proyecciones previas debido a: (1) el supuesto de que parte de la menor inflación de julio —la asociada al precio de los pañales— tiene un carácter algo más permanente; y (2) un ajuste a la baja en la inflación de los perecibles, dada la no repetición de su habitual estacionalidad.

En cuanto a la inflación subyacente, el incremento anual del IPCX permanecería en niveles del orden de 2,5% en lo que resta del tercer trimestre, para luego aumentar hasta 3,3% en parte importante por el impacto del aumento del IVA. El IPCX1, en tanto, tendría una trayectoria sostenida de aumento en su tasa de inflación anual, llegando ésta a 3,8% en diciembre. Ambas mediciones están por debajo de estimaciones previas, una vez incorporado el efecto de la menor inflación de julio y la mantención de parte de su descenso en los meses próximos.

Proyección de corto plazo IPC e IPCX

	% var. anual			% var. mensual			petróleo (US\$/barril)	TCO (\$/US\$)	Micros (\$)
	ipc	ipcx	ipcx1	ipc	ipcx	ipcx1			
Jul	3,1	2,5	2,6	-0,1	-0,1	-0,1	28,5	701	-
Ago	2,9	2,5	2,7	0,2	0,1	0,2	29,6	710	-
Sep	2,5	2,6	2,8	0,4	0,4	0,4	27,8	703	+ 10
Oct	2,2	2,7	3,1	0,6	0,5	0,5	27,0	702	-10
Nov	2,5	3,1	3,5	0,2	0,3	0,3	27,0	701	
Dic	3,1	3,3	3,8	0,1	0,3	0,4	27,0	700	
Ene	2,8	3,4	4,0	-0,1	0,1	0,2	26,6	702	



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

Se retira de la Sala la señora Bernardita Piedrabuena K.

El señor Valdés señala lo siguiente:

1. En la reunión de política monetaria de julio, el Consejo decidió mantener la tasa de política inalterada en 2,75%. Aunque el mercado laboral continuaba mostrando dinamismo, los datos de actividad indicaban, al igual que en junio, que el crecimiento del segundo trimestre sería inferior al esperado. Si bien el panorama de precios se mantenía aproximadamente dentro de los márgenes previstos, la inflación IPCX1 se estaba acelerando algo más rápido que lo proyectado.
2. Las noticias más importantes desde la última reunión son las siguientes:
 - La inflación de julio fue menor que la esperada, sorpresa que se concentró especialmente en el IPCX1. Con esto, se han revertido las noticias de los últimos dos meses y la inflación subyacente está de vuelta en la senda esperada en el *Informe de Política Monetaria* anterior.
 - Por el lado de los costos, el precio del petróleo ha continuado aumentando. Los costos laborales unitarios medidos (aunque no necesariamente los efectivos) siguen creciendo algo más rápido que lo previsto, a pesar de que continúa la desaceleración de los salarios. El tipo de cambio real, por último, se mantiene elevado y los precios efectivos de importación no combustible están cayendo en 12 meses.
 - Los indicadores de junio confirmaron que el crecimiento del segundo trimestre fue inferior al esperado en el último *Informe de Política Monetaria*, especialmente en el sector industrial. A esto se sumaron señales adicionales de menor dinamismo del mercado laboral y un nuevo deterioro, sorpresivo, de las expectativas de los hogares. Los datos de comercio exterior de julio, en todo caso, son coherentes con la evaluación de que parte de la desaceleración del sector real es transitoria.
 - En el margen, los riesgos de que se postergue el esperado aumento en el crecimiento global siguen disminuyendo, particularmente en Estados Unidos. El precio del cobre se ha incrementado cerca de 5 centavos de dólar por libra en el último mes.
3. A la luz de estas noticias y del conjunto de antecedentes revisados en la minuta de política monetaria, las opciones de política son algo diferentes a las que se han analizado en las últimas reuniones. Por un lado, las opciones que ameritan discusión son más amplias ya que no es posible descartar sin más la opción de bajar. Así, las opciones que se analizan son tres: disminuir, mantener o aumentar la tasa de política monetaria. Por otro lado, y en comparación a las reuniones recientes, los argumentos a favor de la mantención parecen ser relativamente más firmes.
4. Cabe recordar que en la reunión del mes pasado se argumentó que no era sencillo descartar analizar un recorte de la tasa de interés como una opción. La situación en esta reunión es parecida. Las malas noticias del sector real siguen indicando que existe un riesgo de que las holguras sean más persistentes y, consecuentemente, se dé una menor inflación que la esperada en los próximos trimestres. Se podría argumentar, entonces, que habría espacio para tomar medidas preventivas en contra del riesgo de que la inflación disminuya persistentemente hacia el piso del rango meta, o por debajo de él.
5. Sin embargo, hay varios argumentos en contra de un movimiento de este tipo. Primero, no hay antecedentes directos para concluir que este riesgo sea elevado (el IPCX1 retornó a la trayectoria de gradual aceleración esperada en el último *Informe de Política Monetaria*, y el panorama del sector real todavía no se ha modificado de manera sustancial). Segundo, en los últimos meses se han acumulado mayores presiones de costo. Ello ya se refleja en



expectativas de inflación de mediano plazo que se ubican en 3% y más. Tercero, y más importante, los antecedentes disponibles están lejos de ser suficientes para argumentar a favor de la conveniencia de una secuencia de recortes de tasas de interés. Así, un recorte en las circunstancias actuales debería ser comunicado como una acción de política aislada, lo que no tiene un sentido claro.

6. Por el contrario, y al igual que el mes pasado, la principal justificación para aumentar la tasa de interés en esta reunión es adelantar un proceso de alzas de tasas que ocurrirá con elevada probabilidad en el futuro. Debido al marcado sesgo expansivo que ha tenido la política monetaria por varios trimestres, se puede esperar que, en el escenario central y en un futuro no muy lejano, la tasa de interés vuelva a estar más cerca de su nivel neutral. El mercado así lo estima: la curva forward señala que la tasa de política monetaria aumentará 75 puntos base hasta fin de año. Adelantar esa decisión tiene beneficios, ya que permite asentar las expectativas de inflación en torno a 3% y reafirmar el compromiso con la meta de inflación. De hecho, como se comentó, las expectativas de inflación del mercado han tendido a aumentar en los últimos tres meses y una pequeña alza en la tasa de política monetaria, por ejemplo de 25 puntos base, serviría para ordenar este proceso.
7. En contra de esta opción también hay argumentos de peso. Primero, existen dudas fundadas de que algunos de los factores que indican mayores presiones de costos efectivamente se traduzcan en la mayor inflación que los parámetros históricos señalan. Además de las mayores holguras que en el margen se han acumulado, la inflación medida en dólares y los costos laborales unitarios podrían estar ocultando complejidades como efectos de composición, con lo que la inflación proyectada de mediano plazo puede mantenerse cerca de 3%, o incluso por debajo de ese número. Segundo, las noticias más relevantes del último mes —de IPC y de actividad— señalan un panorama de presiones inflacionarias subyacentes crecientes menos asentado que el analizado el mes pasado y, si algo, un poco inferior al considerado en el último Informe. Si la decisión de mantener del mes pasado fue acertada —nada indica que no lo haya sido— tampoco sería acertado aumentar la tasa de interés hoy. Por último, cabe mencionar un aspecto táctico: de acuerdo con la encuesta de expectativas, ningún analista espera un cambio de la tasa de política monetaria hoy, por lo que un alza en la tasa sería una sorpresa de proporciones.
8. Más allá de estos argumentos, cabe mencionar que existe el riesgo de que las holguras de actividad sean más pequeñas que lo previsto. En ese caso sería necesaria una normalización de la política monetaria más temprana que lo anticipado. Sin embargo, un test clave para discriminar la validez de dicho escenario es observar un aumento inexplicado de la inflación subyacente, situación que no ha ocurrido.
9. Considerando todo lo anterior, la principal justificación para mantener la tasa de política monetaria es que ello permite esperar a tener más información. Esta opción es coherente con el diagnóstico de que no hay antecedentes suficientes para modificar las perspectivas de mediano plazo de la inflación, las que se mantienen cercanas a 3% en el horizonte de proyección.
10. Finalmente, respecto de otras consideraciones relativas a la táctica de política monetaria, cabe mencionar que el mercado continúa esperando un crecimiento del PIB para el segundo trimestre algo mayor que la estimación que se maneja internamente. El conocimiento de la cifra final probablemente tendrá efectos en la trayectoria esperada de las tasas de interés.

El Presidente ofrece la palabra para discutir las opciones.

El Consejero señor De Gregorio señala que no es necesario repetir el análisis realizado por la División Estudios y que se ha venido discutiendo con algo más de intensidad en días recientes, producto de la preparación del Informe de Política Monetaria.

Manifiesta que le parece razonable que desde el punto de vista de las opciones se haya abierto la posibilidad de una baja de tasas, no porque sea partidario de ella, pero tal



como se puede argumentar a favor de la opción de alza de la tasa de interés, también hay argumentos para defender una baja. De hecho, dice, las expectativas de crecimiento están algo sesgadas a la baja, y en su opinión, con los antecedentes revisados hasta ahora, es probable que los años 2003 y 2004 sean algo menos dinámicos de lo que se percibía hace algunos meses atrás. Al mismo tiempo, las novedades inflacionarias, si bien no cree que justifiquen un cambio significativo en su trayectoria esperada, si algo, también estará sesgada a la baja. En este escenario, y aplicando mecánicamente una regla simple de política monetaria habría que preguntarse por qué no se bajan las tasas.

A su juicio, existen razones de prudencia para mantener la tasa, en particular, porque los escenarios de menos inflación y crecimiento no están del todo consolidados, y ya existe una política monetaria muy expansiva, lo que implica que lo más probable es que en los próximos trimestres el grado de expansión monetaria se debería reducir.

Aunque válida como opción, las razones para no subir la tasa en meses anteriores son más válidas hoy día, así que es una opción fácil de descartar.

Por lo anterior, le parece que hoy día se justifica mantener la tasa de política monetaria, lo que además se ve reforzado por el hecho que, en su opinión y con los antecedentes de que se dispone actualmente, no se avizora en el horizonte cercano, de al menos un trimestre, una posible alza de tasas.

El señor Ministro de Hacienda señala que, en la misma línea de lo que otras veces ha planteado, cree que es cierto que si se da un escenario en que el mundo se acelera, el precio del petróleo Brent se mantiene en US\$ 30 y el tipo de cambio real se mantiene donde está hoy día, es probable que el IPCX1 tenga alguna tendencia a subir, pero ve bastante difícil que esas tres materias se den a la vez. No ve un escenario de recuperación tan clara de los socios comerciales si es que se mantiene el petróleo donde está y no ve, si el petróleo cae, que los socios comerciales sí aceleren, no ve que el tipo de cambio real se mantenga tan alto, por tanto, sería cauteloso respecto a las proyecciones.

El Consejero señor Desormeaux dice que comparte plenamente el análisis efectuado por la División Estudios y no tiene nada que agregar, inclinándose por mantener la actual tasa de política monetaria.

La Consejera señora Ovalle y el Vicepresidente señor Marshall están también de acuerdo por mantener la tasa de política monetaria.

El Presidente señala que aunque la inflación ha cedido en el margen - lo cual le tranquiliza con respecto a los últimos dos meses- y que la actividad económica está remontando, bajar la tasa hoy día daría una señal muy negativa al mercado no solamente con respecto a lo que el mercado espera hacia delante, sino que daría una sensación de que el Banco tiene cifras económicas mucho más malas que las que se están observando. Comenta que ha habido una desaceleración breve y que lo más probable, en el escenario central, es que se debería corregir en la segunda parte del año. Por lo tanto, le parece que si hubo razones para mantener la tasa en la reunión del mes pasado, hoy existen mucho más razones para mantenerla y no subirla.

En mérito de lo anterior, el Consejo, por la unanimidad de sus miembros, adopta el siguiente Acuerdo:

51-01-030812 – 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 retira de la Sala el señor Ministro de Hacienda, don Nicolás Eyzaguirre G.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 51
Política Monetaria
12.08.2003 15.-

V. Comunicado

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

Los datos más recientes de actividad confirman que el crecimiento del segundo trimestre fue menor al esperado. Este desempeño se explica, en parte, por el mayor precio internacional del petróleo y las condiciones prevalecientes en los mercados externos, especialmente en la región, que han afectado el dinamismo de algunas ramas del sector industrial.

A pesar de estas noticias, el panorama futuro sigue considerando una gradual disminución en las holguras de capacidad durante los próximos trimestres. A ello contribuyen el marcado impulso de la política monetaria y el afianzamiento de perspectivas de un mayor crecimiento mundial en el segundo semestre, especialmente en Estados Unidos y Asia. No obstante, aún persisten riesgos relevantes en el entorno externo.

La información más reciente muestra que la inflación subyacente ha retornado a su curso esperado. Esto, unido al resto de los antecedentes disponibles, mantiene la inflación proyectada en torno a 3% en el horizonte de política.

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."

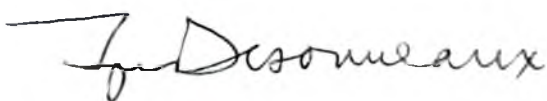
El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17,45 horas.



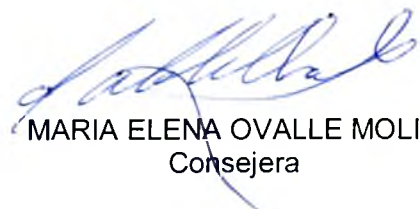
JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente



VITTORIO CORBO LIOI
Presidente



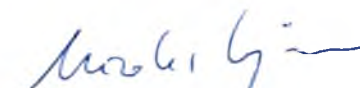
JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero



MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera



JOSE DE GREGORIO REBECO
Consejero



NICOLAS EYZAGUIRRE GUZMAN
Ministro de Hacienda



JORGE CARRASCO VASQUEZ
Ministro de Fe (S)



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION DE POLITICA MONETARIA N° 52
Celebrada el 4 de septiembre de 2003

En Santiago de Chile, a 4 de septiembre de 2003, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Vittorio Corbo Lioi 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.

Asisten también los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Angel Nacur Gazali;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
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.

I. Resolución sobre Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 51, celebrada 12 de agosto de 2003.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo el Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 51, celebrada el 12 de agosto de 2003, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

II. Resolución sobre Minuta correspondiente a la Sesión N° 51, celebrada el 12 de agosto de 2003.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo la Minuta correspondiente a la Sesión N° 51, celebrada el 12 de agosto de 2003, la que se aprueba sin observaciones.

III. Fecha Sesión de Política Monetaria del mes de marzo de 2004.

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de marzo de 2004, para el día jueves 11 de ese mes.

IV. Exposición.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, señala lo siguiente:



Desde el último *Informe*, las tendencias inflacionarias subyacentes han seguido una trayectoria por debajo de la prevista en ese momento. Aunque a mediados del primer semestre la inflación subyacente pareció acelerarse, los reducidos registros de julio y agosto más que compensaron las sorpresas previas. La tasa de inflación subyacente, excluyendo tarifas reguladas y otros precios indizados (IPCX1) aumentó desde niveles por debajo del rango meta a fines del año pasado hasta una cifra inferior a 2,5% en la actualidad. Con esto y los marcados movimientos que han tenido tanto los precios del petróleo y sus derivados como los de algunos bienes perecibles, la inflación anual del IPC se redujo desde el máximo reciente de 4,5% en marzo a cifras ligeramente inferiores a 3% en agosto, esperándose que continúe cayendo hasta poco menos de 2,5% en octubre. Dado el esquema de política monetaria y el compromiso con el objetivo de baja inflación, el incremento del IVA debería tener solo un efecto limitado y transitorio sobre las distintas medidas de inflación.

Más allá de los factores puntuales detrás de los movimientos de corto plazo de la inflación del IPC, las tendencias inflacionarias de mediano plazo deberían verse afectadas por un proceso de descompresión gradual de márgenes, con costos laborales unitarios mayores y, también, niveles superiores de inflación externa durante este año. Al respecto, los antecedentes más recientes muestran incluso que estos últimos eventos podrían estar ocurriendo antes que lo previsto en el *Informe* de mayo, aunque las implicancias de ello para la trayectoria inflacionaria subyacente futura no son evidentes. Por su parte, el ritmo de descompresión gradual de márgenes es coherente con un aumento, también gradual, del crecimiento de la actividad económica y con proyecciones de inflación de mediano plazo que se mantienen en torno a 3%.

El ritmo de crecimiento del PIB tendió a desacelerarse durante el segundo trimestre, mostrando una expansión inferior a la prevista en el último *Informe*, principalmente por una importante disminución del crecimiento de la actividad industrial. Por el lado del gasto, el consumo privado perdió dinamismo en el margen y los volúmenes exportados sufrieron una importante desaceleración. En el desempeño del consumo influyó el que los términos de intercambio de la economía chilena siguieran una trayectoria distinta a la prevista luego del fin de la guerra en Irak, debido a un incremento importante y sorpresivo del precio del petróleo en los últimos meses, lo que afectó el ingreso nacional disponible y la capacidad de gasto de los distintos actores nacionales. La incertidumbre sobre el inicio de la recuperación de la economía mundial también jugó un rol en la trayectoria que siguieron el PIB y el gasto interno. Pese a ello, persiste la evaluación de que en el segundo semestre de este año y en el curso del próximo se apreciará un crecimiento similar al previsto algunos meses atrás. En esto, juega un papel central la consolidación de tasas de crecimiento mayores en el mundo, junto con una recuperación de los precios de los *commodities* y mejores condiciones financieras internacionales. Adicionalmente, las condiciones monetarias en Chile siguen siendo claramente expansivas, a pesar del marginalmente menor crecimiento del crédito y el aumento de algunas tasas de interés de colocación. La misma mantención de la tasa de política monetaria (TPM) en un nivel estable desde enero de este año provee de un impulso monetario adecuado para las actuales circunstancias, que de hecho es superior al que los mercados financieros locales preveían, hace algunos meses atrás, para estas fechas.

Las consecuencias del conjunto de noticias acumuladas sobre la trayectoria probable de la inflación de mediano plazo fueron las que llevaron al Consejo a decidir mantener la TPM en 2,75% en las últimas cuatro Reuniones de Política Monetaria, conservando así el marcado impulso de la política monetaria. En su oportunidad se evaluó que no habría sido conveniente iniciar el proceso de normalización de la política monetaria pues, de acuerdo con los antecedentes disponibles, ello habría ralentizado innecesariamente el ritmo de crecimiento esperable para la actividad y para los precios subyacentes. De hecho, aunque las alternativas que se analizaron más profundamente en las últimas reuniones fueron mantener o aumentar la tasa de política, la opción de mantener fue la que se fortaleció más con el correr de las noticias. De todas formas, se estima que, en la medida que se consolide un mayor ritmo de crecimiento, las holguras de capacidad se irán reduciendo, escenario que se ha reflejado en el comportamiento de las expectativas y los mercados financieros durante las semanas más recientes.



A pesar de que luego del fin de la guerra en Irak los mercados financieros internacionales esperaban un rápido fortalecimiento del crecimiento económico global, empujado principalmente por la economía de Estados Unidos, el ritmo de expansión de la principal economía mundial tardó en afianzarse. Incluso, en un momento, distintos observadores consideraron la posibilidad de que entrara en un proceso deflacionario. Sin embargo, las noticias más recientes, en particular el ritmo de crecimiento efectivo y su composición durante el segundo trimestre de este año —que registró mayor inversión—, las encuestas de expectativas, las cifras laborales, las cifras de actividad del sector servicios, las ventas al detalle y de durables, así como el desempeño de los mercados accionarios, consolidan las proyecciones de mayor crecimiento y han tendido a menguar este riesgo, a lo que se añaden resultados de empresas más bien favorables y un marcado impulso desde la política macroeconómica.

Para el resto del mundo desarrollado, en cambio, la recuperación ha sido más lenta y con importantes diferencias entre regiones. En cuanto a perspectivas, para la zona euro la recuperación será más lenta que lo anticipado en mayo, considerando que en el segundo trimestre se vio un estancamiento y que algunas de sus economías, en particular Alemania e Italia, se encuentran en recesión. En Japón, en tanto, han comenzado a aparecer señales más favorables en el ritmo de crecimiento efectivo y su composición durante el segundo trimestre de este año. Sin embargo, el alcance de la recuperación está limitado por la situación del mercado financiero japonés, que se mantiene como un freno a la demanda interna. Asia emergente, en tanto, se constituye como el segundo motor del crecimiento mundial, pese al impacto que el Síndrome Agudo Respiratorio Severo (SARS) tuvo sobre la actividad de la región, el que estuvo acotado a una caída importante en la actividad de algunas de sus economías durante el segundo trimestre.

Los mercados financieros internacionales han mejorado también notoriamente en el último tiempo, apoyados por la amplia liquidez y un mayor apetito por riesgo. El elevado precio del petróleo, que aún no ha retornado a los niveles que se esperaban hace unos meses, también ha contenido el ritmo de crecimiento global. En este entorno, a pesar de la positiva trayectoria reciente del precio del cobre, los términos de intercambio en promedio se ubican por debajo de los escenarios probables considerados desde fines del año pasado. En suma, las noticias del último mes tienden a reafirmar el escenario de mayor crecimiento de la economía global a partir de la segunda mitad del año 2003. Los riesgos de desviaciones negativas siguen presentes, aunque hoy son menos probables que en mayo pasado.

A futuro, los riesgos de la economía global siguen vinculados a la gran incertidumbre que existe hoy en el mercado internacional de los combustibles, el que ha mostrado altos grados de volatilidad desde el fin del conflicto en Irak, especialmente durante las últimas semanas. La lenta recuperación de la producción de petróleo de esta nación del Medio Oriente, junto con el cumplimiento de cuotas por parte de la OPEP y la evolución de los inventarios en Estados Unidos han mantenido el precio del crudo en niveles elevados, pero no se descarta una reversión de las tendencias recientes en un plazo mediano. En una perspectiva de mediano plazo, además, siguen latentes los riesgos asociados a la forma en que se resuelvan los déficit de cuenta corriente y fiscal de Estados Unidos y el avance de las reformas estructurales en Japón y Europa, más allá de algunos avances recientes en Francia y Alemania.

En los países de la región se observan, desde ya hace varios meses, condiciones financieras mejores y más estables que a principios de año, a lo que ha contribuido el mayor apetito por riesgo de los inversionistas. Aunque el proceso legislativo de aprobación de reformas en Brasil avanza, aún quedan desafíos para el logro de condiciones financieras más estables, en un contexto de mayor debilidad económica. En Argentina, en tanto, aunque la situación económica ha mejorado, recientemente se aprecia un ritmo pausado de crecimiento de la actividad. Además, quedan aún pendientes una reestructuración global del sistema financiero, la solución de controversias sobre derechos de propiedad y la recuperación del acceso voluntario a los mercados de capitales.

En Chile, las condiciones monetarias han seguido siendo claramente expansivas, a pesar del marginalmente menor crecimiento del crédito y las alzas de algunas tasas de interés de



colocación. En el último trimestre los créditos de consumo redujeron su crecimiento, luego de prácticamente un año y medio de expansión a tasas muy pronunciadas. Las tasas de interés de colocación en pesos para estos créditos han aumentado durante ese mismo lapso, después de dos o tres trimestres de estabilidad. Además, el crecimiento del conjunto de los agregados monetarios ha disminuido significativamente, algunos desde tasas de crecimiento en doce meses particularmente elevadas. El peso ha sufrido algunos vaivenes en las últimas semanas, reflejando los movimientos de los diferenciales entre tasas de interés externas e internas y de los términos de intercambio, así como las noticias de la reactivación mundial. Hasta unos días atrás, el peso se mantenía en términos reales en niveles más depreciados que los implícitos en los ejercicios de proyección contenidos en los *Informes* previos. Ello, en parte, reflejó la debilidad de los términos de intercambio, pero además pareciera ser una de las formas como la economía se ajustó a la desaceleración de la actividad a lo largo del primer semestre, y se relaciona a la mayor competencia que han enfrentado algunos sectores particulares desde países que han tenido fuertes ganancias de competitividad.

Las expectativas relacionadas con el curso de la economía y la política monetaria reaccionaron solo levemente al escenario coyuntural de menor dinamismo. Ello probablemente refleja que los mercados y los analistas ya han internalizado un escenario de mayor dinamismo de la actividad en el mediano plazo, con presiones inflacionarias afianzadas en torno a 3%, junto a una gradual reducción del impulso de la política monetaria. Específicamente, la encuesta de expectativas del Banco Central indica que la TPM se ubicará en 3% a fines de este año y en 4% a fines del próximo. La TPM extraída de la curva *forward*, en tanto, tendría un incremento de entre 25 y 50 puntos base durante el cuarto trimestre de este año, para llegar a cerca de 5% a fines de 2004.

El crecimiento de la actividad estimado para el segundo trimestre se ubicó algo por debajo de lo proyectado en el *Informe* de mayo. Aunque no es posible determinar con precisión las razones de lo anterior, pareciera que los factores más relevantes son tres. Primero está el aumento de la competencia que enfrentan ramas manufactureras relevantes que sustituyen importaciones: en el último año, las importaciones de bienes de consumo provenientes desde Argentina y Brasil se han incrementado en 33%, y estas importaciones alcanzaban el año 2000 a 16% del valor agregado industrial de los sectores con los que compiten. En segundo lugar, se aprecia que la desaceleración de los socios comerciales en el segundo trimestre coincide con la caída de las exportaciones industriales (más allá de factores de oferta en sectores como salmones y celulosa) y con la desaceleración de las ramas industriales exportadoras. En tercer lugar, los menores términos de intercambio y el fin del proceso de reaccumulación de bienes durables pueden haber incidido en el menor dinamismo del gasto interno y, en particular, en el crecimiento de sectores orientados al mercado interno.

El mejoramiento de los indicadores de gasto —en especial del consumo privado— iniciado a mediados del año pasado tendió a moderarse en el segundo trimestre. Las ventas de bienes durables se han mantenido esencialmente constantes desde el primer trimestre de este año, aunque a niveles elevados. Junto a esto las expectativas de los hogares, luego del repunte que experimentaron en mayo al terminar la guerra en Irak, tuvieron una caída para repuntar recién en agosto.

En contra del comportamiento reciente menos dinámico de algunos indicadores de consumo, la inversión tuvo un desempeño por encima del crecimiento del PIB en el segundo trimestre de este año, confirmando las señales incipientes que se verificaron en el *Informe* anterior. Parte de este resultado se explica por inversiones específicas en sectores relacionados con recursos naturales, por lo que no constituye aún un patrón generalizable al resto de los sectores ni fácilmente extrapolable para el corto plazo. En todo caso, el destacado nivel que mantienen las ventas inmobiliarias, la recuperación que muestran los indicadores de rentabilidad privada y las utilidades de las empresas, la trayectoria previsible de la inversión pública, así como el probable impacto sobre la confianza que tendrá el escenario de mayor crecimiento, hacen posible esperar en el escenario más probable un moderado aumento de la tasa de inversión en el próximo par de años.



El ajuste a la baja del gasto público introducido para este año y el incremento del IVA permitieron al Fisco mantener su compromiso con la regla de superávit estructural de 1%, a pesar de una reducción de ingresos estructurales por diversos motivos. El mantenimiento de esta regla ha sido positivo para las condiciones macroeconómicas generales de Chile, apoyando el bajo nivel del *spread* soberano, y facilitando la implementación de políticas macroeconómicas contracíclicas.

Aunque el crecimiento en Chile perdió fuerzas en los últimos meses, la mejora reciente en la economía mundial debería favorecer un repunte del crecimiento en los próximos trimestres. Las perspectivas de corto plazo para la actividad y el gasto están especialmente relacionadas a la persistencia de las noticias desde mayo con respecto al incremento del precio del petróleo, el vínculo entre la actividad de los socios comerciales y el ritmo de crecimiento del país, y la relación entre las expectativas de los hogares y el mercado laboral. Por ahora, la evolución de los términos de intercambio es un elemento que resalta en comparación con lo esperado hace unos meses atrás. En efecto, las proyecciones del precio del petróleo para este año y el próximo se ubican hoy cerca de US\$3 por barril por encima de lo previsto al terminar la guerra en Irak, lo que resta cerca de 1% a los términos de intercambio. Por otro lado, aunque el ritmo de creación de empleos ha excedido con creces lo esperado, ello ha reflejado principalmente aumentos en el autoempleo y en la participación de la fuerza de trabajo secundaria, mostrando además señales incipientes de desaceleración en las mediciones recientes.

Un elemento central para determinar el ritmo efectivo que tomará el proceso de cierre de holguras en el mediano plazo es el panorama de crecimiento de la actividad mundial. Al respecto, las noticias recientes son coherentes con la visión de consenso, que espera un fortalecimiento del crecimiento mundial en lo que queda de este año, empujado por la recuperación de la actividad de Estados Unidos y Asia emergente. Este pronóstico, de cumplirse, además de influir favorablemente en las expectativas privadas, debería fortalecer los volúmenes exportados y sostener los precios de las exportaciones. Por estos factores, además del persistente impulso que mantiene la política monetaria y situaciones específicas en el sector minería, que contribuirán más de lo usual en el crecimiento del tercer y cuarto trimestres, el Consejo estima que este año el crecimiento del PIB se ubicará entre 3% y 3,5%. Hacia el próximo año, en tanto, el Consejo espera que el mayor ritmo de expansión cíclica de la economía global, el impulso que mantiene la política macroeconómica nacional, y otros efectos positivos derivados de mejores perspectivas de negocios por los acuerdos de libre comercio y otras reformas sustantivas, aspectos reflejados en el considerable repunte que han mostrado los índices accionarios locales, impulsen el crecimiento interno, hasta cifras entre 4% y 5%.

El gasto interno, en este escenario, aumentaría este año en una cifra cercana a la del crecimiento del PIB, para llegar a tasas de crecimiento entre medio y un punto por sobre la expansión de la actividad durante 2004 y 2005. Se espera que este proceso se dé de una forma relativamente balanceada, con un crecimiento del consumo privado impulsado por el mejoramiento del ingreso nacional, junto con mayores tasas de inversión fija en la medida que las holguras de capacidad comiencen a cerrarse. Las mejores condiciones externas también debieran incidir en un repunte del crecimiento de las exportaciones no cobre. Las exportaciones de cobre, en todo caso, incidirían positivamente en el PIB del año 2004, debido básicamente a factores de oferta. De esta manera, se proyecta que la cuenta corriente alcance un déficit cercano a 0,5% del PIB este año, y llegue a saldos entre -0,5% y -1% del PIB en los próximos dos años. Estas cifras son algo inferiores a las del *Informe* anterior, debido en parte al menor dinamismo de la demanda interna inducido por un menor crecimiento de los términos de intercambio.

Este escenario de crecimiento no dista del presentado en el último *Informe*, cuando se preveía que el crecimiento se ubicaría entre 3% y 4% este año y sobre 4% el próximo. Las proyecciones del sector privado tampoco han cambiado de manera sustantiva desde mayo pasado. De acuerdo con la encuesta de expectativas económicas del Banco Central, las proyecciones de crecimiento para el año 2003 disminuyeron desde una mediana esperada de 3,4% en mayo a 3,3% en agosto, manteniéndose en 4,2% para 2004. Según *Consensus Forecasts*, las proyecciones de crecimiento promedio para el presente año alcanzaron 3,3%



tanto en abril como en agosto pasado, mientras que las proyecciones para el año 2004 aumentaron desde 4,1% a 4,3% en los mismos meses.

El aumento gradual de la inflación subyacente proyectado para los próximos trimestres está condicionado a una serie de factores. Un aspecto central es el grado de cierre de brechas, el que está determinado por la diferencia entre el ritmo de crecimiento efectivo que tenga la actividad económica y el crecimiento de su potencial. Ambos aspectos están sujetos a grados de incertidumbre comparables a los considerados en los *Informes* más recientes. Por una parte, existen dudas con respecto a la manera en que evolucionará el crecimiento global, elemento que influye en la velocidad con que se cierran las holguras. Por otra parte, la combinación entre tasas de inversión cercanas a 23% del PIB y el fuerte incremento de la ocupación desde mediados del año pasado indica que la medición de la productividad total de factores, en el mejor de los casos, se ha mantenido estable. De hecho, hace ya varios años que no se observan tasas de crecimiento significativas en esta variable. De persistir esta situación en los trimestres venideros, será necesario reevaluar el escenario de crecimiento de la capacidad potencial en el corto plazo, el que aún se estima entre 3,5% y 4%.

Otros factores que actualmente presentan mayor incertidumbre que la habitual, son la trayectoria de los costos laborales unitarios y la inflación importada. Las mediciones en la práctica de ambas variables han revelado incrementos superiores a los esperados. Sin embargo, esto podría implicar solo un cambio en el perfil de la trayectoria esperada para el mediano plazo, adelantando el aumento de la inflación, sin poner en riesgo que ésta finalmente se mantenga en torno a 3%. Además, es posible que las medidas efectivas sean en realidad inferiores a las que capturan las estadísticas habituales. Indicaciones de esto son, por ejemplo, la fuerte competencia que enfrenta el rubro textil y las caídas recientes de los precios de algunos productos importados, lo que sería indicativo de que la caída de precios externos continúa, a pesar de la depreciación del dólar respecto de las principales monedas en el último año. Por su lado, el incremento de los costos laborales unitarios refleja la caída en las mediciones de productividad media del trabajo, la cual ha sido bastante más intensa y súbita que lo previsto, mientras se aprecia una tendencia a la desaceleración de las remuneraciones nominales. En todo caso, más allá de los efectos de composición que puedan estar detrás de estos fenómenos, lo que parece más probable es que la desaceleración de la productividad media del trabajo sería un fenómeno transitorio, vinculado al importante incremento de la participación de la población económicamente activa en la fuerza de trabajo durante los últimos trimestres. En la medida que se dé el escenario de expansión cíclica considerado y se mantenga el panorama de crecimiento de tendencia entre 3,5% y 4% para los próximos años, con un crecimiento de la fuerza de trabajo más cercano al de la población económicamente activa, se debería observar un repunte de la productividad en el escenario central de este *Informe*. Ahora bien, independientemente de la trayectoria efectiva que siga la productividad del trabajo en los próximos trimestres, lo relevante para el diagnóstico inflacionario es la manera como los salarios nominales se acomodan a ella.

En el escenario más probable de proyección, en que las holguras de capacidad se reducen poco a poco, y los márgenes se tienden a descomprimir, el Consejo estima que la tendencia de la inflación debería mantenerse cerca del centro del rango meta. El impacto del incremento del IVA sobre la inflación sería transitorio, al involucrar solo un cambio por una vez en el nivel de precios. Una conducción adecuada de la política monetaria hace necesario continuar evaluando cuidadosamente el efecto sobre la inflación proyectada que tendrán finalmente los cambios en los impuestos indirectos, debido a que en una perspectiva de mediano plazo, los movimientos por una sola vez en el nivel de precios no deberían inducir acciones correctivas de política monetaria. Por otra parte, la política monetaria debe cautelar que este cambio por una vez en el nivel de precios no se propague hacia la dinámica inflacionaria a través de efectos indirectos o de segunda vuelta.

Así, la inflación anual del IPC alcanzaría un promedio de 2,7% en los próximos veinticuatro meses, similar a la prevista en el *Informe* anterior. Esta medida tendrá, en todo caso, fluctuaciones importantes en los próximos seis meses, generadas por los cambios de base asociados a la trayectoria pasada de los precios de los productos perecibles y al comportamiento más probable del precio del petróleo. Se espera que la inflación anual del IPC



continúe descendiendo en el curso del tercer trimestre y comienzos del cuarto, para luego remontar a cifras en torno a 3% hacia fines de año y descender nuevamente en el primer trimestre de 2004. La inflación del IPCX, en tanto, pasaría desde tasas del orden de 2,5% anual en el curso del tercer trimestre de este año hasta valores cercanos a 3,5% entre fines del próximo año y principios de 2005, para luego descender hacia el centro del rango meta. Hacia fines del horizonte de proyección, la inflación anual del IPC tendería a asemejarse a la inflación subyacente. De esta manera, a pesar de las noticias recientes de precios, se sigue anticipando un incremento de la inflación anual del IPCX que la mantendría por varios trimestres en la mitad superior del rango meta. Sin embargo, gracias a la descompresión de márgenes que se genera por la combinación de esta trayectoria de precios y de una evolución acotada de los costos —por la menor inflación externa y la leve apreciación real esperada para el tipo de cambio desde los niveles promedio observados en las últimas cuatro semanas—, y a la persistencia de holguras, la inflación subyacente retornaría al centro del rango meta.

Estas proyecciones se comparan con la inflación esperada que arroja la última encuesta de expectativas, de 3% en los próximos once y veintitrés meses, cifras similares a las que se esperaban en mayo pasado. Las proyecciones informadas por *Consensus Forecasts* son también coherentes con estas cifras, aunque muestran una expectativa de inflación de 3,2% para fines del presente año. En tanto, las expectativas de inflación que se derivan de los diferenciales de tasas de interés de instrumentos nominales e indizados emitidos por el Banco Central apuntan a cifras en torno a 3% en horizontes de veinticuatro meses y cinco años, lo que, aunque representa un repunte de cerca de 50 puntos base con respecto a las prevalecientes hace algunos meses, es coherente con el objetivo de estabilidad de precios.

Por ahora, no hay antecedentes suficientes para señalar que el escenario central de proyección para el mediano plazo tenga características muy diferentes a las consideradas por el consenso. Con todo, persiste la posibilidad de que la esperada aceleración de la actividad siga un curso diferente al previsto y existe incertidumbre respecto de las consecuencias efectivas de los cambios que muestran las medidas de costos. La concreción de tasas de expansión de la actividad y el gasto crecientes en el tiempo, que permitan reducir las holguras existentes en la actualidad, depende, entre otros factores, de un afianzamiento del más promisorio escenario externo, que se ha afirmado en lo más reciente, y una recuperación sostenida de los términos de intercambio. Las noticias más recientes en estos ámbitos, junto con la entrada en vigencia de los diversos tratados de libre comercio y la mantención, pese a cambios en el margen, de condiciones financieras favorables para Chile, permiten esperar —con menor incertidumbre que en *Informes* pasados— un mejor panorama de mediano plazo, aunque persiste la preocupación sobre posibles escenarios alternativos. En particular, aún subsisten riesgos de desviaciones negativas en el escenario internacional.

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

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



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

En su conjunto, se estima que el balance de riesgos para la actividad se encuentra equilibrado, al igual que para la inflación.

En los próximos meses, el Banco Central pondrá especial atención en el comportamiento de las presiones de precios más subyacentes, incluyendo la evolución de los costos laborales y de la inflación externa, así como el ritmo que tome el cierre de las holguras de capacidad, el que a su vez está ligado a la persistencia de las tendencias de crecimiento de la actividad y el gasto. Un factor especialmente relevante en esta evaluación es lo que suceda con el ritmo de crecimiento global. De verificarse el escenario más probable que se ha delineado en este *Informe*, que incluye una reducción de las holguras de capacidad, es previsible que en el futuro, y en ausencia de *shocks*, la política monetaria tienda paulatinamente a normalizarse, moviéndose hacia una posición algo menos expansiva. En todo caso, como es habitual, 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. En este sentido, escenarios diferentes al central, que solo se develarán con el transcurso del tiempo, tienen asociadas distintas trayectorias para la política monetaria.

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

El Vicepresidente señor Marshall hace las siguientes consultas: 1) Si sigue siendo igual la percepción del staff de que los rezagos con que la economía internacional afecta hoy día la economía chilena son más breves que antes; 2) Si la relación entre el crédito y la demanda ha cambiado su rezago, porque antiguamente era de dos trimestres y aparentemente ha dejado de serlo; 3) Si se ha observado lo que ha pasado con el tiempo promedio de desempleo; 4) Cuál es el efecto macro del aumento de los ingresos tributarios de los combustibles; y 5) Al enfatizar el cambio en la proyección de inflación respecto del mes pasado, si se hace un análisis más de mediano plazo, ¿cuál sería la descomposición de los errores de inflación que se han cometido?

El Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés, contesta diciendo que, respecto de la sincronía del ciclo en Chile y el mundo, no hay todavía una respuesta definitiva aunque hay dos conjuntos de evidencias. Uno, es que en el World Economic Outlook del Fondo Monetario Internacional (WEO) se muestran las tasas de inversión y los crecimientos y varias otras variables macro de distintas economías agrupadas bajo algunos criterios, observándose que el mundo parece estar más sincronizado que lo que se pensaba. Por ejemplo, el crecimiento de la inversión está fuertemente correlacionado entre países.

En segundo término, señala que en una reunión con don Ricardo Caballero se trató el tema de la calidad de las proyecciones de la demanda interna, porque hasta ahora el staff está muy satisfecho con las ecuaciones de precios, pero mucho menos con la forma en que se ha desempeñado la proyección de actividad. El señor Caballero recomendó apreciar, precisamente, el crecimiento del mundo como un determinante del crecimiento nacional, pero no mirando para atrás, con rezagos, sino que considerando las proyecciones externas hacia delante como determinantes de la actividad de hoy. Manifiesta el señor Valdés que se está trabajando en esto y lo que aparece hasta ahora, con un efecto muy importante, es la



proyección de crecimiento de Estados Unidos como determinante de la inversión en Chile hoy día. Esto parece ser algo que nunca se había considerado y abre toda una agenda de investigación en la que hay que buscar datos más largos, pero, en principio, no es el efecto tradicional de términos de intercambio o el efecto volúmenes de exportación, en que porque hay más exportaciones y más ingreso, el país es más rico y se gasta más un tiempo después.

Con respecto a los ingresos tributarios de los combustibles, lo que se comenta se contrapone a otros ingresos tributarios que han estado más bien en el lado negativo. Entonces, en el margen, la verdad es que el Fisco, si fue algo más contractivo en materia de gasto, es porque en lo relativo a los ingresos no hay una expansión elevada. La operación renta fue muy mala, aunque el IVA rindió mucho el año pasado, por lo que las tasas de crecimiento están un poco más bajas hoy día. Obviamente existe una discusión de cuánto subsidiar los combustibles y ése es el trasfondo más político de la discusión sobre si lo que gana ENAP va a las arcas del Fisco para programas en general o si se debiese gastar en subsidio a los combustibles.

En relación con la descomposición de errores, explica que respecto del escenario que había en el IPOM anterior, la inflación está exactamente igual a como se preveía para estas alturas del año, a pesar de las críticas de los analistas que, en ese momento, dijeron que había exceso de optimismo en este tema. En todo caso, dice, la verdad es que no se acertó en los componentes de esa inflación. Explica que en promedio está bien, pero lo que es interesante es que existe una compensación entre los errores en el precio de los combustibles, mucho más altos, de los perecibles, un poco más altos, y de la inflación subyacente, mucho más baja. Hay cinco décimas de diferencia y la razón para ello es menos clara. Probablemente tiene alguna vinculación con la desaceleración de la actividad del segundo trimestre, pero hay otras causas como, por ejemplo, que los IVUM (Índice de Valor Unitario de Importaciones) han sido más bajos que lo que se suponía. Además, están todos los asuntos de márgenes que se han conversado hasta ahora.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, refiriéndose a la consulta sobre proyección de la inflación, señala que efectivamente el error de la proyección del IPCX1 es bastante inusual. Expresa que, en general, el modelo de inflación IPCX1 se tiene bien evaluado, no habiéndose cometido errores de proyección de esta magnitud en el pasado y menos en situaciones en las cuales hay un cambio de fase tan brusco. Agrega que puede estar asociado con los factores que mencionó el señor Valdés, sin embargo, el modelo tal como está diseñado hoy, tiende a ser bastante más lento en incorporar las noticias, entonces la noticia de brecha difícilmente puede impactar con tanta importancia en un plazo tan corto en la trayectoria efectiva de la inflación.

Respecto de los rezagos, señala el señor García que existe un rezago para los márgenes y un rezago para la brecha y los coeficientes también son de magnitudes bastantes menores. Cree que ahí todavía hay algo que explorar y una interpretación puede ser que esto corresponde a un fenómeno más estructural. Si es así, el escenario se complica pues esto va a acelerarse hacia delante, por lo tanto, si el cuarto trimestre viene con inflaciones subyacentes aún más reducidas y el IVA no se traspasa y la inflación anual termina en 2,4% en lugar de 3%, indudablemente hay que evaluar bien qué se está suponiendo para los parámetros más estructurales del modelo.

En relación con las otras consultas que hizo el señor Marshall, dice que efectivamente lo referido a la relación entre crédito total y actividad dejó de ser tan cercana como lo era en el pasado, por ejemplo, porque el crédito comercial ahora ya no es la principal fuente de financiamiento para muchas empresas sino que está el componente de los bonos que no está incorporado en el crédito. Eso hace bastante más difícil encontrar estas correlaciones como ocurría en el pasado, lo que tiene también un corolario con lo que está pasando con los agregados monetarios que han perdido, en cierta forma, las correlaciones históricas con la actividad que tenían en los años 90. De todas formas, dice, se observa el crédito de una manera similar a como se observan los agregados monetarios, es decir, como



indicativos de la forma como la política monetaria está siendo más o menos expansiva, pero no como una variable clave en determinar el rezago con el cual se mueve el ciclo. El canal de transmisión de tasa de interés que después golpea directamente la actividad sigue teniendo un rezago de uno o dos trimestres. La experiencia del año pasado con el repunte del consumo también coincide un poco con eso y el crédito que, en cierta forma, es como el dinero que está en el background, no es la variable que intermedia entre tasas y actividad. Por lo menos, ese es el diagnóstico hasta ahora.

En relación a lo que está ocurriendo con el mercado laboral y la evolución del desempleo, lo que se ve es que las últimas cifras no muestran cambios muy importantes. Hubo una fuerte caída de la evolución del desempleo el año 2002; a principios de ese año se produjo una reducción de este factor bastante fuerte y este año ha habido una reducción adicional pero bastante leve, por lo tanto, la cifra de este cambio que hubo en la evolución del desempleo ocurrió en el año pasado, no este año.

Finalmente, el señor García comenta respecto al efecto macro de los ingresos tributarios de los combustibles diciendo que si la regla se cumple -porque hay más de un tipo de impuesto y menos de otro- el diagnóstico para las proyecciones no debería cambiar. El canal de transmisión principal es qué pasa con el spread soberano. Ese es quizás el canal de transmisión que es cualitativamente más importante para la realización de las proyecciones de crecimiento, porque impacta directamente en éste y también en la inflación por su implicancia eventual en el tipo de cambio.

El Presidente consulta por qué en el diagnóstico hay este fuerte aumento en las utilidades de las empresas, pensando que ese incremento afecta expectativas y afecta también el costo de fondos.

Contesta el señor García diciendo que quizás está implícito en el diagnóstico porque el hecho que se espere que lo que pasó en el segundo trimestre es transitorio, es posiblemente reflejo de que también se tiene esa ganancia de utilidades en el primer semestre y eso se va a reflejar en que el segundo semestre, que en general, viene algo mejor que el primero o que el segundo trimestre y, para el próximo año también se esperan niveles de actividad más altos. Señala que eso podría venir por el lado de que, por una parte, hay mejores términos de intercambio, lo que ha impactado fuertemente en el resultado de algunas empresas lo cual se refleja eventualmente también en mejores niveles de actividad global. Por lo tanto, es más bien un antecedente o un síntoma de la mejoría del escenario internacional más que un gatillador directo del ciclo.

El Presidente dice que también le va a bajar el costo de fondos a las empresas o van a tener más liquidez, o sea, va a haber muchos modelos de inversión en los cuales esos fondos van a estar al lado derecho.

Interviene el señor Marshall señalando que hay una diferencia en ese punto en el sentido de si se trata del resultado final de la empresa o si es el resultado operacional, porque la rentabilidad marginal de la empresa está vinculada al operacional y lo que se publica en los balances es el final. Por ejemplo, dice, en el primer trimestre el resultado operacional había caído probablemente porque aumentaron los costos por el precio del dólar o del petróleo, entonces el resultado operacional estaba más bajo a pesar que la rentabilidad final de la empresa estaba más alta.

El Presidente recomienda analizar este tema para tener una respuesta.

El Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera, señala que los principales incrementos en las utilidades operacionales en las empresas se observaron en aquellas ligadas a la exportación de materias primas, y que un factor principal detrás de estas



tendencias es la mejora en los términos de intercambio para este año. De acuerdo a los antecedentes revisados, cabe esperar que esta situación se mantendrá el próximo año.

Respecto a lo mismo, el señor Valdés manifiesta que hay otro elemento. Cree que la idea de que los flujos importan para la inversión son relevantes cuando hay restricciones de liquidez más fuertes y la impresión que existe es que ha habido liquidez, hay acceso al mercado externo, tasas bajas, posibilidad de colocaciones, recursos de las AFP y por lo tanto, lo que existe es más una decisión de inversión que el efecto de una restricción de liquidez. Puede gatillarse esa decisión de inversión porque hay utilidades, pero el vínculo a través de la restricción de liquidez que se libera porque hay utilidades, cree que es un poco menos fuerte.

El Presidente dice que eso es verdad para las empresas grandes, pero si se está pensando en empresas pequeñas y medianas, éstas han enfrentado restricción de liquidez por dos o tres años, entonces, si esa situación se invierte, lo más probable es que la respuesta va a ser fuerte.

El Gerente General, don Camilo Carrasco, tiene la impresión que, como buenos banqueros centrales, las proyecciones que se están haciendo son excesivamente conservadoras. No sabe si comunicacionalmente es bueno, pero piensa que también es conveniente ponerse en el escenario que realmente se piensa que va a ser más probable. Ve, específicamente, que el caso más obvio es el tratamiento del precio del petróleo. Señala que como escenario central para el próximo año la Gerencia de División Estudios plantea un precio muy por sobre lo que se está proyectando por otros analistas a nivel internacional y sobre ese escenario central, que ya proyecta un precio del petróleo alto, se está pensando como escenario de riesgo uno aún más arriba. Haciendo un juicio algo más arriesgado, se debería plantear un escenario que parezca el más probable, dentro del desconocimiento que siempre se tiene en esto. Por lo menos, dice, percibe en Chile y en el mundo un sentimiento distinto al que le parece que se transmite aquí. Piensa de que si hay un escenario de riesgo, es un escenario de riesgo que nos favorece, o sea, que las cosas van a ser mejores, tanto desde el punto de vista de la inflación como del crecimiento.

El señor García señala que hay un impacto en términos de intercambio, que podría incidir tres décimas en la actividad. El efecto de la inflación no dejaría de ser importante porque eso es un 10% menos de precio del petróleo, el impacto principal es vía las gasolineras donde la mitad del precio es impuesto, lo que implica una caída de 5% y eso pondera 3% a 4% en el IPC. Existen dos décimas o tres décimas en inflación, por lo que se puede tener inflaciones que no lleguen a 3% sino que entre 2,5% y 3%.

El Presidente dice que le preocupan los riesgos de que el petróleo pueda tener un shock hacia arriba o hacia abajo y también las otras variables. Pensando en el escenario que se está viviendo de acuerdo a los datos que ha entregado el FBI y también la inteligencia inglesa en cuanto a eventuales actos terroristas, le preocupa mucho que se analice con dos dólares más o dos dólares menos de precio del petróleo. También hay otros riesgos como que en Estados Unidos hay un déficit en cuenta corriente de 5% y algo más del producto y hay un déficit fiscal del 6%, este año, incluyendo los gobiernos locales y estatales, o sea, hay 4,3% de déficit del gobierno federal y 1,7% de los otros, o sea, seis puntos del PIB. También cree que hay mucho riesgo en la economía internacional y eso puede llevar nuevamente a una corrección del dólar. Piensa que el escenario central es bueno hacia arriba, pues los riesgos han disminuido porque la economía partió, pero concuerda con la evaluación, en general, en que el año 2004 y el año 2005 hay riesgo todavía, especialmente porque la única economía que empuja, que es Estados Unidos, aún tiene desequilibrios grandes.

El señor García cree que efectivamente de la forma cómo está redactado este Informe quizás se produce una cierta brecha entre la sensación en el ambiente y lo que está comunicando el Banco. Estima que es conveniente mantener esta brecha si realmente se cree que esta sensación de euforia en el ambiente es algo sobredimensionada.



Agrega que en el Informe de enero ya se mencionaba que la economía venía en un repunte, las expectativas privadas estaban bastante negativas y en mayo se confirma que se había dado ese repunte, pero algo más débil; en el margen, las expectativas han seguido mejorando y el staff percibió que esto se aceleró y por lo tanto, en cierta forma en los últimos tres Informes, incluido éste, se han estado adelantando un poco al mercado y en su opinión sería pernicioso aumentar demasiado la sensación ambiente con una opinión demasiado optimista, porque si eso no se da, ya se ha sufrido los costos de situaciones parecidas a esa en el pasado.

El Presidente piensa que una forma de responder a lo anterior puede ser el hecho que cree que el año 2003 ya está casi cerrado. Estima que hay que observar cómo se ve hacia delante y en esa dirección las cosas se ven más positivas. Está el Acuerdo con Estados Unidos, la reactivación de la economía mundial, el Fondo Monetario nuevamente resaltó que va a ser 4% el crecimiento del próximo año y 3% éste, un punto más de crecimiento mundial. También el informe del Banco Mundial que apareció ayer es muy positivo. Ve que las cosas están cambiando en forma importante, en el margen, que América Latina tiene el primer año equilibrado después del 2000, por consiguiente, cree que el año 2004 se ve mejor. Recuerda que se dijo muy claro, en mayo, que se pensaba que con la desaceleración que había en la economía mundial era lo más probable que el segundo trimestre se iba a enfriar, porque aquí se estaba en una economía globalizada. Se dijo en el Senado y en todas partes que las cifras eran ambiguas. Tampoco, agrega, se puede lanzar un balde de agua fría si no se está seguro de lo que se está diciendo, que ese es el punto para donde va el Gerente General, porque lo que se dice como Banco Central tiene mucho peso. Señala que la forma de balancear eso es que el año 2003 está relativamente jugado, porque se demoró mucho en partir Estados Unidos y eso hizo que la economía mundial tuviera una frenada y el año 2004 se ve mucho mejor.

El Gerente de División Internacional, señor Jadresic, estima que es importante distinguir entre el proceso de discusión interna y lo que resulta finalmente de esta discusión. Señala que la discusión de riesgo toma tiempo, pero ello no refleja necesariamente lo que es el tono del mensaje que debe salir finalmente del IPOM. El mensaje general, como él lo ve, es un mensaje positivo, es un mensaje en que se está diciendo que las cosas afuera están mejorando y se consolidan, la economía mundial crece más rápido, el precio del petróleo de todas maneras cae, el precio del cobre sube, el spread mejora, e internamente se hace un ajuste de rango, pero todavía las cifras son positivas. Es cierto que hay que tener cuidado desde el punto de vista del mensaje final de no exagerar la nota de cautela, pero ello no significa no dar esa advertencia. En ese sentido, cree que el tiempo que se dedica a la discusión interna sobre riesgos da una impresión exagerada sobre su importancia, pero esa discusión no debiera dominar la percepción sobre el mensaje que dejará el IPOM. Lograr un tono adecuado es posible regulando el mensaje, de no exagerar demasiado el riesgo de que se está hablando.

El Presidente dice que se tiene una visión muy distinta del mercado. El mercado está satisfecho ahora de que todo va para arriba y lo que el staff está señalando al Consejo es de que el mercado va a tener sorpresas en el tercer trimestre.

El Vicepresidente señor Marshall hace una proposición respecto de lo que ha dicho el Gerente General. Se refiere al texto del Informe en que se contempla una posibilidad de un escenario internacional un poco más negativo, en cuanto a que se desconfía del escenario internacional y eso se podría suavizar. Sugiere cambiar el párrafo que empieza "por ahora" y termina "un tanto más débiles". En la mitad del párrafo hay un punto seguido que dice "la concreción de tasas de expansión de la actividad y el gasto, crecientes en el tiempo, que permitan reducir las holguras existentes en la actualidad, depende, entre otros factores, de un **afianzamiento mayor del actual escenario externo más promisorio**, y una recuperación sostenida en los términos de intercambio. Esa frase da un reconocimiento de que el escenario es un poco más promisorio, pero que se necesita un **afianzamiento** de ese escenario más promisorio como para modificar el escenario central. Señala que igual se está diciendo



“nosotros necesitamos más información para modificar el escenario central, pero estamos reconociendo que el escenario actual es más promisorio”.

El Gerente de División Estudios, señor Valdés, manifiesta que considerará esa redacción pero aclara que la contradicción de tono y lo que está en el Informe refleja que esto pasó en cuatro semanas y se empezó a redactar éste antes del cambio de percepción. Lo segundo es que cree que no se debiera tocar el tono afectando la explicación de por qué no se han aumentado las tasas; en el fondo hay que explicar por qué en mayo se dijo que probablemente se iba a subir las tasas pronto y hoy día siguen en el mismo nivel. Cree que eso está bien reflejado en el tono del Informe. Lo otro, señala, es que los números mismos del Informe calzan con los del mercado, por lo tanto, él diría que no deberían haber sorpresas respecto a que el Banco Central está optimista. Al final, señala, lo que se está discutiendo es tener un balance de riesgo negativo hoy día y lo que sale de esta discusión es que hay que hacer un cambio hacia un balance equilibrado. Cree que con eso se soluciona bastante el tono, suavizando, por supuesto, los riesgos del escenario internacional.

El Gerente General dice que él se refería a que se publica el IPOM en un momento en que hay una reducción dramática del riesgo país, que tenemos precio del petróleo a la baja y en general, el mundo piensa que su precio va a estar más bajo. Existen expectativas de mayor crecimiento de la economía mundial, precio del cobre más alto, tipo de cambio dólar para abajo y el mercado comenta que puede llegar a \$ 650. Su consulta es si se tiene que ignorar ese escenario que podrá ser muy reciente, muy de corto plazo, pero es un escenario que si se prolonga va a ser bastante distinto a lo que se está planteando acá. Su inquietud es que, al menos, se esté preparado para eso, porque hay que considerar que hay un Comité de Política Monetaria que nos está recomendando hace varios meses que subamos la tasa y a lo mejor con escenarios como el actual, el Comité tiene razón, salvo que se le diga que está pasando algo distinto. Termina preguntando ¿qué pasa si en los próximos 12 meses viene una cantidad de capitales grandes a Chile?

El Presidente dice que contra ese argumento lo que hay que tener en mente es que igual se está pensando que el próximo año la economía crece un 50% más, pero los argumentos de que la inflación se va a ir hacia arriba, casi todos dependen de un supuesto central que considera que los márgenes se han ido achicando, porque la economía todavía tiene exceso de capacidad aunque se crezca al 4,5% el próximo año, con un crecimiento potencial que a lo mejor sería 3,9%. Esto se va ir revisando una vez al mes. Recuerda que en otras oportunidades han habido partidas falsas y la economía mundial se ve mejor ahora. Cree que el punto señalado por Rodrigo Valdés es válido en el sentido que esto se fue cambiando a medida que el documento se iba redactando. El tono le agrada y cree que la discusión de hoy día ha sido buena en el sentido que, a lo mejor, con todas estas noticias de mejoría en la economía mundial, en vez de hablar de riesgos del crecimiento que estaban desbalanceados hacia abajo, entre los dos son neutros por el hecho que ha cambiado tanto la situación afuera.

El Gerente de División Política Financiera, señor Herrera, dice que aún si las proyecciones del Banco Central son conservadoras para el mercado, su efecto no va a ser reducir las expectativas del mercado respecto del producto, sino aquellas sobre el futuro de la política monetaria. Si el Banco Central señala al mercado que no espera una aceleración rápida de la demanda, que no percibe un sesgo al alza para la inflación, entonces transmite que no está pensando en mover las tasas rápidamente al alza, al menos por un tiempo, y por lo tanto, las tasas largas no debieran partir ajustándose al alza muy rápidamente. En este caso, el efecto de proyecciones conservadoras, respecto de lo que piensa el mercado, puede ser el contrario, porque postergan una restricción de las condiciones financieras en el mercado lo que, en definitiva, es más expansivo.

El señor Valdés propone un párrafo que se haga cargo de las noticias de la última semana, porque la verdad es que, además de que este cambio de sensación fue muy súbito, se podría no modificar la percepción del escenario internacional como estaba



proponiendo antes, sino que dejarlo igual, pero balancear el riesgo porque en lo más reciente se están viendo algunos cambios financieros que indican mucho mejores expectativas, pero no se sabe si eso es sostenido o sólo temporal, ni tampoco la fuerza del mismo cambio.

El Consejero señor De Gregorio está de acuerdo en ser muy explícito en ese párrafo, porque en el fondo, dice, lo que la gente y la opinión pública está viendo es que ha bajado el riesgo país y el precio del petróleo se ha venido reduciendo en los últimos días. Hay que ser bien explícito porque se percibe que este IPOM no fue cerrado una semana atrás.

El Vicepresidente señor Marshall dice que hay algo que no le queda claro. Suponiendo que éste sea el escenario verdadero, el que plantea el Gerente General, o sea el escenario optimista, consulta cuál sería la respuesta de política. No le queda claro el argumento del señor Herrera de que el mercado va a decir "el Consejo igual tiene un argumento, o sea, las tasas se van a mantener por un tiempo", es decir, si por un mes se tiene el escenario positivo suponiendo que se logre un dólar a \$ 650 y el precio del petróleo a US\$ 24 y hay mejores perspectivas internacionales. Si ese fuera el escenario imagina que hay un cambio de política.

El señor Valdés opina que en ese caso la política monetaria debería lentamente acercarse a la tasa neutral en la medida que se consolida el escenario, en que la brecha se va cerrando cada vez más. Es eso lo que permite ordenar el tema.

El señor Marshall consulta cómo se compatibiliza lo que dice el señor Herrera para que el mercado perciba esto como una confirmación de la tasa.

Responde el señor Valdés diciendo que el tono algo más negativo es coherente con un aumento más gradual de tasas, por lo que al final la política termina siendo expansiva.

En el fondo, dice el señor Marshall, el Banco Central todavía no se une a la euforia del mercado.

El Presidente opina que el Banco está esperando más noticias de confirmación.

Acota el Consejero señor Desormeaux diciendo que el párrafo que mencionaba el señor Valdés, junto con reconocer que ha habido este cambio de ambiente, tiene que decir que sin embargo existen todos estos riesgos que no se han aclarado.

El Presidente concluye en que esta conversación ha sido una aclaración al IPOM calificándola de muy útil.

El señor Valdés está en la duda si la discusión del balance de riesgo debiera ser parte de la Minuta de la Sesión, contestando el Presidente que él no la incluiría porque pertenece al IPOM.

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

El señor Valdés señala lo siguiente:

1. En la reunión de política monetaria de agosto, el Consejo decidió mantener la tasa de política inalterada en 2,75%. Los antecedentes coyunturales tanto del sector real como de precios señalaban un dinamismo menor al esperado. En particular, se estimó que la inflación anual del IPCX1 volvía al curso que se esperaba en el *Informe* de mayo, mientras se apreciaba alguna debilidad en el margen en el mercado laboral y se confirmaba la desaceleración de los indicadores de producción industrial durante el segundo trimestre. Con todo, se seguía esperando para los trimestres siguientes una gradual reducción de las holguras de capacidad gracias al marcado impulso de la política monetaria y al



afianzamiento de perspectivas de mayor crecimiento mundial en el segundo semestre, especialmente en EE.UU. y Asia. Se evaluó que estos antecedentes mantenían la inflación proyectada en torno a 3% en el horizonte de política.

2. Las noticias más relevantes desde la reunión anterior son las siguientes:

- Las cifras de inflación de agosto fueron menores que las esperadas hace un mes. Específicamente, la inflación del IPCX1 estuvo entre dos y tres décimas por debajo de lo previsto, lo que unido a los resultados de los meses anteriores ubica esta medida de inflación subyacente en torno a medio punto por debajo de la proyectada en el *Informe* de mayo para esta fecha.
- Los indicadores de actividad en Chile continúan mostrando menor dinamismo que el esperado, especialmente en el sector industrial, pero la confianza de los consumidores mejoró en agosto luego de dos meses de caída.
- Las economías de los países desarrollados, en particular EE.UU. y Japón, han mostrado un conjunto de señales positivas que consolidan las perspectivas de aumento en las tasas de crecimiento en el segundo semestre y el próximo año.
- La situación financiera regional continúa siendo favorable y desde la última reunión el peso se ha apreciado entre 1 y 2% respecto del dólar y más respecto del euro. El precio del cobre se ha afianzado en torno a US\$0,80 por libra, mientras que el precio del petróleo, y en particular el de la gasolina, presenta gran volatilidad.

3. Las proyecciones de inflación preparadas para el IPoM muestran que, en el escenario central, la inflación llega a cifras marginalmente por encima de 3% a fines del horizonte de proyección, aunque la inflación en promedio se ubica marginalmente por debajo de 3% en los próximos 24 meses. A corto plazo, en todo caso, se esperan marcados vaivenes en el IPC, proyectándose que la inflación incluso caiga hasta bajo 2% en algunos meses a comienzos del próximo año, para luego acercarse gradualmente a 3%. Debido a que este panorama de corto plazo obedece especialmente a variaciones de los precios de combustibles y perecibles en las bases de comparación, estos vaivenes no se replican en el IPCX, el que llegaría a 3,2% en el tercer trimestre del 2005, promediando 3,2% en los próximos veinticuatro meses. En este escenario se proyecta un cierre parcial de las brechas de capacidad, lo que se logra con un crecimiento de la actividad de algo más de 3% este año y en torno a 4,5% el próximo, junto con un aumento también gradual del crecimiento de la productividad. Se ha considerado que el balance de riesgos se encuentra equilibrado tanto para la actividad como para la inflación.
4. De acuerdo con las noticias ocurridas desde la última reunión y a la luz de estas proyecciones, las opciones de mantener o aumentar la TPM parecen ser las más plausibles. Aunque a continuación también se analiza la opción de reducir la tasa, ella parece ser menos válida.
5. En efecto, una pequeña disminución de la tasa de interés podría justificarse con las noticias más recientes sobre la evolución de la economía nacional, las que siguen apuntando a que existe un escenario de riesgo de debilidad, en que se podrían suscitar presiones menores de inflación. Sin embargo, en contra de esta opción hay argumentos de peso. Primero, el escenario base de proyecciones está lejos de mostrar que haya riesgos de una desviación persistente de la inflación por debajo del rango meta, incluso si se da un escenario de crecimiento un poco menor. De hecho, la inflación subyacente se ubica sobre 3% en buena parte del horizonte de proyección. Segundo, aunque el riesgo mencionado existe, los datos recientes sobre la marcha de la economía internacional moderan su relevancia y hacen pensar que la economía nacional debería tomar un ritmo de crecimiento como el que considera el escenario central. La recuperación de la confianza de los consumidores nacionales, en lo más reciente, también revela que este riesgo se está moderando. Por



último, como se argumentó el mes pasado, un recorte sería una acción de política aislada, sin un sentido muy claro y, por lo tanto, de difícil comprensión.

6. Respecto de la opción de un alza moderada en la tasa de interés, cabe señalar que esta acción iniciaría un proceso de alzas de tasas que: (i) ocurrirá con elevada probabilidad en el escenario central de proyección y (ii) el mercado espera ocurra relativamente pronto. Como se ha comentado otras veces, un alza de tasas se justificaría porque permite asentar las expectativas de inflación en torno a 3% y reafirmar el compromiso con la meta de inflación. Esto cobra importancia cuando se considera que, en el escenario central de proyección, existen presiones subyacentes moderadas que son contrarrestadas por factores puntuales como la evolución del precio del petróleo, los que están sujetos a bastante incertidumbre. A esto se suma el riesgo de que el bajo ritmo de crecimiento de la productividad en trimestres recientes no sea de carácter coyuntural, lo que podría tener implicancias para el diagnóstico de crecimiento de mediano plazo y la magnitud efectiva de las holguras de capacidad, además de provocar presiones inflacionarias si los salarios nominales no siguen una trayectoria congruente.
7. En contra de esta opción también hay argumentos. De partida, está el escenario de riesgo de debilidad antes mencionado, que amerita esperar a tener más información antes de iniciar el proceso de normalización del impulso monetario. En este sentido, aunque la economía internacional ha consolidado mejores perspectivas, ello aún no constituye una realidad cierta. Por otro lado, se debe considerar que la inflación subyacente ha sido en el margen algo menor que la prevista, lo que permite esperar un tiempo adicional. En este sentido, también cabe mencionar que el riesgo que se ha analizado en otras reuniones de que las holguras de actividad sean más pequeñas que lo anticipado no se ha manifestado en cifras de inflación recientes.
8. Finalmente, la principal justificación para mantener la TPM es que esta opción parece ser coherente con las proyecciones preparadas para el *Informe*. Las perspectivas para la inflación en el escenario más probable se mantienen cercanas a 3% en el horizonte de proyección, y no se anticipan desviaciones persistentes del centro del rango meta en este escenario. Esta opción, además, permite esperar a tener más información antes de decidir un cambio. Con ello se pueden acumular más antecedentes sobre el efecto que tendrán varios cambios en costos —costos laborales, inflación internacional e IVA— sobre los cuales no hay completa certidumbre.
9. Por último, respecto de consideraciones relativas a la táctica de política monetaria, cabe mencionar que el mercado en general no espera un cambio de la tasa de interés en esta ocasión. La opción de mantener, por lo tanto, no debería constituir una sorpresa. En todo caso, se va afianzando una opinión generalizada en cuanto a que se verificarán alzas de tasas durante el cuarto trimestre.

El Presidente ofrece la palabra para discutir las opciones.

Intervienen los señores Consejeros asistentes a la sesión, manifestando que comparten la recomendación de la Gerencia de División Estudios de mantener la tasa de interés de política monetaria.

En mérito de lo anterior, el Consejo, por la unanimidad de sus miembros, adopta el siguiente Acuerdo:

52-01-030904 – 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.



V. Comunicado

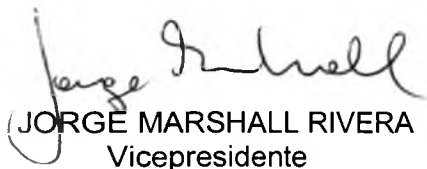
" En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió, por la unanimidad de sus miembros, mantener la tasa de interés de política monetaria en 2,75% anual.

Aunque la actividad ha continuado mostrando debilidad, en el escenario más probable se espera un mayor crecimiento y una gradual reducción de las holguras de capacidad en los próximos trimestres. Esto último ha comenzado a reflejarse en mejores expectativas y en los mercados financieros. La consolidación de un mejor escenario internacional, especialmente en Estados Unidos y Asia, unido al marcado impulso de la política monetaria, apoyan esta perspectiva. Con todo, aún persisten señales de fragilidad en la actividad interna y riesgos en el entorno externo.

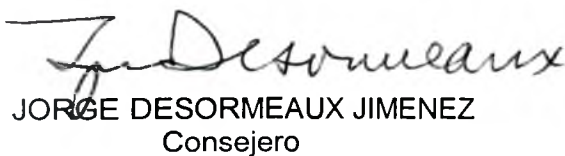
La información más reciente de precios muestra que la inflación subyacente registró una disminución relevante en los últimos meses, volviendo a la parte baja del rango meta. Esto indica que las presiones inflacionarias han seguido acotadas, lo que unido al resto de los antecedentes disponibles, mantiene la proyección de inflación en torno a 3% en los próximos 24 meses.

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 17,50 horas.

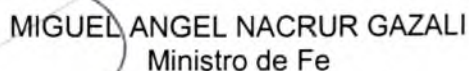

JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente


VITTORIO CORBO LIOI
Presidente


JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero


MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera


JOSE DE GREGORIO REBECO
Consejero


MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION DE POLITICA MONETARIA N° 54
Celebrada el 14 de octubre de 2003

En Santiago de Chile, a 14 de octubre de 2003, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Vittorio Corbo Lioi 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 Guzmán.

Asisten también los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Jorge Court Larenas;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
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.

I. Resolución sobre Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 52, celebrada 4 de septiembre de 2003.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo el Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 52, celebrada el 4 de septiembre de 2003, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

II. Resolución sobre Minuta correspondiente a la Sesión N° 52, celebrada el 4 de septiembre de 2003.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo la Minuta correspondiente a la Sesión N° 52, celebrada el 4 de septiembre de 2003, la que se aprueba sin observaciones.

III. Fecha Sesión de Política Monetaria del mes de abril de 2004.

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de abril de 2004, para el día jueves 15 de ese mes.

IV. Exposición.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, señala lo siguiente:



SÍNTESIS DEL MES

Desde la última reunión de política monetaria ha habido varias novedades. Las más importantes son la trayectoria de algunos precios financieros internos claves —en particular, del tipo de cambio y las tasas de interés de largo plazo—, la inflación sorprendentemente baja de septiembre, un registro de actividad en agosto especialmente reducido, mejores perspectivas de la actividad mundial y una percepción de los hogares más favorable sobre cómo se desenvolverá la economía chilena en los próximos meses. En su conjunto, estas noticias reafirman un escenario futuro de actividad más propicio, similar al descrito en el último *Informe*. En ello, influyen la evaluación de que las noticias negativas de la minería durante agosto constituyen por ahora un fenómeno transitorio y las mejores perspectivas internacionales, tanto para éste como para el próximo año. Asimismo, durante estas semanas se han ido afianzando las proyecciones de los términos de intercambio, observándose un precio del cobre sistemáticamente por sobre los US\$0,80, mientras las condiciones financieras externas se ven más positivas que hace algunas semanas. Por su parte, habiendo buenos motivos para evaluar la sorpresa inflacionaria de septiembre como transitoria, por ahora la tendencia subyacente prevista no se ve influida por este dato. No obstante, el efecto directo de la apreciación cambiaria observada sí modifica en el margen las proyecciones, aunque existe la habitual incertidumbre respecto de cuán persistentes serán los cambios observados.

La actividad mundial ha experimentado ajustes al alza relevantes en lo más reciente, llevando la expectativa de crecimiento mundial a más de 4% para el próximo año, evolución en la que influiría de manera importante el crecimiento de Estados Unidos y Japón, así como el de Asia, que ha superado completamente el episodio del Síndrome Agudo Respiratorio Severo. Sin embargo, la debilidad del mercado laboral, junto con los desequilibrios fiscales y de la cuenta corriente que enfrenta la economía estadounidense, continúan siendo fuentes de incertidumbre respecto de la sustentabilidad de su recuperación. Las mejores perspectivas de actividad mundial han favorecido el mercado del cobre, con precios por sobre los US\$0,80 en las últimas semanas, factor que apoya mejores términos de intercambio a futuro, a pesar del incremento del precio del petróleo de los últimos días. En efecto, luego del sorpresivo anuncio de recortes de producción de la OPEP a mediados de septiembre, el precio del crudo se empujó a US\$30 por barril, y no está clara su trayectoria futura. En todo caso, la posibilidad de un retorno más rápido de la producción de Irak permite proyectar un precio más favorable a futuro.

En los mercados financieros locales, las noticias de las últimas semanas se refieren al repunte de las tasas de interés de largo plazo, a diferencia de su referentes internacionales, y la marcada disminución del tipo de cambio. La trayectoria de las tasas de interés se explica principalmente por un mayor optimismo respecto del crecimiento local, menores expectativas de inflación en el corto plazo y el anuncio de emisión de deuda pública interna por parte del Gobierno. La divergencia entre las trayectorias de las tasas externas e internas, que alcanza niveles históricos, permite anticipar una depreciación del peso en el mediano plazo. Cabe consignar, además, que el movimiento de paridades explica que el tipo de cambio multilateral se haya apreciado sustancialmente menos que el tipo de cambio bilateral con Estados Unidos. Por su parte, durante las últimas semanas las condiciones del mercado del crédito han estado más expansivas, favoreciendo un mayor dinamismo de las colocaciones, en particular de consumo. A su vez, los indicadores bursátiles locales han alcanzado niveles récord durante los últimos días, fuertemente influenciados por las mejores expectativas sobre la situación económica futura de los hogares.

La actividad interna del tercer trimestre no presenta una diferencia sustancial respecto de lo anticipado a comienzos de septiembre, pese a que las cifras sectoriales de agosto llevaron a corregir a la baja el Imacec de ese mes. Prácticamente la totalidad del ajuste de agosto se debió a la menor producción minera asociada a factores técnicos que no debieran perdurar. En contraposición, la actividad del sector industrial resultó ser más positiva de lo que se esperaba, en particular, por el desempeño de los sectores exportadores. Estos antecedentes, junto con algunos indicadores positivos del sector consumo y el afianzamiento de mejores términos de intercambio, permiten mantener la estimación de crecimiento del PIB para el conjunto del presente año dentro del rango anunciado en el *Informe* de septiembre (3% a 3,5%), con una



cifra puntualmente menor por el registro de agosto. Aunque en lo inmediato no hay modificaciones notorias en las holguras de capacidad, situación que se ve ratificada por la evolución reciente del empleo, de mantenerse las mejores condiciones externas e internas, no se puede descartar un aumento del crecimiento esperado. En todo caso, por ahora, no hay datos efectivos que validen este escenario.

El importante aumento de las exportaciones de bienes y servicios que refleja una baja base de comparación en el año 2002, significó un ajuste a la baja en las cifras agregadas de gasto del tercer trimestre. Se espera que la recuperación del último cuarto de 2003 se sustente en mayores importaciones, finalizando el año con un promedio similar al del PIB. Por su parte, los indicadores parciales de consumo habitual y durable señalan una recuperación marginal en lo más reciente, la que estaría en parte ligada a las mejores expectativas de los hogares. En todo caso, de mantenerse la debilidad en la generación de empleos que se arrastra desde mediados de este año, podría encender una luz de alerta que aminore la confianza de los hogares, y reducir la fortaleza de la recuperación del consumo. En tanto, los indicadores parciales de inversión durante el tercer trimestre muestran un debilitamiento, en especial en el componente maquinaria y equipos, determinado por la caída de las importaciones de bienes de capital durante el período.

En materia fiscal, el recién anunciado presupuesto de la Nación para 2004 se enmarca en el cumplimiento de la meta de superávit estructural del 1% del PIB, por lo que no difiere de lo considerado en el escenario base de proyección de septiembre pasado. Los supuestos incorporados se encuentran en línea con las proyecciones del escenario central, aunque con una menor inflación promedio para 2003, corregida por las noticias recientes.

La productividad del mercado del trabajo, luego de las inusuales caídas de comienzos de año, ha tendido a normalizarse, mientras los salarios nominales continúan moviéndose acorde con las cláusulas habituales de indización. Ello mantiene una evolución de costos laborales unitarios dentro de los márgenes previstos.

En el ámbito inflacionario, por ahora se estima que la sorpresa que significó la baja inflación de septiembre no modifica las tendencias más subyacentes anticipadas en el *Informe* anterior. La menor inflación se concentró en un grupo particular de bienes que permite asociar esta noticia a la competencia que se está dando en el rubro de supermercados. La singularidad del *shock* en la inflación de septiembre también quedó reflejada en la evolución de las medidas subyacentes. Cabe destacar que, descontados los efectos estacionales, la variación mensual del IPCX1 estuvo por sobre los meses previos. No obstante, la reciente apreciación del peso sí tendría algunas implicancias para las proyecciones de inflación. De partida, en el corto plazo se traspasaría a la inflación a través de los precios de los combustibles, o de las cláusulas de reajuste automático de los servicios regulados. En un horizonte de seis meses, esto significa una menor inflación de aproximadamente una décima para el IPCX1 y tres décimas para el IPC (parte de la cual se explica por una rebaja adicional en el precio de la locomoción colectiva en noviembre). A un plazo mayor, en tanto, su traspaso efectivo dependerá de la evolución de la inflación importada, ya que parte de la apreciación obedece a un efecto paridades. *Ceteris paribus*, y suponiendo que toda la apreciación real observada se mantiene, la inflación en un horizonte de 12 a 24 meses disminuiría en torno a tres décimas respecto de lo previsto en el último *Informe*. No obstante, de mantenerse las condiciones que sustentan la apreciación observada, es probable que se dé una trayectoria de holguras de capacidad diferente, que compense parte de esta caída.

Este cambio en la trayectoria de la inflación es confirmada por la disminución de los diferenciales de tasas de interés nominal y reajutable a dos y cinco años. Los resultados de la encuesta de expectativas de octubre, en cambio, indican una inflación acotada en 3%, tanto a uno como a dos años plazo.



I. Escenario internacional

En las últimas semanas, las perspectivas de crecimiento del escenario internacional se han corregido al alza, tanto para este año como para 2004, balanceándose los riesgos previstos en el *Informe* de septiembre. Asimismo, las proyecciones para los términos de intercambio se han ido consolidando, mientras las condiciones financieras externas se ven aun más positivas que entonces.

Las mejores perspectivas de actividad mundial se fundamentan en que tanto Japón como Estados Unidos han corregido al alza sus tasas de crecimiento del primer semestre, y muestran indicadores positivos para la segunda parte del año. En el caso de Estados Unidos, esto es reflejo de la acción expansiva de las políticas monetaria y fiscal, que se suman a una mayor productividad. En Japón, el sector externo sigue liderando el crecimiento. Cabe destacar que la encuesta de expectativas económicas *Tankan*, mostró valores positivos por primera vez desde el año 2000. A diferencia de los casos anteriores, el crecimiento de la zona euro se ha ido ajustando a la baja; no obstante, los indicadores de confianza y de actividad industrial están señalando alguna mejora.

Se estima que los riesgos respecto al escenario base se han balanceado en relación con el mes pasado. Efectivamente, la recuperación económica estadounidense ya se está observando y las economías asiáticas han superado rápidamente el tropiezo que significó el Síndrome Agudo Respiratorio Severo, esperándose que para el próximo año lideren el crecimiento mundial. Adicionalmente, en el corto plazo, debieran observarse los efectos de segunda vuelta de la recuperación sobre las demás economías. Sin embargo, la debilidad del mercado laboral podría poner en duda la sustentabilidad de la recuperación en Estados Unidos, si esta tendencia no se revierte antes de que culmine el impulso fiscal dado por las medidas impositivas. A más largo plazo, los altos niveles de déficit público y la dependencia del ahorro externo de la economía estadounidense, son factores de preocupación; no obstante, la depreciación gradual que ha mostrado el dólar permitirá abordar el desequilibrio de las cuentas externas de manera menos traumática. Asimismo, la falta de cambios estructurales en Europa, y especialmente en Japón, principalmente del sistema financiero, además de la incertidumbre que existe en torno a la evolución futura del precio del petróleo, recomiendan mantener alguna cautela.

En línea con la recuperación de la actividad mundial observada hasta el momento, el precio del cobre subió en el tercer trimestre del año, promediando US\$0,795 por libra. Para el último trimestre, con la recuperación en marcha, especialmente de los principales consumidores de cobre (China, EE.UU. y Japón), el precio debería alcanzar valores algo superiores a los proyectados en septiembre. Para el año 2004 y el año 2005, en tanto, de acuerdo con el mayor crecimiento de la economía mundial, las proyecciones se mantienen sin cambios en US\$0,83 y US\$0,86 la libra, respectivamente.

En septiembre, el precio del petróleo mostró movimientos en ambos sentidos: en la primera mitad del mes, luego de disipadas las presiones de mayor demanda en Estados Unidos asociadas al período de vacaciones, el precio del crudo mostró una caída significativa, pasando desde niveles cercanos a US\$28 el barril al cierre de la reunión pasada, a US\$25 a mediados de mes. Posteriormente, los precios volvieron a empujarse por sobre los US\$28 el barril, luego del sorpresivo anuncio de la OPEP de recortes de producción de 900.000 barriles por día. Adicionalmente, autoridades del cartel advirtieron sobre la posibilidad de nuevos recortes, lo que se sumó a bajos niveles de inventarios de combustible para calefacción en Estados Unidos, que comienza a prepararse para la temporada invernal. De esta forma, se mantienen las proyecciones de septiembre: US\$28,5 por barril para el presente año, US\$26 para 2004 y US\$23 para 2005. Sin embargo, debido a la posibilidad de un retorno más rápido de Irak a los mercados internacionales, cabe considerar un riesgo a la baja en estas proyecciones.

Respecto de la gasolina, durante el mes de septiembre el precio registró un alto grado de volatilidad, moviéndose en un rango entre US\$190 y US\$240 por mt³. Esta fluctuación fue coherente con la volatilidad mostrada por el precio del petróleo, así como con problemas



transitorios en la refinación y distribución. Para el último trimestre del año, se espera que el precio se mantenga en torno a los niveles actuales (US\$220 por mt³).

Por otro lado, las condiciones financieras internacionales mejoraron en el último mes, aunque se mantiene la incertidumbre. En primer lugar, las dudas sobre la sustentabilidad de la recuperación estadounidense han generado volatilidad en las tasas de largo plazo. Así, hacia el cierre de septiembre, la tasa del bono americano a diez años estuvo aproximadamente 60 puntos base por debajo del nivel prevaleciente al cierre del *Informe* pasado, para luego, con las buenas cifras del mercado laboral, volver a subir y ubicarse en torno al actual 4,2%. Asimismo, la declaración del G7 (grupo de los 7) en favor de una mayor flexibilidad cambiaria, ha apoyado la depreciación generalizada del dólar. En segundo lugar, las bolsas mundiales han seguido con la tendencia positiva iniciada en marzo pasado, aunque con alguna mayor volatilidad en septiembre.

Respecto de las tasas de política, el hecho de que la recuperación de Estados Unidos aún no sea lo suficientemente contundente, junto con lo señalado por la Reserva Federal en el sentido de que la inflación podría llegar a niveles muy bajos, ha retrasado las expectativas del mercado respecto del inicio del ciclo de alza de tasas hacia la segunda mitad de 2004. En la zona euro, tampoco cabría esperar movimientos adicionales, sino hasta el segundo semestre del próximo año. Aun así, en este caso no hay que descartar movimientos a la baja, en la medida que una mayor apreciación del euro reste dinamismo a la recuperación europea, al tiempo que reduzca las presiones inflacionarias.

Las economías emergentes han evolucionado de manera favorable en los últimos meses, consolidándose el crecimiento en Asia emergente. En América Latina destaca Brasil con sus avances en el proceso legislativo relacionado con las reformas estructurales. El plan de reestructuración de la deuda argentina, por su parte, afectó negativamente el *spread* soberano de esta economía, pero no tuvo repercusiones sobre los demás países de la región. En concordancia con lo anterior, las condiciones financieras de las economías emergentes continúan favorables, lo que ha permitido la reducción de tasas internas y/o la apreciación de las monedas locales.

II. Mercados Financieros

Desde la publicación del *Informe* de septiembre, las tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile de mediano y largo plazo han experimentado importantes incrementos, especialmente las de los bonos reajustables en UF. En efecto, las tasas de los BCU-5 han pasado desde 2,7% a fines de agosto a alrededor de 3,2% a la fecha, mientras que la variación de los BCU a 10 y 20 años ha sido algo menor, pero no menos significativa (30 puntos base), situándose hoy en torno a 4,3% y 5,2%, respectivamente. Estos movimientos de las tasas de interés de largo plazo se consideran normales, pues presentan niveles de volatilidad equivalentes a los de episodios pasados.

Esta evolución, distinta de la de sus referentes externos, refleja un mayor optimismo de los mercados respecto del escenario de crecimiento local, menores expectativas de inflación en el corto plazo y el anuncio de emisión de deuda pública interna por parte del Gobierno. En todo caso, luego de que el Banco Central comunicara la reducción de la colocación de deuda por un monto equivalente a la colocación fiscal, las tasas de interés de largo plazo se han estabilizado, aunque siempre en niveles por sobre los de fines de agosto.

Asimismo, las tasas de los documentos nominales de mediano plazo (BCP), en línea con las mayores tasas reales, aumentaron hasta situarse en niveles máximos del orden de 4,6% y 6,2% a dos y cinco años, tras lo cual han caído entre 50 y 100 puntos base. Las perspectivas de inflación, a su vez, se han mantenido en niveles acotados bajo 3%.

Aunque se aprecia un empinamiento de la curva de rendimiento de los documentos del Banco Central de Chile a plazos más largos, la curva *forward* sigue indicando que el mercado esperaba un alza de la tasa de política monetaria de 25 puntos base hacia fines de año y de otros 50 puntos base a mediados del próximo. Por su parte, la encuesta de expectativas de



octubre anticipa una tasa de política monetaria constante en los próximos tres meses, para llegar a 3,5% durante el tercer trimestre de 2004.

En el último mes, las condiciones crediticias del sistema financiero han sido más expansivas, y se han reflejado en menores tasas de interés y en un mayor dinamismo de las colocaciones. Esta expansión se ha dado con mayor vigor en el segmento destinado a créditos de consumo, respondiendo a las ofertas de este tipo de créditos realizadas por la banca en las últimas semanas.

Las colocaciones de bonos corporativos han mantenido la dinámica de los meses previos, con colocaciones totales superiores a 15 millones de UF entre agosto y septiembre, y con importantes anuncios de emisión para los meses siguientes. La TIR media de estos instrumentos ha aumentado acorde con la evolución de la tasa de los bonos del Banco Central de Chile, lo mismo que la TIR media de las letras de crédito, con lo que los *spreads* entre estos instrumentos se han mantenido estables.

Los agregados monetarios continuaron con la normalización de los saldos mantenidos respecto de los niveles de los primeros meses de este año, lo que significó que el M1A creciera cerca de 17% anual en septiembre, influenciado por una baja base de comparación en su similar del año 2002. En los meses siguientes, se espera que la variación anual del M1A continúe normalizándose, y se ubique en niveles cercanos a 10% a fines de este año. Por su parte, los agregados más amplios durante los últimos meses han continuado con una moderada expansión, explicada principalmente por el comportamiento de los inversionistas institucionales, quienes se han ido retirando gradualmente del mercado local para tomar mayor protagonismo en la bolsa local y en el exterior.

Tipo de cambio

Uno de los hechos más sobresalientes en los mercados financieros durante las últimas semanas ha sido la importante apreciación del peso respecto del dólar (cerca de 8% desde fines de agosto). Entre los fenómenos que han contribuido a esta trayectoria predominan, por el lado externo, la debilidad generalizada del dólar en los mercados internacionales (principalmente respecto del euro y del yen), junto con la mejora de los términos de intercambio de la economía chilena.

En las principales economías de la región, también ha aumentado el valor de las monedas locales, gracias a condiciones financieras más favorables, aunque las apreciaciones han sido de menor magnitud que la del peso chileno.

Por su parte, el tipo de cambio real, en sus versiones TCR y TCR-5, se movió en la misma dirección que el nominal, con apreciaciones de 5,3% y 4,5%, desde el último *Informe* a la fecha. Esto ha significado que el TCR se sitúe actualmente en niveles similares a los de fines de los dos años anteriores (alrededor del nivel 100). El hecho de que el nivel del tipo de cambio nominal de fines del año pasado (\$705 por dólar promedio la última semana) sea tan diferente al actual, deja en evidencia que hoy el TCR obedece principalmente a fenómenos de paridades de los socios comerciales.

El aumento de las tasas de interés locales y la disminución de las externas, sumados al descenso del *spread* soberano, provocaron en las últimas semanas un marcado cambio en los diferenciales entre tasas de interés externas e internas, hasta mínimos históricos. No obstante, de acuerdo con las paridades de tasas de interés, este mayor diferencial no es capaz de explicar la totalidad de la apreciación real registrada recientemente. De hecho, el diferencial en pesos a cinco años indica que algo más de la mitad de la apreciación del peso observada desde fines de agosto, se explica por una apreciación del tipo de cambio real que se espera subsista en el largo plazo.

Las expectativas implícitas en las cotizaciones de *Bloomberg* indican que el dólar se mantendrá en torno a su valor actual durante los próximos seis meses (\$650). Por otra parte, la encuesta de expectativas de octubre —informada con un tipo de cambio *spot* del orden de \$660 por



dólar— señala que el tipo de cambio se situaría cerca de \$665 por dólar en once meses más, y en \$677 en 23 meses.

Bolsas

Durante septiembre, las bolsas mundiales presentaron comportamientos disímiles, mostrando en promedio variaciones nulas respecto del mes anterior. Sin embargo, en los primeros días de octubre los principales indicadores bursátiles tuvieron una recuperación importante.

Asimismo, las bolsas latinoamericanas tuvieron destacadas expansiones en las últimas semanas, en concordancia con las buenas perspectivas para la economía mundial y para las emergentes en particular. Las bolsas chilenas no han estado ajenas a este dinamismo, reflejando el mejor momento económico y las positivas señales económicas de los últimos días, validadas por los favorables indicadores de confianza del consumidor. Con todo, el IPSA acumuló desde agosto hasta los primeros días de octubre un aumento de 10% (19% en dólares), destacando los resultados de los últimos días que han sido históricamente buenos.

III. Actividad y empleo

Una vez conocidos los datos de agosto, se corrigió a la baja la actividad del tercer trimestre. En efecto, la verificación de una actividad menor que la esperada en el sector minero, a la que en parte se contrapuso un relativo mayor dinamismo de la industria, llevó a estimar el crecimiento anual del PIB del tercer trimestre en 2,7%, esto es, 0,1 punto porcentual por debajo de lo considerado en el *Informe* de septiembre.

La menor actividad minera respecto de la estimada hace un mes, responde fundamentalmente a una menor producción asociada a problemas técnicos en algunas compañías que no debieran repetirse en adelante. De hecho, para lo que resta del año la proyección del sector es conservadora, en cuanto a que no se anticipa una compensación total de la menor producción de agosto. Por su lado, la actividad industrial se estima más positiva que hace un mes, proyectándose una variación de 0% anual en el tercer trimestre, por sobre el -1,4% considerado en septiembre. En efecto, pese a que la actividad de los sectores que sustituyen importaciones —en especial prendas de vestir, calzados y textiles— ha continuado afectando negativamente el desempeño del agregado de la industria, el mayor dinamismo de algunas actividades ligadas al sector exportador trajo sorpresas positivas para el sector durante agosto, corrigiendo al alza la estimación para el tercer trimestre en su conjunto.

Estimaciones para el cuarto trimestre de 2003 apuntan a un crecimiento del PIB del orden de 3,1%, con lo que el PIB cerraría el año 2003 con un incremento de 3,0%, cifra algo por debajo de la estimada el mes pasado, pero aún en línea con el rango de 3,0% a 3,5% definido en el *Informe* de septiembre.

En suma, el bajo crecimiento de agosto se estima esencialmente como algo transitorio. De hecho, las noticias de la industria apoyan un escenario de mayor crecimiento futuro.

La demanda interna también tuvo una corrección a la baja en las últimas semanas. Desde un crecimiento anual de 0,7% estimado para el tercer trimestre en el *Informe* pasado, actualmente se espera que aumente solo 0,1%. Esta cifra, inferior a la de los trimestres precedentes, sigue afectada por el importante aumento que se espera de las exportaciones de bienes y servicios en el período (12% anual), principalmente por la baja base de comparación de igual período del año 2002. Para el último trimestre de 2003 se anticipa que la demanda interna recuperará un mayor protagonismo, con un crecimiento en doce meses del orden de 5%, acumulando así un aumento de 3,0% en el año.

Consumo e Inversión

En las últimas semanas han aparecido mejores indicadores de consumo y de expectativas de los hogares. En efecto, la encuesta de percepción y expectativas sobre la economía elaborada



por *Adimark* mostró en septiembre cifras alentadoras, superando el nivel alcanzado en abril, el mayor desde comienzos del año 2000. La mantención de estas mejores perspectivas abre la posibilidad de una recuperación más rápida del consumo, en especial de su componente habitual. En efecto, la continuación de cifras positivas en las ventas de supermercados validan el mayor optimismo que arrojan las encuestas de confianza.

A su vez, la porción de productos durables de las ventas minoristas (CNC) creció marginalmente durante agosto, en tanto las ventas de automóviles consolidaron más rápidamente de lo esperado el dinamismo previo, superando el *peak* producido a fines de 2002. Finalmente, las importaciones reales de este tipo de bienes crecieron en septiembre cerca de 16% (US\$89 millones).

En cuanto a las existencias, la relación entre producción y ventas industriales tuvo una recuperación en agosto, tras sucesivas caídas a partir de fines del primer trimestre, aunque permanece en niveles por debajo de los de comienzos de año. La información de la Fecus para el sector industrial muestra que en el segundo trimestre prosiguió una desacumulación de existencias, lo que podría apoyar un mayor dinamismo de la producción en lo venidero. A su vez, el total de las empresas —excluidas las de recursos naturales— volvió a mostrar un aumento de sus inventarios. En el agregado de la economía, es posible que las existencias tengan algún grado de reversión en el segundo semestre, en especial por la importante acumulación de ellas que el sector minero experimentó en igual período de 2002. Por último, en septiembre las importaciones de bienes de consumo, medidas en términos reales, recuperaron la tendencia creciente que exhibieron en la primera mitad del año, con un incremento en doce meses cercano a 9%.

Inversión

Indicadores parciales confirman el debilitamiento de la inversión durante el tercer trimestre. En efecto, el componente de maquinaria y equipos y las importaciones de bienes de capital, a pesar de la recuperación parcial registrada en septiembre, se ubicaron en niveles por debajo de los de la primera mitad de 2003. A su vez, las ventas de bienes de capital (INE) acumularon cinco meses consecutivos de caídas.

En cuanto al sector inmobiliario, la información de agosto indicó una leve desaceleración de los niveles de ventas de viviendas nuevas, las cuales se mantienen, en todo caso, en niveles elevados (sobre las 1.000 unidades vendidas mensuales). Los *stocks*, a su vez, tuvieron un descenso marginal, con lo que los meses necesarios para agotarlos se mantuvieron iguales a los de julio.

Respecto de las perspectivas para el sector, en agosto los permisos de edificación continuaron con la tendencia decreciente observada desde el segundo trimestre. Cabe destacar que habitualmente se realizan correcciones a las cifras históricas de estos permisos, por lo que no es posible extraer una conclusión afinada sobre las repercusiones en el sector. En términos de empleo, en lo más reciente se observa una desaceleración del número de ocupados, aunque otros indicadores parciales estarían anticipando una reversión de esta tendencia. En efecto, los despachos de cemento y hormigón, señalan una recuperación en el último mes, luego de las caídas registradas durante el segundo trimestre.

Con todo, se espera que la formación bruta de capital fijo presente una desaceleración durante el tercer trimestre, principalmente asociada a la caída de las importaciones de bienes de capital durante el período. En el cuarto trimestre, se anticipa una expansión importante de las obras de ingeniería, junto con una recuperación de las importaciones, todo lo cual redundará en un mejor desempeño de la inversión.

Política Fiscal

El proyecto de Ley de Presupuestos para el año 2004 considera el cumplimiento de la meta de superávit estructural del 1% del PIB, junto con un déficit fiscal efectivo de 0,6% del PIB para el próximo año. Se considera un crecimiento del PIB de 4,4% para el año, junto con una inflación



promedio de 2,4% y un precio del cobre de US\$0,83 la libra. Estos supuestos están en línea con lo considerado en el *Informe* de septiembre, aunque consideran una menor inflación promedio para este año, fruto de las noticias recientes en esta materia. El presupuesto contempla también un incremento real del gasto público con impacto macroeconómico en torno a 4%, además de una expansión de los ingresos totales de cerca de 6%. Respecto de la inversión, se considera un crecimiento real superior a 7% sobre el año 2003. Se debe notar que los lineamientos del presupuesto, que apuntan al cumplimiento de la regla de superávit estructural, no difieren de lo considerado en el escenario base de proyección de septiembre.

En julio último, el balance global del Gobierno Central se hizo más deficitario que durante el primer semestre, trayectoria coherente con el déficit contable de 0,7% estimado para el año.

Este mayor déficit fue el resultado, en parte, de una caída anual (en términos reales) de los ingresos totales, causada por la variación negativa de todas las subpartidas de los ingresos, salvo la de ingresos tributarios. Por su parte, tal como se esperaba, los gastos totales —en particular la inversión pública— continuaron mostrando una recuperación importante.

En relación con la deuda pública, el Ministerio de Hacienda publicó en los últimos días de septiembre el tercer *Informe de Estadísticas de Deuda Pública de Chile* para el período 1990-junio 2003. De éste se concluye que a junio de 2003 la deuda bruta se mantuvo respecto del año 2002 (15,9% del PIB). Así, pese al aumento de la deuda externa —desde 5,8% a 6,9% del PIB— explicado por la emisión del bono soberano en enero de este año, éste fue compensado por la reducción de los pagarés fiscales con el Banco Central (desde 9,1% a 8,1% del PIB). En cuanto a la deuda neta del Gobierno Central, ésta llegó a 11,6% del PIB, por sobre el 10,8% registrado el año 2002, debido a la caída de los activos, tanto en pesos como en dólares, del Gobierno.

Con todo, la deuda neta del consolidado Gobierno Central y Banco Central se incrementó desde 8,3% a 9,9% del PIB entre el año 2002 y mediados de este año. En cuanto al nivel de deuda bruta del consolidado, en junio de 2003 fue 37% del PIB, cifra levemente inferior al que alcanzó en 2002. En estos resultados tuvo incidencia la apreciación del peso que generó pérdidas de capital en especial en el balance del Banco Central. Finalmente, es de esperar que la deuda pública aumente durante el año debido a la emisión de nueva deuda por parte del Gobierno Central durante el cuarto trimestre de 2003.

Sector externo

El valor total de las exportaciones alcanzó a US\$5.027 millones en el tercer trimestre, equivalente a un crecimiento de 22% anual. Este alto incremento se explicó en parte importante por la baja base de comparación que supone igual período de 2002. De esta forma, el valor de los envíos mineros, industriales y agrícolas al exterior creció 33%, 16% y 9%, respectivamente.

Se estima que el volumen total de envíos exportados creció cerca de 14% en el tercer trimestre, con incrementos de dos dígitos en todas las categorías de exportaciones: agrícolas 19%, mineras 18% e industriales 11%. Estimaciones preliminares para el cuarto trimestre apuntan a un menor incremento de quantum respecto del tercer trimestre, esto influido por la base de comparación implícita en cada uno de ellos. Con todo, se estima que los volúmenes exportados crecerían en el orden de 2,9% en el período. Las exportaciones agrícolas continuarían con un dinamismo importante, aumentando alrededor de 21%. Los envíos mineros e industriales tendrían aumentos de volumen menores: 0,1% y 5,3%, respectivamente.

Respecto de las importaciones, el valor total FOB de las compras al exterior alcanzó a US\$4.522 en el tercer trimestre del año, equivalente a un aumento anual de 8%. Por categoría, los bienes intermedios tuvieron el mayor crecimiento (13%) influido por el mayor precio promedio del petróleo y sus derivados en el período. A su vez, las importaciones de bienes de consumo crecieron 7% anual, mientras que las de capital cayeron 8%.



En cuanto a los volúmenes importados, éstos crecieron 3,9% respecto de igual período de 2002. Las compras en el exterior de bienes de consumo crecieron 10,4%, mientras las de bienes intermedios lo hicieron en 6,5%. Las de bienes de capital, a su vez, cayeron 13,8%. Para el último trimestre se anticipa que las importaciones totales tendrían un aumento de volumen del orden de 10%, con incrementos de 21% en las de consumo, 12% en las intermedias y 1,5% en las de capital.

Para octubre, las estimaciones preliminares indican que las exportaciones totalizarían valores del orden de US\$1.880 (17% de crecimiento anual), a la vez que las compras al exterior sumarían US\$1.720 (30% de crecimiento anual). Pese al efecto positivo que podría tener el menor dólar aduanero sobre las importaciones de octubre, el aumento del IVA a partir del 1 de octubre elimina parte importante de este incentivo.

Mercado laboral

La información del trimestre móvil finalizado en agosto de 2003 confirmó el decaimiento del mercado laboral iniciado en junio. Aunque el empleo total continuó creciendo moderadamente en doce meses (3,2%), descontando efectos estacionales registró una caída relevante con respecto a julio. Lo anterior ocurrió por la menor dinámica del empleo ligado al sector privado, que disminuyó en 22 mil puestos de trabajo, sumando dos meses consecutivos de caídas. Los programas de empleo, pese a que aumentaron en el mes, no lograron compensar el deterioro del empleo privado y, por ende, de la ocupación total.

Por su parte, la tasa de desempleo desestacionalizada se situó en torno a 8,7%, el nivel más alto registrado en lo que va del año. En cuanto a la tasa de desempleo primaria —que considera solo a hombres de entre 25 y 54 años de edad— se mantuvo en torno a 6,5% (sin efectos estacionales) durante agosto. Cabe destacar que esta tasa venía registrando una trayectoria descendente desde principios de 2002, la cual ha tendido a estabilizarse en los últimos cinco meses, lo que da cuenta de una mantención de las holguras de capacidad.

Por otro lado, en la encuesta especial a los desocupados de agosto (U. de Chile) destaca el cambio en la composición de la cesantía con respecto al año anterior. Actualmente, los cesantes se componen de 70,7% de personas despedidas y 18,3% de retiros voluntarios. Dentro de la primera categoría, si bien los despidos por reducción de personal continúan acaparando alrededor del 42% de los cesantes, destaca el aumento de los despidos por cierre de la empresa, aumentando 7,1 puntos porcentuales con respecto al año 2002 (13,3% contra 20,3%). Por su parte, los que buscan trabajo por primera vez se mantienen desde el año 2002 en alrededor de 11% del total de desocupados.

Las vacantes, luego de dos meses de aumento en términos anuales, tuvieron una variación negativa en septiembre (-1,2% anual). Dada la conexión más directa entre vacantes y empleo de asalariados, empleadores y personal de servicio, si bien la información de los últimos meses de oferta de trabajo anunciaba alguna recuperación para los meses siguientes, el dato de septiembre no muestra perspectivas especialmente favorables.

En cuanto a categorías ocupacionales, el empleo en sectores secundarios —trabajadores por cuenta propia y familiares no remunerados— moderó su tasa de crecimiento anual respecto de meses previos, aumentado 7,8% luego de tres meses de variaciones anuales por encima de 10%. En términos desestacionalizados, se confirmó la caída en el margen iniciada en junio. Por su parte, el empleo de asalariados, empleadores y personal de servicio continuó disminuyendo en el margen debido al recorte, entre los primeros, de alrededor de diez mil puestos de trabajo.

Por otro lado, al desagregar el mercado del trabajo según grupos poblacionales, destaca el aumento del desempleo de las mujeres, luego de sostenidas reducciones desde abril. El dato de agosto confirma la caída en la fuerza de trabajo femenina y, por ende, de la tasa de participación de este segmento. Sin embargo, a diferencia de los últimos tres meses, el nivel de desocupación femenino aumentó fuertemente con respecto a julio (cercano a nueve mil puestos de trabajo), lo que provocó el alza de la tasa de desempleo. Por lo tanto, la menor



participación de las mujeres y el descenso en la ocupación de trabajadores por cuenta propia y familiares no remunerados confirma lo anticipado en el último *Informe* en cuanto a que el repunte exhibido por el mercado laboral entre enero y abril de este año habría sido probablemente transitorio.

IV. Precios y costos

En septiembre, el IPC tuvo una variación mensual de 0,2%, cifra por debajo de las estimaciones que se manejaron internamente a lo largo del mes. En cuanto a la inflación subyacente, el IPCX aumentó 0,3% en el mes, mientras el IPCX1 lo hizo en 0,2%. Con esto, el incremento en doce meses del IPC llegó a 2,2%, mientras el del IPCX y el IPCX1 se mantuvieron en 2,3% y 2,4%, respectivamente.

En la baja inflación de septiembre fue determinante la inusual e inesperada caída del precio de los alimentos no perecibles. Revirtiendo el aumento persistente de estos precios hasta agosto de este año, septiembre marcó una importante caída mensual (1,6%). Esta reducción fue generalizada a casi todos los alimentos de este grupo (28 de 30 categorías), por lo que es coherente con las condiciones de mayor competencia que se han observado en el rubro de supermercados desde fines de agosto a la fecha. Por ello, aunque se estima que este *shock* será permanente en niveles, no se anticipa que estos precios continúen cayendo en lo sucesivo.

A lo anterior se contrapuso, en parte, el aumento del precio de algunos productos médicos. Estos productos, que en el pasado ya han protagonizado sorpresas inflacionarias, no tiene una trayectoria de precios que pueda ligarse directamente con variables exógenas. En ocasiones han sido vinculados al tipo de cambio; no obstante, la evolución reciente del peso no apoya un incremento de precios. Por ahora, no es posible evaluar con certeza la transitoriedad o permanencia de este aumento y no se descarta ninguna de las dos alternativas.

Estas dos noticias afectaron en direcciones opuestas a la inflación del IPCX y del IPCX1, predominando el impacto de los menores precios de los alimentos. El descenso que este hecho supone sobre la inflación de estos índices, respecto de lo estimado para septiembre, no implica, por ahora, modificar la evaluación que se tiene de la trayectoria futura del componente subyacente del IPC.

La característica particular del *shock* que afectó a la inflación en septiembre quedó reflejada en la evolución de las medidas subyacentes. Por una parte, descontados los efectos estacionales, la variación mensual del IPCX1 estuvo por sobre la de los meses previos. Por otra, la reestimación de la ecuación de precios del Modelo Estructural de Proyecciones, con datos a septiembre, muestra un error especialmente significativo para el tercer trimestre. Esto indica que la inflación de ese período no es explicada por los fundamentales definidos en el modelo.

Un factor que constituye una innovación importante en relación con el *Informe* de septiembre, es la caída del tipo de cambio. En el corto plazo, su efecto se traspaasa a través de canales como los precios de los combustibles o las cláusulas de ajuste automático de los servicios regulados que lo incorporan directa o indirectamente. La caída del pasaje de la locomoción colectiva en noviembre, no considerada anteriormente, responde a la apreciación del peso. Se estima que el efecto de la apreciación del tipo de cambio en la inflación del IPC, de ser persistente, es cercana a 0,3 puntos porcentuales en un plazo de seis meses, cifra que baja a 0,1 punto para el IPCX1.

A un plazo mayor, el efecto de la caída del tipo de cambio depende de otros elementos como la inflación externa en dólares y su persistencia. De mantenerse las condiciones que sustentan la apreciación observada, es probable que se dé una trayectoria de holguras de capacidad diferente que compense parte de estos efectos. Con todo, el efecto directo de la apreciación real observada desde el *Informe* de septiembre es de aproximadamente 0,3 puntos porcentuales en la inflación promedio en el horizonte de 12 a 24 meses (*ceteris paribus*).



Por el lado de los salarios, en agosto las remuneraciones nominales revirtieron parcialmente la senda descendente mostrada desde mediados de 2002, con variaciones anuales, medidas por el índice de remuneraciones por hora y el índice del costo de la mano de obra, 3,9% y 3,5%, respectivamente. Lo anterior es coherente con los seis meses de desfase en las cláusulas de indización y con los crecientes niveles de inflación registrados durante el último trimestre de 2002 y principios de 2003.

En cuanto a los costos laborales unitarios, agosto marcó el segundo mes consecutivo de caída en su tasa de crecimiento anual, luego de los *peaks* de mediados de año. Esta evolución, coherente con el escenario considerado en el *Informe* de septiembre, obedece principalmente a una normalización de la productividad medida. Destaca el hecho de que los CLU (costo laboral unitario) medidos a partir del empleo de asalariados, empleadores y personal de servicios — medida más cercana a los grupos sobre los que se basan las estadísticas de salarios— muestran tasas de crecimiento anual por debajo de las habitualmente utilizadas.

Las expectativas de inflación del sector privado, deducidas del diferencial de tasas nominales y reales a dos y cinco años, muestran descensos que pueden estar asociados a las innovaciones sobre la inflación derivadas del menor tipo de cambio vigente. Por un lado, a dos años plazo se apreció una caída desde niveles en torno a 2,8% al cierre de la reunión anterior, hacia cifras más cercanas a 2,2% en la actualidad. A cinco años plazo, en tanto, las expectativas descendieron desde promedios de 3,2% a comienzos de septiembre a valores próximos a 2,8% a comienzos de octubre. Por su parte, los resultados de la encuesta de expectativas del sector privado indican una inflación de 3,0% para uno y dos años plazo, ambas cifras en línea con los resultados de meses anteriores.

Perspectivas de corto plazo

Estimaciones iniciales indican que en octubre el IPC tendría una variación mensual de 0,1%, con lo que su tasa de variación en doce meses descendería hasta 1,4%. Una importante baja en el precio promedio de los combustibles y un recorte en la tarifa de la locomoción colectiva, junto a la estacionalidad de los precios de los productos perecibles por debajo de la habitual, explican este resultado.

La inflación de octubre y la del cuarto trimestre, estarán marcadas por el efecto que tendrá el aumento del IVA desde 18% a 19% sobre los precios incluidos en el IPC. Por el momento, un número importante de empresas ha señalado que no traspasarán dicho aumento a sus precios, a la vez que otro grupo anunció que sí lo hará. Información recogida por la Cámara Nacional de Comercio indica que, del total de empresas encuestadas, un 16,7% no aumentaría sus precios, mientras que del resto, un 22,2% lo haría inmediatamente y otro 33,3% en forma gradual. Por ahora, se estima una incidencia de 0,3 punto porcentual en el IPC de octubre a consecuencia del mayor impuesto, cifra que llegaría a 0,5 punto a fines del cuarto trimestre.

No se descarta que, dado el *costo de menú* implícito en la decisión de remarcar precios, un número significativo de empresas opte por demorar —o no realizar— el ajuste al nuevo IVA, generando con ello un impacto menor al supuesto en el escenario base de proyección. Esto especialmente apoyado por la caída en el tipo de cambio y su efecto positivo sobre los márgenes.

A su vez, las expectativas de inflación para el mes no entregan información clara respecto de lo que espera el sector privado como efecto del mayor impuesto. Las estimaciones aquí incluidas difieren significativamente de lo señalado en la encuesta de expectativas, y de lo recogido en las encuestas realizadas a las mesas de dinero, que sitúan la inflación de octubre entre 0,3% y 0,5%. Cuánto de esta diferencia responde a la percepción de un mayor efecto del IVA es difícil de precisar, pero no se descarta que los valores esperados por el mercado consideren un mayor traspaso del aumento del impuesto.

Con todo, luego de ubicarse por debajo de 2%, la inflación anual del IPC retornaría a niveles dentro del rango meta, acorde con los cambios de base de iguales meses de 2002. El primer

Fig



trimestre de 2004, en tanto, vería caer fuertemente la inflación del IPC incluso hasta por debajo de 1%, también por efecto de la base de comparación (tabla 2).

Tabla 2

Proyección de corto plazo IPC e IPCX
(%)

	% var. anual			% var. mensual			petróleo (US\$/barril)	TCO (\$/US\$)	Micros (\$)
	ipc	ipcx	ipcx1	ipc	ipcx	ipcx1			
Sep	2,2	2,3	2,4	0,2	0,3	0,2	27,4	675	+ 10
Oct	1,4	2,2	2,6	0,1	0,3	0,4	29,4	650	-10
Nov	1,7	2,4	3,1	0,2	0,2	0,4	29,1	650	-10
Dic	2,2	2,7	3,3	0,1	0,3	0,4	28,8	650	
2004	2,0	2,8	3,5	-0,1	0,1	0,2	28,3	650	
Feb	1,2	2,5	3,3	0,0	0,3	0,3	28,0	650	
Mar	0,5	2,2	3,1	0,4	0,5	0,5	27,7	650	

El efecto de los precios de alimentos no perecibles en la inflación de septiembre explica casi la totalidad del ajuste a la baja en la inflación anual del IPCX1 (-0,2 punto porcentual). Si a ello se suma la caída del precio de la gasolina, el menor tipo de cambio y un descenso no contemplado de la tarifa de la locomoción colectiva, se obtiene una inflación del IPC cercana a 0,5 punto por debajo de lo estimado en septiembre.

Métodos alternativos de proyección para el IPCX1 (VAR) señalan que esta variable alcanzaría un nivel de 2,4% en octubre, cifra que significa un descenso respecto de los meses anteriores. Para diciembre, estos modelos proyectan una inflación del IPCX1 de 2,7%. En ambos casos no se contabiliza el efecto del aumento del IVA.

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

El Vicepresidente señor Marshall señala que el primer tema que no lo deja del todo tranquilo es el supuesto que se está haciendo respecto de la inflación. Se está diciendo que la guerra de precios es permanente, lo que es una conjetura, solamente una hipótesis. La otra posibilidad es que sean los factores de costo por el lado del salario, entonces cree que del informe que ha sido elaborado para esta ocasión, es difícil esperar algo más porque existe muy poca información todavía. Cree que ese es un tema, especialmente si se observa que la inflación hacia delante va muy en franca caída, por tal motivo, piensa que se debiera trabajar más hipótesis. Una posibilidad, dice, es que éste sea un fenómeno transitorio y que se retorne a la senda que había en el IPOM, o sea, que la guerra de precios sea por un tiempo, tal cual pasó con las farmacias que después volvieron a subir los precios. No se le ocurren otras hipótesis e insiste en que no se encuentra tranquilo con el análisis que se está haciendo en estos momentos.

Como segundo tema, que quiere plantear, se refiere a una especie de autocritica respecto al IPOM. En efecto, en ese documento se indicó que dentro de las razones por las cuales el segundo trimestre estaba bajo, era la competencia de Argentina y al pedir información sobre lo que estaba pasando con el comercio con ese país, se dio cuenta que el argumento que le dieron es el mismo que usa el Presidente Bush con respecto a China para decir que, en realidad, las importaciones de China estaban dañando a Estados Unidos. Consulta si se debiera usar ese argumento o no, porque está escrito en el IPOM y dice que lo más probable es que por los próximos tres años Argentina necesite tener un superavit en su balanza comercial; que seamos, en parte, financiadores de ese déficit y que existan sectores productivos que manifiesten su preocupación diciendo que hay mucha importación de Argentina. Por lo tanto, desea saber qué orientación debe entregar el Banco Central. Reitera que si se lee el IPOM tal cual está ahora, dice "parte del efecto de menor crecimiento en Chile es porque estamos importando mucho de Argentina". Se da cuenta de que ese argumento



tiene, a lo mejor, un sesgo de muy corto placismo, pero eso es un problema para un país que tiene un tipo de cambio flexible. Ojalá, dice, alguien pueda reaccionar a ese comentario.

En tercer lugar, señala el señor Marshall que han aparecido algunos dirigentes, especialmente empresariales, diciendo que es posible una recuperación más rápida y quiere argumentar de que si bien es posible que haya argumentos a favor, también hay algunos que podrían operar en la dirección contraria. Indica que los argumentos en la dirección a favor no están cuantificados, como el efecto de los TLC que varían entre 1 y 10, no se sabe; el efecto del cambio en la infraestructura de este país es gigantesco, o sea, la reducción de costos y la facilidad de ampliación de mercado por la revolución de infraestructura es enorme; los efectos de la reforma del Estado cree que son bastante cuantiosos, pero tampoco se han estimado. Son todos los factores de mediano plazo que van a ir en la dirección de una reactivación más fuerte, sin embargo, hay otro factor que él ve que va en la dirección de una reactivación moderada que es que la tasa de rentabilidad de las empresas ha ido disminuyendo en los últimos cuatro o cinco trimestres y sigue disminuyendo hasta donde se observan los datos. A veces, dice, se comete el error de dividir esto por patrimonio, pero como el patrimonio también ha ido disminuyendo por efectos del tipo de cambio, entonces queda algo un poco ambiguo, por lo tanto, a su juicio, lo que se debería medir es el margen de ganancias, o sea, de unidad vendida, cuánta plata es para los empresarios, y en estos momentos se está en los puntos más bajos de los últimos diez años. Si el margen de venta es bajo, no va haber proyectos de inversión, no es sorprendente este fenómeno de inversión, incluso, parte de la inversión que se está observando es inversión financiada con recursos públicos, concesiones, etc. Si se limpia la inversión habitacional por la venta de departamentos y se limpia la inversión del sector público, lo más probable es que si se tuviese un indicador de licitación privada empresarial habría una disminución. Esto le lleva a pensar de que el proceso de identificación de nuevas oportunidades va a ser más lento porque los márgenes son bajos. A su juicio, una forma de afirmar esa hipótesis es que los bancos en lugar de dar préstamos a las empresas, le están dando préstamos a las personas. Los bancos, dice, conocen los dos lados, conocen cual es la capacidad de pago de las empresas porque tienen los flujos de sus cajas y si no les están dando dinero, quiere decir que los flujos de las empresas no son muy buenos. Esto le lleva a compartir, en general, la visión de que la recuperación de la inversión, por este año, no va a ser muy fuerte, va a tender a ser pausada, pero será en el próximo año y la recuperación va a estar dentro de los rangos que se han sostenido aquí, entre 4% y 5%, a pesar de existir estos otros factores de mediano plazo como infraestructura, TLC, reformas del Estado, que van en la dirección de una recuperación mayor.

En resumen, sus reflexiones son: 1) el asunto de la inflación que todavía lo mantiene un poco confundido; 2) el efecto de Argentina, que cree que hay que dar un mensaje más claro, porque piensa que ese es un fenómeno que se va a repetir por los próximos tres años, o sea, no es un fenómeno que haya pasado en un trimestre sino que se va a repetir; 3) la rentabilidad de las empresas y 4) todos estos factores de mediano plazo.

El Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés, manifiesta que de estos comentarios hay puntos que hay que pensar un poco más. Sin embargo, explica que la compresión de márgenes que está detrás de la sorpresa de inflación es pequeña comparada con la que hubo en los últimos años, por lo tanto, no cree que su persistencia sea clave en términos de decisiones hacia delante. Mucho más importante es si el total de la compresión observada en el último tiempo es persistente o no y cómo se amplían los márgenes que ya se comprimieron. Lo que hemos visto este mes, dice, es una de las varias historias que ha habido para explicar la compresión de márgenes y, sin duda, hay que probar otras hipótesis.

Respecto del efecto de las depreciaciones en Argentina y Brasil, señala que en el IPOM se trataba de explicar una sorpresa muy fuerte que hubo en la producción del sector industrial en el segundo trimestre, no respecto a la economía como un todo. Entonces, cree que las explicaciones del Presidente Bush sobre el comercio con China y las del IPOM son distintas en el sentido que una es macroeconómica y la otra es más bien una cuestión sectorial, relacionada a la asignación de recursos. Más allá, sin embargo, lo que probablemente preocupa al señor Marshall es la implicancia de política que esto tiene, no sólo constatar el hecho. Dice que desplazar producción hacia otros países -como fabricar pañales en Argentina



y no en Chile- podría tomarse como argumento contra la apertura, como se discute en Estados Unidos o, como un argumento contra la flotación, como eventualmente se podría hacer acá, pues cree que la apertura se ha asentado como algo que no se toca en el marco de política. Estima que el discurso del Banco se puede afinar en el sentido de que esto nuevamente es un problema de asignación de recursos. Existen sectores sustituidores de importaciones que, dado lo que le pasó a los vecinos, van a estar bajo presión por un buen tiempo y no es esperable que se recuperen en el corto plazo. Eso no tiene implicancias o un correlato macroeconómico porque hay otros sectores que sí son competitivos, hay comercio con otras zonas del mundo y otros bienes que sí están creciendo y, por lo tanto, no hay ningún problema respecto del encuadre macroeconómico general. Por consiguiente, es un problema distinto al que enfrenta Estados Unidos, en que sí se observan desequilibrios.

El Gerente General, don Camilo Carrasco, manifiesta que le llama la atención lo que ha dicho el señor Marshall en el sentido de que el tema de la rentabilidad no es atractiva para que aumente la inversión. Señala que lo que se ha visto durante los últimos meses desmiente ese argumento, puesto que la Bolsa está subiendo por algo y las expectativas de los empresarios y de los agentes económicos, en general, son muy distintas.

El señor Ministro de Hacienda expresa que la relación precio-utilidad está bastante alta, pero cree que no estaba implícito detrás de eso que se esperara más utilidades. Tiende a pensar que ese es un supuesto relativamente racional por cuanto para aquellas empresas que venden en el mercado interno y se les pregunta, están todas con exceso de capacidad, entonces, tienen un problema de costo hundido porque no tienen suficiente mercado interno, por lo tanto, el costo medio se aplaca bastante cuando el mercado interno se ensancha, o sea, hay un problema de márgenes asociado a que están trabajando con muchos costos hundidos por unidad producida, que debiera tender a desahogarse. En el campo de las transables han estado vendiendo a precios muy malos, cierto que a un tipo de cambio bastante bueno, pero se veía que el multilateral, al menos, no se ha apreciado tanto. Por consiguiente, no tiene duda que se vayan a recuperar fuerte las utilidades de las empresas.

Con todo, pero quizás por razones algo distintas, comparte la apreciación de que no se va a tener un rebote espectacular, pero tiende a pensar que es porque todavía hay muchas nubes en el horizonte, particularmente en el escenario internacional. Todos dicen que el año 2004 está más o menos jugado por el estímulo macro en Estados Unidos, pero que para el año 2005 todos empiezan a complicarse porque hay incertidumbres con la región y no cree que se vaya a vivir esa sensación del camino despejado que se tuvo a principios de los años 90, lo que va hacer que el rendimiento sea más moderado.

El Consejero señor Desormeaux cree que hay muchas historias sectoriales que explican el problema de márgenes apretados. Por ejemplo, dice, supermercados y tiendas comerciales expandiéndose y con márgenes muy apretados y obviamente con la expectativa de mejores márgenes futuros, así que también esas historias sectoriales contaminan un poco los resultados.

El Presidente agrega que sobre eso está toda la revolución tecnológica de los últimos años que está encontrando aplicación a estas cosas y les está dando una fiesta a los consumidores y a los productores le copian la tecnología muy rápido, por lo tanto, cree que este fenómeno también ha pasado en otras partes que, al final, los consumidores son los grandes beneficiados con todas estas innovaciones.

El señor Ministro de Hacienda dice que respecto a Argentina, es bueno el punto señalado por el señor Marshall, pero cree que hay una diferencia grande entre tomar nota de que así ocurre cuando hay un país que se transforma transitoriamente -no se sabe cuan transitoriamente- en super competitivo, producto de cómo ha manejado las cosas y así es la vida versus hacer una implicancia de política en el sentido que hay que defenderse en contra de eso. Por lo tanto, cree que la nota del señor Marshall es buena en el sentido de cuidar que no pudiera leerse aquello en que hay una prescripción de proteger a los vecinos.



El Presidente también se refiere a que en el IPOM se resaltaba el crecimiento fuerte que habían tenido las importaciones desde Argentina, pero seguir creciendo de ahí para adelante, una vez que ya hacen los pañales allá, la tasa en el margen es menor, y también desde ese momento hasta ahora ha habido una apreciación de los argentinos versus nosotros.

El Consejero señor Desormeaux dice que no se imagina cómo Argentina, con los problemas que tiene con la Comunidad Financiera Internacional, va a tener créditos en comercio exterior, encontrando que lo que ha ocurrido hasta ahora es bastante sorprendente. Parte pareciera ser la gran liquidez que tienen los argentinos por no estar pagando intereses, pero es una historia que va a comenzar a cambiar.

El Gerente de División Estudios, señor Valdés, se refiere a lo que ha dicho el Vicepresidente señor Marshall y explica que, probablemente, se trata de rentabilidades operacionales, que, de acuerdo a la información de las FECUS, no se han recuperado mucho desde el punto más bajo al que llegaron. Señala que la rentabilidad total sí ha mejorado en parte reflejando las menores tasas de interés. Además, hay que considerar que hay ganancias y pérdidas de capital por variaciones cambiarias que pueden haber afectado el nivel de capital, lo que se suma al proceso de desempalancamiento general de algunas grandes compañías, lo que afecta el denominador de los cálculos. Cree, en todo caso, que el punto fundamental es el tema operacional, que al final es una contraparte de los márgenes comprimidos que aparecen en nuestro análisis de precios.

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

El señor Valdés señala lo siguiente:

1. En la reunión de política monetaria de septiembre, el Consejo decidió mantener la tasa de política inalterada en 2,75%. Mientras los antecedentes coyunturales del sector real nacional siguieron mostrando signos de debilidad, especialmente los del sector industrial, las economías de los países desarrollados, en particular Estados Unidos y Japón, presentaron un conjunto de señales positivas que consolidaban las perspectivas de aumento de las tasas de crecimiento en el segundo semestre y el próximo año. La inflación subyacente de agosto, en tanto, fue sorprendentemente baja. En esa reunión ya se percibía un mejoramiento de las expectativas privadas, el que se reflejó especialmente en el tipo de cambio y llevó a equilibrar el balance de riesgos para la actividad presentado en el último *Informe*. Las proyecciones de inflación consideraban un gradual aumento de la inflación del IPCX1 en los siguientes trimestres y una inflación promedio marginalmente por debajo de 3% en el horizonte de proyección.
2. Son varias las noticias relevantes desde la última reunión que se revisan con más detalle en la Minuta preparada para esta reunión:
 - La inflación subyacente del mes anterior volvió a sorprender por lo reducida. Por ahora, este registro se evalúa como un *shock* por una sola vez, ligado a una compresión de márgenes en un sector particular. Por ello, reduce las proyecciones de inflación solo por su efecto base, pero no señala menores presiones inflacionarias futuras.
 - Si bien la situación financiera regional y mundial continúa mejorando, el tipo de cambio en Chile continuó la marcada tendencia hacia la apreciación que comenzó a mostrar antes de la reunión anterior. Aunque el importante aumento de las tasas de interés de largo plazo en Chile y la depreciación del dólar en los mercados internacionales explican parte de lo ocurrido, existe una apreciación real del peso que los mercados implícitamente esperan que perdure.
 - Las mejores perspectivas para la actividad mundial —hay nuevas revisiones al alza de las proyecciones de crecimiento—, un precio del cobre que continúa afianzándose y la



percepción de que en este entorno la actividad interna tomará mayor dinamismo, son factores que apoyan esta apreciación.

- Aunque los indicadores agregados de actividad en Chile siguen mostrando un bajo crecimiento, inferior al esperado, éste sería un fenómeno pasajero asociado al sector minería. De hecho, la confianza de los consumidores continuó aumentando el mes pasado y los datos industriales y de consumo más recientes muestran una recuperación importante.
 - Desde el punto de vista macroeconómico, el Proyecto de Ley de Presupuesto es coherente con la regla fiscal y no cambia las perspectivas.
3. Con estos antecedentes, las opciones de política monetaria que aparecen como más plausibles son mantener la tasa de interés o aumentarla en un monto acotado.
 4. En la reunión del mes pasado se consideró la posibilidad de reducir la tasa como una opción que se calificó como “menos válida”. En esta oportunidad se considera que se justifica descartarla como opción. Primero, como se ha discutido, hay argumentos para pensar que las noticias de menor inflación y actividad son transitorias. Segundo, hay varios factores que hacen muy improbable que las holguras de capacidad se amplíen en los próximos trimestres. Entre ellos destacan la trayectoria de los términos de intercambio, el crecimiento de los socios comerciales, el mejoramiento de las expectativas locales que se reflejan en la Bolsa, el tipo de cambio y las tasas de interés de largo plazo, y los indicadores de consumo. Tercero, es posible que de sostenerse en el tiempo las condiciones que están detrás de la apreciación del tipo de cambio, se genere un cierre de holguras algo más rápido que el esperado en el escenario central y presiones inflacionarias adicionales. Finalmente, desde el punto de vista táctico, una reducción de la tasa de interés arriesga ser contradictoria con lo anticipado en el Informe de Política Monetaria respecto del curso probable de la política monetaria en el escenario base. Más allá de los *shocks* comentados, la suma de antecedentes tiende a validar ese escenario base. Además, luego de un alza importante de las tasas de interés de largo plazo, un recorte de tasas sería aun más difícil de comprender.
 5. La opción de aumentar la tasa de interés se puede justificar por el mejoramiento del escenario global y la buena recepción que está teniendo este escenario en la formación de expectativas por parte del mercado. Como se ha comentado en otras reuniones, y se ha hecho explícito en los dos últimos *Informes*, en el escenario base debería disminuir el estímulo monetario. Determinar cuándo se acumulan antecedentes suficientes para iniciar esta normalización sigue siendo la pregunta relevante. Al respecto, existen las noticias antes comentadas que hacen más probable que el escenario base se materialice. A esto se suma el hecho de que el nivel de la tasa es especialmente bajo y que, tal como se está comportando la economía, no se puede descartar un escenario en que la actividad y el gasto repunten aun más rápido de lo que supone el escenario base.
 6. En contra de aumentar la tasa de interés en esta reunión está la opción de esperar a tener más antecedentes, lo que se puede justificar por varios motivos. Primero, si bien el escenario global se ha fortalecido, todavía no hay datos definitivos o duros en Chile que demuestren que este panorama de mayor crecimiento sea una realidad. De hecho, las mediciones de actividad continúan débiles, en el margen —aunque de acuerdo a lo esperado— el mercado laboral ha perdido vigor, y la inversión sigue dando señales de debilidad. Segundo, el escenario global aún presenta vulnerabilidades. Por ejemplo, no hay indicaciones concluyentes respecto del desempeño del mercado laboral en Estados Unidos; el precio del petróleo sigue mostrando volatilidad; y aún no se sabe cómo se ajustarán los mercados financieros a los marcados cambios que están mostrando las paridades. La expectativa de un aumento de tasas de interés en las principales economías recién adentrado el año próximo da cuenta de esta incertidumbre. Tercero, existe el riesgo de que el diagnóstico sobre la naturaleza de los *shocks* observados en la inflación sea equivocado y efectivamente la inflación subyacente continúe disminuyendo. Tampoco se puede descartar que la apreciación del peso sea en realidad coherente con un escenario de



actividad como el delineado en el Informe de Política Monetaria, y no con uno mejor, con lo que se tendría una menor inflación por esta apreciación, sin compensaciones por el lado de menores holguras.

7. Además de estas consideraciones y factores de riesgo, cabe analizar también aspectos de táctica de política monetaria para determinar las ventajas de mantener o aumentar la tasa de política monetaria. A este respecto, probablemente lo más importante sea el contenido de información que transmite un cambio de la tasa de interés luego de un período prolongado de tasa constante y que, además, modifica la fase de la política. Como se ha comentado otras veces, aumentar la tasa de interés en las circunstancias actuales envía una señal más potente que cambios "intra fase". Por lo tanto, un aumento de tasas debería sustentarse en suficiente información, de manera que nuevos aumentos sean probables en los meses sucesivos. En este sentido, no está claro que la información acumulada tenga esa característica. Este tipo de evaluación cobra aun más importancia en momentos en que el mercado no espera un cambio de política manejando información que no es fundamentalmente diferente a la manejada internamente (con excepción del Imacec de agosto), y en que un aspecto relevante, el efecto final del incremento del IVA en los precios, es aún impreciso.
8. Otro aspecto de táctica, menos importante que el anterior, se relaciona con los reducidos registros de inflación anual que se esperan para el primer trimestre del próximo año. En principio, por su condición de esperado y transitorio, ello no debería influir demasiado. Para la comunicación de la política monetaria, no obstante, sí podría constituir un tema a considerar. Por un lado, podría dificultar realizar ajustes en la tasa de interés cuando la inflación fuera inusitadamente reducida, lo que podría hacer recomendable adelantar esos ajustes. Por otro lado, esos registros generarán, ex post, algún grado de incompreensión para los movimientos de tasa de interés que eventualmente decida el Consejo de aquí a marzo.

El Presidente ofrece la palabra para discutir las opciones.

El señor Ministro de Hacienda cree que todos los presentes comparten que hay buenas expectativas de que la economía acelere y que los agentes económicos parecen estarlo internalizando en función del comportamiento de la Bolsa. También comparten que hay algunas señales de la aceleración de la economía mundial y que se prevé que continúen, no obstante, los hechos son que la economía ha venido creciendo por cinco años debajo del potencial, que en los dos trimestres, el presente y el que viene, se prevé que la economía continúe creciendo por debajo del potencial, que hay una leve desaceleración de la creación de empleo, que la demanda interna está creciendo muy poco, que la inflación está cercana al piso de la banda y que es altamente probable que los dos trimestres que siguen perfore el piso de la banda. Por lo anterior, presenta el siguiente escenario alternativo: suponiendo que por cinco años consecutivos la economía ha estado creciendo por arriba del potencial, que está con una sobreutilización de la capacidad productiva bastante marcada, que se prevé que la economía continúe creciendo, en el corto plazo, por arriba del potencial, que la tasa de inflación esté en la parte alta de la banda y que se estima que en el corto plazo la supere. Consulta al staff si creen que sería plausible plantear un escenario de baja de tasas. Le parece que salvo que la política constituya un seguro frente a conjeturas y no hechos, no tendría razón de ser y por tanto, le preocupa que se plantee como un escenario.

Cree que hay buenos antecedentes para pensar que la desaceleración más puntual de agosto es transitoria, que la racionalidad indica que la economía va ir acelerando, y por último, que existe un grado de impulso monetario bastante abundante, por lo cual, cree que no obstante que se obtenga crecimiento por debajo del potencial y tasas de inflación por debajo del piso, considerar seriamente una baja, no le parecería adecuado. Por eso, cree que todo apunta a un escenario central, pero insiste, le parece fuera de lugar el considerar tanto un alza como considerar una baja.



El Consejero señor De Gregorio agrega que cuando se revisa la evidencia presentada, muy bien resumida, por la División Estudios, surge un conjunto de antecedentes de actividad económica preliminar, que sin constituir evidencia definitiva, permite concluir que el escenario base del IPOM de una aceleración gradual del crecimiento se está materializando. Esto, de acuerdo al escenario central, debería ir cerrando las brechas de producto e ir induciendo presiones inflacionarias. Debería llevar a considerar seriamente la opción de aumento de la tasa de interés, lo que sería esperable en un escenario de normalización de la política monetaria.

Destaca algunos elementos que permiten llegar a esta conclusión:

1. El crecimiento de agosto, que fue particularmente débil, fue causado puntualmente por problemas excepcionales, factores técnicos en la jerga de la División Estudios, en la producción de cobre. Por su parte, la actividad industrial estuvo mejor de lo esperado.
2. Las expectativas sobre el desempeño de la economía mundial siguen mejorando, incluso para el año 2003, y de manera particular en Japón, lo que salvo la debilidad de la zona del Euro, muestra una economía mundial con mejores perspectivas de crecimiento: dos décimas más que lo esperado hace un mes en la presentación del IPOM.
3. Las mejores perspectivas de la economía mundial y la depreciación del dólar ha llevado al precio del cobre a niveles que, sospecha, no se esperaba que alcanzara a estas alturas del año.
4. Todos los precios de los activos financieros reflejan un optimismo importante. El dólar ha caído, la tasas largas han subido y las acciones siguen mostrando un sólido crecimiento. Esto no es más que un buen reflejo de las buenas perspectivas económicas.
5. Los indicadores de expectativas de consumo mostraron en septiembre cifras alentadoras.
6. Por el lado de la actividad, el consumo así como las perspectivas de producción que se ve por el lado de los inventarios muestran una evolución marginalmente positiva.

Contra este escenario, sin embargo, existe evidencia apuntando en la dirección contraria. Más bien, los datos duros de actividad, con la excepción de lo observado parcialmente en consumo y el mejor precio del cobre, muestran aún signos de debilidad. Los aspectos más destacables para sustentar esta afirmación son:

- a) El valor central de la predicción de la División Estudios sobre el crecimiento del PIB se ha reducido en una décima con respecto al IPOM.
- b) La inversión, componente importante que anticipa el dinamismo de la economía, se ha debilitado durante el tercer trimestre, tanto en lo que respecta a maquinarias y equipos como la inversión inmobiliaria. Las ventas de bienes de capital del Instituto Nacional de Estadísticas acumulan cinco meses consecutivos de caída y las importaciones confirman esta debilidad.
- c) Las cifras del mercado laboral, después de mostrar un sustancial dinamismo, ha registrado un decaimiento desde junio. Las vacantes dejaron de crecer. Llama la atención el aumento de despidos por cierre de empresas.
- d) Las cifras de gasto para el tercer trimestre se han ajustado a la baja.
- e) El dinero, M1A, está creciendo relativamente lento y para quienes usan M1A, como indicador líder, esto puede ser un síntoma que prevea la mantención de un escenario de relativa debilidad.

Después de todos estos antecedentes, se podría concluir a grosso modo que se está frente a un escenario de mucho optimismo, con datos aún débiles. Tal vez esto sea lo que caracterice las recuperaciones, en particular, las rápidas. El público está optimista por lo que ve en el día a día, pero eso aún no parece en los datos. Esta sería una razón poderosa para pensar que se está cerca de un alza de tasas.

Pero también existe otro escenario y es precisamente uno en el cual la recuperación efectivamente es mixta y aún no está consolidada. En este contexto, una reducción del impulso monetario podría ser perjudicial y terminar siendo una tímida alza que sea discontinuada, e incluso con posibilidades de revertirse en el futuro.



Esta última consideración es importante, ya que una normalización del impulso monetario que se interrumpe da, ex-post, una mala señal de diagnóstico. Como ya lo ha señalado anteriormente, cuando haya que subir las tasas, es deseable que éste sea un proceso continuado de normalización, ya que el alza de tasas representaría un giro importante en la dirección de la política monetaria. Algo así, por ejemplo, estaría internalizado en las tasas de los papeles largos, los que tuvieron un fuerte retroceso después que aparentemente se ha considerado que el IMACEC de agosto viene bajo el 2%, por lo tanto, esperaríamos que se postergue un alza de tasas.

Asimismo, todos los indicadores de inflación actual muestran una situación más confortable que hace unos meses atrás, en todo el horizonte objetivo. Al final, lo que interesa es la inflación esperada en un par de años más, y ésta, si es que algo se ha reducido, lo que señalaría que aún existen holguras inflacionarias, posiblemente causadas por la aún débil actividad doméstica así como el positivo efecto sobre los costos del inesperado fortalecimiento del peso.

Por lo anterior, cree que aún es prudente esperar antes de cambiar el signo de la política monetaria y mantener una posición neutral.

El Vicepresidente señor Marshall dice estar de acuerdo con lo que ha expresado el Consejero señor De Gregorio.

El Consejero señor Desormeaux comparte el planteamiento de la División Estudios y también lo que ha dicho el Consejero De Gregorio. Agrega que, además de las razones dadas, como que el mejor escenario internacional no se ha traducido todavía en una recuperación clara en la economía chilena, especialmente en el caso de la inversión y del empleo como se ha mencionado. Está el hecho de que el escenario internacional es un escenario que vislumbra todavía bastantes riesgos y, en particular, el riesgo que ésta sea una recuperación que no sea de muy largo aliento. Agregaría el hecho de que en el plano interno no hay ninguna variable que realmente hoy día esté preocupando en materia inflacionaria. Si se observan salario y productividad, por ejemplo, que en algún momento fue un elemento de preocupación, hoy no existe; tampoco por el lado de la inflación externa hay una amenaza muy seria, las brechas, por lo visto, no han iniciado su compresión. Pero agrega un elemento adicional. Señala que si hay algo claro es que la recuperación se va a iniciar en el mundo desarrollado y en ese mundo existe un statement muy fuerte de parte de los bancos centrales, en el sentido de que ellos van a mantener sus tasas bajas por largo tiempo. Dice que sería muy raro que nosotros que vamos a estar claramente detrás de ellos en el ciclo económico, empezáramos a hacer el ciclo de ajustes antes que ellos. Costaría mucho entenderlo y eso se va a ver agravado por el hecho de que las tasas de inflación de los próximos meses van a ser más bajas. Está, por cierto, el argumento táctico de que dado eso, es mejor hacerlo ahora. La verdad, dice, es que no compra ese argumento y lo que existe, realmente, es la opción de esperar como alguna vez se ha dicho, es realmente muy conveniente hoy día y por lo tanto, se suma a la opinión de los Consejeros que le antecedieron.

La Consejera señora Ovalle señala que los argumentos presentados por la División Estudios para la opción de mantener la tasa de política monetaria son muy sólidos. Es cierto, dice, que el escenario global se ha fortalecido, pero todavía no hay datos definitivos en Chile que demuestren que este panorama de mayor crecimiento sea una realidad. Las mediciones de actividad continúan débiles, en el margen, el mercado laboral ha perdido vigor y la inversión sigue dando señales de debilidad. El escenario global presenta vulnerabilidades, no hay indicaciones concluyentes respecto del desempeño del mercado laboral en Estados Unidos, hay gran volatilidad en el precio del petróleo e incertidumbre en el ajuste de los mercados financieros respecto a los mercados cambios que están mostrando las paridades. La expectativa de un aumento de tasas de interés en las principales economías se esperan bastante avanzados el año 2004.

Otro punto importante es que existe riesgo que el diagnóstico sobre la naturaleza de los shocks observados en la inflación sea equivocado y efectivamente el IPCX continúe



disminuyendo. A lo que habría que agregar la incertidumbre sobre la apreciación del peso con un escenario de actividad como el planteado en el IPOM y no con uno mejor.

También le hacen fuerza los aspectos de táctica de política monetaria presentados. La transmisión de un cambio de la tasa de interés luego de un período prolongado de tasa constante envía una señal muy potente y debe sustentarse en suficiente información, de manera que nuevos aumentos sean probables en los meses sucesivos. No cree que la información acumulada tenga esa característica, a lo que agrega que el mercado no espera un cambio de política manejando información similar a la nuestra con excepción del IMACEC de agosto.

Por todo lo anterior, su voto es por la opción de mantener la tasa de política monetaria, ya que las expectativas de inflación se mantienen en línea con la meta.

El Presidente señor Corbo, con respecto al informe de la División Estudios, le parece muy bien que se haya descartado la opción de bajar tasas, en el sentido que hay suficientes indicadores que hacen pensar que la economía mundial va a ser más favorable en los próximos seis a ocho trimestres y aunque queda la incertidumbre de ahí en adelante.

Cree también que después de haber presentado la opción de subir tasas, los argumentos que se dan para postergar esa acción, que ve que va a venir en momentos en los cuales la economía ya esté moviéndose en forma que ya no va a requerir de este excesivo estímulo que existe hoy, le parece bien.

Piensa que no hay duda que lo que se ve hoy día es que la inflación si cualquier cosa está mejor que lo que estaba en las cuatro o cinco reuniones anteriores, en el sentido que en el escenario de mediano plazo se está algo por debajo de lo que se estaba en el IPOM y en el escenario para los próximos cuatro a ocho meses se está bastante por debajo de donde se estaba con el IPOM, o sea, la inflación se ve controlada en el mediano plazo, también en el corto plazo. Se observa recuperación, pero la recuperación se ve en la economía mundial y se ve internamente en los indicadores de expectativas, pero todavía no se observa en los indicadores duros y queda la incertidumbre de lo que pasa desde el año 2005 en adelante. Por lo tanto, cree que dado que la inflación está relativamente controlada y más controlada que en situaciones anteriores para el próximo escenario de mediano plazo, concuerda con los Consejeros en sus intervenciones anteriores de que se debiera mantener la tasa y seguir observando.

En mérito de lo anterior, el Consejo, por la unanimidad de sus miembros, adopta el siguiente Acuerdo:

54-01-031014 – 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 retira de la Sala el señor Ministro de Hacienda, don Nicolás Eyzaguirre G.

V. Comunicado

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

Desde la última reunión ha continuado asentándose un mejor escenario internacional. Este incluye perspectivas de un mayor crecimiento mundial el próximo año, especialmente en Estados Unidos y Asia, un aumento de los precios de las materias primas y mejores



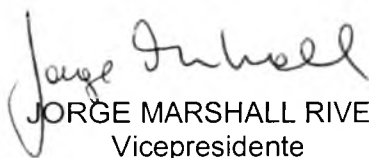
condiciones financieras. Estos factores, unidos a expectativas positivas para la economía chilena, se han reflejado con vigor en los mercados financieros nacionales.

Se espera que estos antecedentes favorables se vean reflejados paulatinamente en los indicadores de los próximos trimestres, aunque todavía no se concretan en datos de actividad efectivos. De hecho, la información más reciente señala que el crecimiento en agosto fue bastante débil, fenómeno ligado a algunos factores de carácter transitorio.

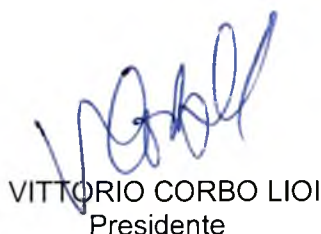
En cuanto a inflación, los últimos antecedentes indican que las presiones de precios son menores que las previstas. Tanto la inflación del IPC como la subyacente se ubican en la parte baja del rango meta, e incluso se espera que la primera se ubique puntualmente bajo 2% en algunos meses. Sin embargo, con la información disponible se mantiene la proyección de inflación en torno a 3% en los próximos 12 a 24 meses.

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."

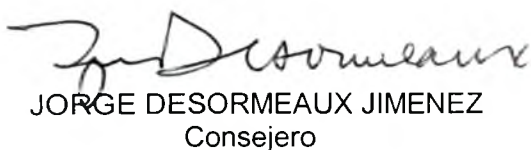
El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 18,00 horas.



JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente



VITTORIO CORBO LIOI
Presidente



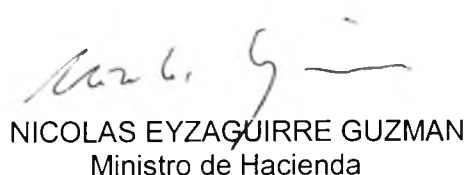
JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero



MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera



JOSE DE GREGORIO REBECO
Consejero



NICOLAS EYZAGUIRRE GUZMAN
Ministro de Hacienda



JORGE COURT LARENAS
Ministro de Fe (S)



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION DE POLITICA MONETARIA N° 55
Celebrada el 13 de noviembre de 2003

En Santiago de Chile, a 13 de noviembre de 2003, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Vittorio Corbo Lioi 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 Guzmán.

Asisten también los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Jorge Court Larenas;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;
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° 54, celebrada 14 de octubre de 2003.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo el Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 54, celebrada el 14 de octubre de 2003, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

II. Resolución sobre Minuta correspondiente a la Sesión N° 54, celebrada el 14 de octubre de 2003.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo la Minuta correspondiente a la Sesión N° 54, celebrada el 14 de octubre de 2003, la que se aprueba sin observaciones.

III. Fecha Sesión de Política Monetaria del mes de mayo de 2004.

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de mayo de 2004, para el jueves 13 de ese mes.

IV. Exposición.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, señala lo siguiente:



SÍNTESIS DEL MES

Las noticias acumuladas en las semanas más recientes son sustantivas. La mejora del entorno externo ha procedido más rápida e intensamente que lo previsto hace unos meses, reflejándose esto con intensidad en el precio del cobre y el valor real del peso, mientras en el ámbito interno se han acumulado noticias positivas en la actividad industrial y minera, el consumo durable, el crédito a personas y las expectativas de los hogares. El escenario de inflación de corto plazo difiere de manera sustantiva de lo esperado hace solo un par de meses atrás, lo que no es completamente atribuible a la apreciación de la moneda, teniendo también un rol la aparente intensidad de la guerra de precios a nivel del comercio minorista de supermercados. En su conjunto, estos antecedentes indicarían un escenario de mayor dinamismo para la actividad y el gasto durante los años 2004 y 2005, con una tendencia de aceleración de la inflación bastante más postergada que la prevista en el último *Informe de Política Monetaria*.

El escenario internacional ha sufrido un número importante de revisiones. Mientras hace algunos meses, al momento de redactarse el *Informe de Política Monetaria*, las señales concretas de aceleración de la actividad a nivel mundial eran bastante tenues, los antecedentes observados desde esa fecha han confirmado que el ritmo de crecimiento está francamente aumentando. Ello se ha apreciado con fuerza en las primeras cifras de actividad para el tercer trimestre en las principales economías, lo que ha repercutido en un incremento relevante de las perspectivas de crecimiento para el próximo año y el año 2005, de algo menos de medio punto porcentual. Adicionalmente, el precio de los *commodities*, en particular el precio del cobre, ha tenido un desempeño muy por encima de lo anticipado. Ello, junto con la relativa estabilidad del precio del petróleo, apunta a términos de intercambio para el próximo año prácticamente 5% por encima –hasta 8% anual– del nivel previsto en el *Informe* de septiembre. Por su lado, las condiciones financieras siguen siendo más favorables que hace dos meses: los flujos de capitales a economías emergentes para este año y el próximo se han corregido al alza y el *spread* soberano de Chile se mantiene en sus mínimos históricos.

Aunque en la reunión de política monetaria pasada se indicó que el fortalecimiento del peso podía asociarse en parte a las paridades de tasas, y era de bastante mayor magnitud en términos bilaterales con el dólar que en términos multilaterales, en semanas recientes la apreciación del peso ha continuado a pesar de que los factores anteriores se han disipado en el margen. El dólar se ha tendido a fortalecer en los mercados internacionales, principalmente frente al euro, mientras los diferenciales de tasas externas e internas han vuelto a niveles similares a los existentes para la publicación del *Informe de Política Monetaria*. En estos hechos es indudable la mejora de los fundamentos que sustentan el valor de la moneda, en particular el mayor precio del cobre, aunque no se puede descartar que la disipación de expectativas de intervención en el mercado cambiario en días recientes haya contribuido puntualmente a la caída del valor del dólar en Chile.

Aunque es en el ámbito externo donde se han concentrado las noticias, también por el lado de la actividad interna y el gasto hay indicaciones de mejores perspectivas de crecimiento. En términos de las cifras concretas de actividad, en el tercer trimestre se apreció un repunte de la actividad industrial en un espectro relativamente amplio de subsectores, luego de la desaceleración del segundo trimestre. La minería también ha mostrado cifras de actividad superiores a las previstas. Por el lado del gasto, principalmente, se aprecia el sostenido incremento de las ventas de vehículos nuevos y compras relativamente altas de viviendas nuevas, con indicaciones menos evidentes de mayor consumo en otras categorías, como consumo habitual. Sin embargo, el repunte de la confianza de los hogares en meses recientes ha sido intensa, lo que puede indicar que el consumo privado continuaría en una senda de expansión. Por su parte, luego de un tercer trimestre bastante débil, hay algunas luces respecto a que la formación bruta de capital estaría tomando algo más de protagonismo. Ello es esperable, dada la correlación histórica que presenta esta variable, principalmente su componente de maquinaria y equipos, con las expectativas de crecimiento global. A pesar de la caída de las semanas más recientes, el nivel de los precios de activos bursátiles aún es elevado respecto al promedio de años pasados.



A pesar de que en su conjunto los antecedentes del sector real de la economía indican que pueden esperarse tasas de crecimiento más altas que las previstas, las tasas de interés reales de largo plazo se han mantenido algo por debajo (10 a 20 puntos base) de los niveles de mediados de septiembre. Ello puede explicarse en parte porque, al igual que en otras circunstancias, es el tipo de cambio el que hace el ajuste frente a los cambios de las perspectivas. Además, y a diferencia de las principales economías del mundo, las cifras concretas de actividad y gasto que se conocen públicamente no son aún vigorosas. Finalmente, detrás de esta evolución de las tasas, especialmente las nominales, están las noticias de inflación más recientes, las que revelan que un mayor crecimiento tenga como consecuencia una aceleración inflacionaria hacia la parte alta del rango meta es menos probable que lo esperado hace algunos meses atrás.

Sin lugar a dudas, son las noticias por el lado de los precios las que presentan más desafíos para la discusión de política monetaria. Dada su correlación opuesta con la tendencia del ciclo económico es posible descartar que se esté en presencia de mayores holguras de capacidad. Lo más probable es que lo que se está observando sea un cambio en el tamaño de los márgenes. Por su naturaleza, ello implica un cambio por una sola vez en el nivel de precios, el cual aunque puede ser más o menos persistente no debería, bajo credibilidad, comprometer el logro de la meta de inflación. Los antecedentes disponibles apuntan a que no es probable una tendencia declinante de los precios de la forma que se ha visto en los últimos dos meses, esperándose un escenario central donde la inflación promedio anual se ubique en 1,2% durante el próximo año y en 2,5% durante 2005, cifras que son 1,2 y 0,5 punto porcentual por debajo de las proyecciones del *Informe* de Septiembre.

Persiste un conjunto de riesgos en torno a esta proyección central. Los que son cuantitativamente más relevantes están asociados con trayectorias del tipo de cambio y de la actividad económica diferentes a los esperados (en torno a \$620 por dólar y 5,3% promedio 2004–2005, respectivamente). Otros factores, tales como la dinámica efectiva que tomen los márgenes y la magnitud efectiva del reajuste del sector público introducen grados de incertidumbre balanceados respecto a la proyección central. Finalmente, las expectativas privadas de inflación de largo plazo, particularmente en los mercados financieros, han reaccionado con bastante intensidad a estas noticias, elemento que habrá que monitorear con cuidado.

I. Escenario internacional

En las últimas semanas, las perspectivas de crecimiento del escenario internacional han continuado corrigiéndose al alza, tanto para este año como para 2004. Un elemento positivo en este escenario ha sido la trayectoria que han mostrado los términos de intercambio que enfrenta Chile, principalmente por la positiva evolución del precio del cobre. Si bien las condiciones financieras externas se mantienen relativamente similares respecto de la reunión pasada, son más positivas que las presentadas en el *Informe* de septiembre.

Las mejores perspectivas de la actividad mundial se fundamentan en el mayor crecimiento observado en los primeros nueve meses del año, principalmente en Estados Unidos, Japón y China, a lo que se comienzan a agregar los efectos de segunda vuelta sobre el resto del mundo. A esto se adicionan datos de coyuntura que confirman que la recuperación está en marcha. Destaca particularmente Estados Unidos, que luego de un muy dinámico primer semestre, sorprendió a los mercados con un crecimiento trimestre a trimestre (t/t) de 7,2% en el tercer cuarto de 2003. Este dinamismo se vio reflejado en todos los componentes de la demanda, incluyendo la inversión (creció en torno a 10% t/t), lo que ayuda a despejar la preocupación que existía respecto de la solidez de la recuperación. En la misma dirección, las últimas cifras del mercado laboral han sido más positivas.

En Japón, el sector externo sigue liderando el crecimiento, lo que se ha traducido en un fuerte dinamismo de la actividad industrial hacia fines del tercer trimestre. El crecimiento de la zona euro se ha ido ajustado levemente a la baja respecto de septiembre, aunque los indicadores de confianza y de actividad industrial están señalando perspectivas algo mejoradas. Esto ha sido



cierto principalmente para Alemania que sería, por su estructura de comercio (20% de exportaciones a Estados Unidos y Asia), el país de la zona más expuesto al repunte global.

Se estima que los riesgos de las proyecciones de crecimiento mundial respecto del escenario base para este año y el año 2004 son al alza, tomando en cuenta que las actuales proyecciones no incorporan todos los antecedentes más recientes de los principales países, ni sus efectos en otras economías. No obstante, para el año 2005, persisten dudas sobre si será sostenible el ritmo de la recuperación, especialmente por el déficit fiscal y la dependencia de ahorro externo de Estados Unidos. En Europa, persiste la falta de cambios estructurales, mientras que en Japón continúan las dificultades en el sistema financiero, elementos que se suman para mantener alguna cautela hacia el largo plazo. Por último, actos guerrilleros acaecidos recientemente en Irak ponen de relieve que los riesgos geopolíticos y de atentados terroristas no han desaparecido del todo.

De acuerdo con la recuperación de la actividad mundial, el precio del cobre ha registrado en el último mes una fuerte alza, promediando US\$0,871 por libra, con valores *spot* en torno a US\$0,93. Para los últimos meses de 2003, el precio debería mantenerse en torno a los niveles de las últimas semanas, alcanzando un promedio de US\$0,80 por libra en el año y US\$0,92 en 2004, valores que se comparan con US\$0,775 y US\$0,83 la libra proyectados en septiembre.

Respecto del precio del petróleo, luego de descender en septiembre, se recuperó en más de dos dólares en octubre, registrando un promedio de US\$29,6 el barril. Ello ha estado asociado a bajos niveles de inventarios en Estados Unidos e incertidumbre con respecto a la extracción y envío de petróleo iraquí. En los últimos días, el precio ha descendido hacia niveles algo por debajo de US\$28 el barril, por lo que se mantienen las proyecciones del *Informe* de septiembre (US\$28,5 por barril) para el presente año, US\$26 para 2004 y US\$23 para 2005, con un riesgo a la baja, ante la posibilidad del retorno más rápido de Irak a los mercados internacionales. Así, en su conjunto, las noticias de precios de *commodities* apuntan a términos de intercambio en el año 2004 cerca de 5% por sobre lo esperado en septiembre (crecerían en total 8%).

Las condiciones financieras de los mercados desarrollados se mantienen relativamente estables desde la reunión pasada, aunque son más positivas que las consideradas en septiembre. Asimismo, la volatilidad de los mercados se ha reducido, a medida que se han ido despejando las dudas respecto del ritmo de reactivación de la economía mundial. En la actualidad, y luego de conocerse el vigoroso crecimiento de Estados Unidos en el tercer trimestre, además de algunos indicadores positivos para el último cuarto del año, la rentabilidad del bono a diez años se sitúa por sobre 4,4%. Finalmente, las condiciones financieras internacionales se vieron favorecidas por las alzas generalizadas de los indicadores bursátiles de las economías desarrolladas.

Respecto de la trayectoria para las tasas de política, en Estados Unidos no se esperan cambios sino hasta mediados de 2004, considerando una holgura de capacidad relativamente amplia. Este punto se ve reforzado en el comunicado de la Reserva Federal, donde se entregó una señal de cautela ante la posibilidad de tener la inflación en niveles indeseablemente bajos. En la zona euro no se esperan cambios en la tasa de política, aunque el magro desempeño económico podría empeorarse en la medida que la apreciación del euro reste dinamismo a la recuperación de la zona, por lo que no se descartan nuevas rebajas.

Las economías emergentes han seguido mostrando una evolución favorable, destacando el desempeño de Asia emergente, y en especial de China, cuyas proyecciones de crecimiento se han ajustado al alza en las últimas semanas. En concordancia, las condiciones financieras de las economías emergentes continúan positivas, observándose reducciones adicionales en sus costos de endeudamiento externo, lo que ha contribuido a bajas en sus tasas de interés internas y/o apreciaciones de sus monedas. En México, sin embargo, el comportamiento ha sido algo distinto, debido a condiciones externas menos favorables por la depreciación del dólar y mayor competencia externa.



Las proyecciones de flujos de capitales hacia economías emergentes de JP Morgan Chase se han ajustado al alza para la mayoría de las regiones. Esto se ha verificado tanto para el año 2003 —donde los flujos alcanzan niveles por sobre los de 1998— como para 2004. El ajuste es especialmente importante para América Latina y Asia emergente, regiones que se llevarían entre el año 2003 y el año 2004 cerca de 30% y 55% de los flujos totales, respectivamente.

II. Mercados financieros

Durante octubre y lo que va de noviembre, las tasas de interés de todos los documentos de mediano y largo plazo del Banco Central de Chile mostraron descensos. Los documentos en UF, dependiendo del plazo, revirtieron total o parcialmente el incremento de septiembre (nivel máximo), evolución que estuvo acorde con las menores expectativas de inflación en el mediano plazo y con la evolución de sus similares externas. Es así como la tasa de los BCU-5 cayó cerca de 20 puntos base (3,0%), mientras la de los BCU-10 acumularon también una importante caída (60 puntos base). Estas tasas podrían estar influenciadas, además, por la menor oferta de instrumentos del Banco Central de Chile, que se acomodó a la colocación de los bonos de Tesorería.

Similar situación se observó en las tasas de los documentos nominales (BCP), las que han caído entre 100 y 150 puntos base en las últimas semanas, alcanzando niveles mínimos de 3,% y 4,9% a dos y cinco años, respectivamente. La amplitud de este movimiento revela el impacto sobre la inflación esperada de las noticias recientes de precios, así como la apreciación del peso.

La curva *forward*, si bien en las últimas semanas ha reducido su pendiente, aún mantiene la expectativa de un alza de la tasa de política monetaria de 25 puntos base en los próximos meses. Este hecho contrasta con la encuesta de expectativas de noviembre, la que, si bien anticipa incrementos de la tasa de política monetaria a partir de mediados de 2004, redujo las expectativas en 25 y 50 puntos base a 11 y a 24 meses, respectivamente.

Si bien en octubre las condiciones crediticias fueron menos expansivas que en el mes anterior, por las mayores tasas de interés en la mayoría de los créditos, las colocaciones en general mostraron un mayor dinamismo que en los meses anteriores, incluso descontando los efectos estacionales. Esta expansión se sigue dando con mayor fuerza en el segmento de los créditos de consumo, los que deberían mantener esta trayectoria al aproximarse el fin de año, por las ofertas que la banca realiza en esta época.

El mercado de renta fija privado ha seguido con la dinámica de los meses anteriores, con colocaciones de bonos corporativos (12 millones de UF en octubre) y con anuncios de emisión para los meses siguientes. En este mes destaca la disminución de la TIR media de estos instrumentos —que solo en parte se explica por la concentración en transacciones de bonos de menor plazo y riesgo—, y el descenso del *spread* entre su TIR media y la de los bonos del Banco Central. Este fenómeno también se observa en el mercado de letras de crédito, aunque en este caso las tasas de interés muestran mayor estabilidad.

En cuanto a los agregados monetarios, el M1A finalizó octubre con una variación anual de 15%, cifra similar a la de los meses previos. A su vez, los agregados más amplios continúan con un débil dinamismo, explicado en lo esencial por el comportamiento de las AFP y su mayor preferencia por activos en el exterior en desmedro de los de renta fija nacionales.

Tipo de cambio

Durante octubre, el peso continuó con la fuerte apreciación iniciada a mediados de septiembre, llegando a cotizarse en los últimos días entre \$615 y \$620 por dólar (7% de apreciación con respecto a inicios del mes de octubre), el valor más bajo desde junio de 2001. Diversos factores han contribuido a la apreciación del peso, entre ellos el repunte del precio del cobre, el menor precio del petróleo, la disminución del riesgo país de Chile —que alcanzó mínimos históricos a mediados de mes— y el debilitamiento del dólar a nivel internacional.



Respecto de las canastas más amplias de monedas (TCM y TCM-5), la apreciación del peso desde agosto a la fecha ha sido importante (entre 8% y 10%), aunque algo menor que la del TCO (11,5%). Ello ha dado cuenta de que el reciente fenómeno cambiario del peso chileno ha estado en línea con el de otras monedas, las que comenzaron el ciclo de apreciación con anterioridad.

Las expectativas sobre el tipo de cambio que se deducen tanto de la encuesta de noviembre como de las cotizaciones de *Bloomberg*, señalan que el peso se mantendría en torno a los niveles actuales hasta fines del próximo año.

El TCR y TCR-5 registran en noviembre los menores niveles del año 2003, con apreciaciones similares a las nominales si se miden respecto de agosto (del orden de 9%) y de entre 3% y 4% respecto de diciembre de 2002, situación que también se verifica en términos bilaterales por zona geográfica.

A pesar de la fuerte caída del dólar en los últimos meses, los niveles actuales del tipo de cambio real están 25% por sobre los del promedio de 1997 y 1998.

La reciente apreciación real del peso puede asociarse a mejoras en los fundamentales. En efecto, los diferenciales de tasas interna/externa, luego de estar en sus máximos históricos a principios de octubre, revirtieron esta tendencia, principalmente los nominales.

Indicadores bursátiles

Los mercados accionarios internacionales tuvieron buenas jornadas durante gran parte de octubre, debido a las mejores expectativas de recuperación mundial y a indicadores de actividad en Estados Unidos superiores a lo esperado. Por su parte, los ADR latinos y chilenos también presentaron buenos resultados durante ese mes (7,3% y 7,6%, respectivamente). Los rendimientos de las bolsas latinoamericanas fueron incluso mejores, en particular Brasil que registraron incrementos de 12,3% y Argentina de 13,5%, indicando el retorno de la confianza en los mercados regionales. La bolsa local no estuvo ajena a este fenómeno, con el IPSA llegando a valores máximos durante octubre (índice en un nivel 1.587), con un incremento de 8,8% respecto de septiembre. Los montos transados también reflejaron este buen momento, promediando \$30.000 millones diarios.

Sin embargo, durante los primeros días de noviembre se produjeron fuertes volatilidades en los mercados bursátiles, con disminuciones marcadas de los ADR chilenos en *Wall Street* así como también de los principales indicadores de la bolsa local, llegando el IPSA a niveles similares a los de fines de septiembre (menos de 1.400).

III. Actividad y empleo

Con los antecedentes recogidos de la información sectorial de septiembre se produjo una corrección al alza en el crecimiento proyectado del tercer y cuarto trimestres. La actividad mayor que la esperada en los sectores minero e industrial, corrigen al alza el crecimiento anual del tercer trimestre. Un ajuste similar sucede para el último cuarto del año, principalmente asociado a mejores perspectivas del sector industrial. Con esto, el crecimiento del PIB para el año se sitúa en 3,2%, en línea con lo anticipado en el *Informe* de septiembre.

La industria tuvo en septiembre un desempeño mejor que el esperado, el que sumado a las sorpresas positivas de agosto, conforma un cuadro de relativa mayor fortaleza del sector, el que no está restringido al dinamismo de sectores específicos. Esto motivó una revisión al alza en la actividad industrial proyectada para el cuarto trimestre del presente año, dado que se anticipa que parte del mayor dinamismo reciente perdurará.

La actividad del tercer trimestre, y de septiembre en particular, también se vio beneficiada por el mayor dinamismo de la minería, debido principalmente a una producción superior a la señalada en los programas, situación que no debiera alterar el crecimiento del sector en el último trimestre del año.



Para la demanda interna, estimaciones del tercer y cuarto trimestres también tuvieron correcciones al alza recientemente. Para el tercer trimestre se anticipa un crecimiento bajo, principalmente por la base de comparación de las exportaciones en el año 2002. Para el cuarto trimestre, en tanto, un mejor panorama para las importaciones corrige la estimación de la demanda interna. Con esto, el crecimiento de la demanda en 2003 continúa alineado con el aumento del PIB.

Consumo y existencias

La información más reciente confirmó las mejores expectativas de los agentes económicos. Por un lado, la encuesta de la Universidad de Chile de percepción y expectativas sobre la economía tuvo un aumento importante en septiembre respecto de junio, alcanzando el mayor valor desde que se tiene registro. Por su lado, el indicador de Adimark de octubre siguió mostrando un comportamiento al alza, tal como lo viene haciendo desde agosto pasado, alcanzando el mayor nivel de los últimos cinco años.

Estas mejores expectativas se aprecian, por ahora, en las ventas de automóviles y en algunos indicadores de consumo. En efecto, las ventas de supermercados continúan con el dinamismo previo, así como también las del comercio minorista, que muestran un crecimiento del orden de 4% en promedio durante los últimos tres meses, comportamiento alineado con las mejores expectativas de los hogares. Cabe destacar que el componente consumo habitual es el principal del consumo privado y ha sido el que menor dinámica ha mostrado en los últimos años.

En cuanto al consumo durable, la porción de las ventas minoristas de la Cámara Nacional de Comercio de este tipo de bienes creció levemente en términos desestacionalizados en septiembre. Por su parte, las importaciones de bienes de consumo durable excluidos los automóviles (cerca de un 15% del total de las importaciones de consumo), mantienen un relativo descenso desde comienzos del año 2003, situación que podría variar a la luz de la evolución reciente de las ventas minoristas y de la estrecha relación entre ambas.

Las ventas de automóviles continúan creciendo más allá de lo esperado, y aproximándose a los niveles de ventas de mediados de 1998. Este comportamiento ha sido acompañado de un incremento en las importaciones de vehículos, que en volumen aumentan cerca de 30% en lo que va del año.

Respecto de las existencias, en septiembre la relación entre producción y ventas industriales mostró, por segundo mes consecutivo, una recuperación tras sucesivas caídas a partir de fines del primer trimestre. A su vez, en octubre las importaciones de bienes de consumo, medidas en términos reales, continúan mostrando una moderada recuperación en términos de niveles.

Inversión

Los componentes de la inversión muestran señales mixtas en el margen, aunque la suma de antecedentes hacen anticipar mejores tendencias a futuro para el agregado. En lo que respecta al componente de maquinaria y equipos, luego de un débil tercer trimestre, en octubre las importaciones de bienes de capital tuvieron un incremento en volumen del orden de 20% anual, el mayor desde fines de 2002, aunque aún con niveles muy bajos en el margen. Al mismo tiempo, las ventas de bienes de capital crecieron cerca de 90% en septiembre, recuperando niveles similares a los máximos de 2003.

A su vez, información relacionada con el componente de obras de ingeniería para el año 2003 tuvo una corrección al alza respecto de la información previa. En efecto, el catastro de proyectos de inversión de la Corporación de Bienes de Capital de septiembre muestra una inversión 1,5% superior a la considerada en junio, con lo que para el año se espera un aumento de 9% en relación con el año 2002.

Para el año 2004, se estima que las obras de ingeniería crecerían alrededor de 11% respecto de 2003, aunque esta información contiene aún un importante componente de variabilidad.



El sector inmobiliario, de acuerdo con los datos de la Cámara Chilena de la Construcción, mantiene elevados niveles de unidades vendidas —por sobre las 1.000 mensuales—, toda vez que continúa con la reducción de los *stocks* por cuarto mes consecutivo. Ello a pesar de que en el dato puntual de septiembre se verificara una caída de 14,4% anual en las ventas de casas y departamentos. Fuentes alternativas, *Collect*, indican una trayectoria similar para las ventas, con promedios mensuales del orden de 1.600, y que la ubican por sobre los niveles máximos de 1999. Los permisos de edificación, en tanto, durante septiembre continuaron con los descensos de los meses previos, tanto en términos habitacionales como de establecimientos. Sin embargo, indicadores parciales adelantados, como los despachos de cemento y hormigón, han retomado una trayectoria creciente desde mediados de año, lo que podría anticipar una recuperación del mercado inmobiliario en el corto plazo.

Política fiscal

En agosto último, el balance global del Gobierno Central continuó presentando una tendencia creciente en el déficit, 0,9% del PIB medido como año móvil, el mayor de todo el año 2003. Los ingresos totales acentuaron la caída anual registrada en el mes previo, principalmente por la disminución de los ingresos tributarios netos, mientras que los gastos totales desaceleraron su crecimiento compensando el efecto anterior, debido principalmente a la desaceleración de la inversión pública respecto de los meses previos.

Por otro lado, la evolución reciente del precio del cobre abre interrogantes respecto de su efecto sobre los equilibrios fiscales de este año y de los definidos en la Ley de Presupuesto de 2004. Para el año 2003, se consideró una proyección del precio del cobre de US\$0,77 la libra, por lo que si se mantiene hasta fin de año el actual precio del metal se aseguraría un mejor balance global del Gobierno Central. Adicionalmente, el aporte de aproximadamente 0,1% del PIB de mayores ingresos tributarios provenientes del aumento del IVA, permitiría alcanzar el déficit efectivo proyectado para este año (–0,8% del PIB). Para el próximo año, el balance global proyectado (–0,6%) considera un precio del cobre promedio de US\$0,83 la libra. De alcanzarse un precio promedio de US\$0,90, este balance mejorará en algo menos de 0,5% del PIB.

En relación con la deuda pública, el Ministerio de Hacienda publicó recientemente cifras actualizadas, junto con una modificación metodológica menor del tercer *Informe de Estadísticas de la Deuda Pública* para el período 1990–junio de 2003. En este proceso, para mediados de 2003 la deuda bruta total del Gobierno Central como porcentaje del PIB no presentó cambios en relación con el año 2002, manteniéndose en 15,9%. Asimismo, y producto de cambios metodológicos, la deuda neta del Gobierno Central experimentó una reducción marginal desde fines de 2002 (8,6% del PIB) a mediados de 2003 (8,5%), mientras la deuda neta consolidada registró un alza de 0,6% del PIB en el mismo período, llegando a 6,7% del PIB.

Sector externo

Las proyecciones para noviembre indican que las exportaciones ascenderían a US\$1.760 millones (FOB), lo que representa un aumento de alrededor de 20% respecto de igual mes del año pasado. Las importaciones, por su parte, aumentarían aproximadamente 5%, al anotar valores por US\$1.520 millones (FOB). Con ello, el saldo comercial resultante estaría en torno a los US\$340 millones.

La información de octubre y la revisión de las proyecciones significaron que las estimaciones de quantum de exportaciones para el último trimestre del año tuvieran una corrección al alza respecto de la reunión anterior. Se estima que las exportaciones totales aumentarían su volumen en 5,7% en el período, por encima del 2,9% estimado el mes pasado. La principal corrección se produjo en los envíos mineros, en particular los de cobre, que se prevé aumentarán 4,8% en el período (–0,3% en octubre). Las exportaciones agrícolas e industriales, en cambio, tuvieron correcciones de signo opuesto, con caídas en el crecimiento de volumen estimado. Esto, y actualizaciones de información en trimestres previos, el aumento de volumen del total de exportaciones estimado para el año se modificó desde 5,9% en octubre a 6,5% en la actualidad.



Los quantum de importaciones en el último cuarto del año registraron una corrección al alza, esperándose una expansión de 12,8%, cifra superior en cerca de 4 puntos porcentuales a la estimada hace un mes. Esto se explica, principalmente, por el fuerte repunte que se espera para los volúmenes de las importaciones de bienes de consumo e intermedios, de 26,5% y 19,3%, respectivamente. Para las importaciones de bienes de capital, en tanto, se espera una caída de 0,7%, lo que es coherente con valores de importaciones de capital en noviembre-diciembre de US\$300 millones, similares a los observados en octubre. Con esto, se estima que las importaciones cerrarían el año 2003 con un crecimiento anual de volumen de 7,3%.

Mercado laboral

La información del trimestre móvil finalizado en septiembre de 2003 confirmó una tendencia a la normalización de la fuerza de trabajo secundaria y del autoempleo. A su vez, el empleo primario y la tasa de participación se mantienen estables durante el período.

Contrastando los niveles de empleo total y privado con los de septiembre de 2002, si bien ambos indicadores registran crecimientos (2,7% y 2,9%, respectivamente), su magnitud disminuyó con respecto a la exhibida en meses previos. Descontando los efectos estacionales, el empleo privado registró un menor descenso respecto de períodos previos, del orden de siete mil puestos de trabajo.

La tasa de desempleo desestacionalizada se situó en torno a 8,5%, cifra algo por debajo del promedio en lo que va del año y 0,1 punto porcentual menor que la de agosto. Según la información para el Gran Santiago de la encuesta de ocupación y desocupación de la Universidad de Chile, durante septiembre la tasa de desempleo registró una caída de 0,2 punto porcentual respecto de la medición del trimestre anterior y de 0,3 punto respecto de septiembre de 2002. Descontando efectos estacionales, esta tasa de desempleo es la más baja desde diciembre de 1998.

En el caso de la población primaria (hombres entre 25 y 54 años) la tasa de desempleo desestacionalizada se mantuvo en 6,5% por tercer mes consecutivo, luego de situarse en 6,4% entre marzo y junio. Cabe destacar que esta tasa venía registrando una trayectoria descendente desde principios de 2002, y la estabilidad que ha mostrado en los últimos seis meses da cuenta de que se mantienen las holguras de capacidad. Al compararla con la tasa de desempleo primaria reportada por la Universidad de Chile —ambas descontando efectos estacionales— se observa que existen diferencias tanto de niveles (alrededor de un punto porcentual para toda la muestra) como de trayectorias. En efecto, el desempleo primario del ente universitario, luego de alcanzar un máximo de 8,6% en marzo pasado, ha manifestado una trayectoria a la baja, situándose en septiembre en 7,9%. En el caso del INE, en tanto, el desempleo primario se estabiliza en las tres últimas observaciones en 6,5%.

En octubre, el indicador de vacantes revirtió marginalmente la caída del mes previo, manteniéndose así las expectativas de una lenta recuperación del empleo en los próximos meses.

En cuanto al empleo por categoría ocupacional, durante septiembre se registraron menores crecimientos anuales respecto de los meses previos, aunque manteniéndose aún en niveles elevados en el caso de los trabajadores por cuenta propia y familiares no remunerados (6,6% anual).

Al desagregar el mercado del trabajo según grupos poblacionales, se observa que durante septiembre continuó la caída de la tasa de desempleo del grupo mujeres. El dato de septiembre confirma la caída en la fuerza de trabajo femenina por cuarto mes seguido y, por ende, de la tasa de participación de este segmento. Sin embargo, a diferencia de lo sucedido el mes pasado, el nivel de desocupación femenino disminuyó en alrededor de cinco mil puestos.



IV. Precios y costos

En octubre el IPC tuvo una variación de -0,2%, a la vez que el IPCX aumentó 0,2% y el IPCX1 disminuyó 0,1%. Con esto, el incremento en doce meses del IPC llegó a 1,2%, mientras que el del IPCX e IPCX1 se situó en 2,0%.

Medidas alternativas de inflación subyacente, como el IPCX2 y las medias podadas del IPC, IPCX e IPCX1 tuvieron tasas variación en doce meses inferiores a las del mes pasado. En cuanto a la mediana del IPCX1, su variación mensual no presentó cambios respecto del mes anterior; por otro lado, la variación mensual del IPCX1, eliminados los efectos estacionales, tuvo una disminución respecto de septiembre. La caída en el precio promedio de los combustibles, sumada a un nuevo descenso del precio de los alimentos no perecibles y al aumento del precio de los perecibles por debajo de los patrones estacionales habituales, determinaron la baja inflación de octubre. Por otra parte, el aumento del IPCX fue producto del incremento en la tarifa del agua potable, por la entrada en funcionamiento de nuevos servicios de tratamiento de aguas, aumento que previamente se esperaba para noviembre. En el caso del IPCX1, que no considera tarifas, la variación estuvo en línea con los menores precios de los alimentos.

La evolución de los precios de los alimentos no perecibles continuó sorprendiendo en octubre. Luego de la caída de 1,4% que registraron en septiembre, se les sumó una de 1,1% en el mes recién finalizado. Con ello, la incidencia acumulada se ubicó en torno a -0,3 puntos porcentuales en la inflación IPC de septiembre y octubre. En ambos casos, la caída de precios aparece como un fenómeno generalizado que se asocia directamente con la mayor competencia en el rubro de los supermercados a partir de fines de agosto. De hecho, la distribución de las variaciones de precios mensuales de los alimentos no perecibles muestra un claro traslado hacia valores negativos en comparación con otros meses de 2003, lo que indica la generalidad del comportamiento.

La prolongación de esta competencia de precios estará sujeta, entre otros factores, a la posibilidad que tienen los principales actores del rubro de adecuar sus márgenes. Los datos de las FECU al segundo trimestre de 2003 indican que al menos uno de los dos principales competidores aplica un margen operacional del orden de 2% desde hace unos cinco años, con un margen de explotación cercano a 15% en el mismo período. Información similar para otros actores del mercado muestra una fuerte caída de los márgenes operacionales, aun en un contexto de mayores márgenes de explotación, lo que es indicativo de los ahorros de eficiencia en el caso del primer nombrado. Aunque no es posible establecer a priori el grado actual de maniobra respecto de sus márgenes, la caída de los precios de venta, sumada al aumento del IVA —aparentemente no traspasado en esta categoría— no hace pensar que se puedan sostener nuevas caídas de precios de consideración en adelante. Es así como el escenario de proyección de corto plazo continúa suponiendo que se trata de un *shock* sobre el nivel de precios por una vez, incorporando incrementos graduales en las proyecciones de noviembre y diciembre, aunque a tasas por debajo de las registradas en similares meses de años anteriores.

Un elemento que destacó del resultado de la inflación de octubre fue la sorpresa respecto de las estimaciones de mercado. Hasta el lunes 3, el rango de estimaciones iba desde 0,1% a 0,5%, amplitud similar a la que se observaba entre las respuestas a la encuesta de expectativas de comienzos de octubre (0,2% a 0,6%). Es posible que parte importante del error de proyección se origine en la distinta consideración del efecto que el aumento del IVA tendría sobre la inflación IPC. En cuanto a la proyección del Banco Central, se incorporaba un efecto de alrededor de 0,3 punto porcentual por el mayor impuesto, cifra que a la luz de los resultados no puede descartarse de plano. De hecho, los precios del IPC —excluidos los alimentos no perecibles— no muestran comportamientos distintos de lo esperado. Con todo, los meses venideros aportarán mayor información al respecto; por ahora, el escenario base continúa suponiendo un efecto del IVA en el IPC de aproximadamente 0,5 punto porcentual en el último trimestre de 2003.



Un factor que continúa siendo una noticia importante en relación con el *Informe* de septiembre es la caída del tipo de cambio. Como es habitual en el corto plazo, su efecto se traspasa a través de canales como los precios de los combustibles o las cláusulas de ajuste automático de los servicios regulados, que lo incorporan directa o indirectamente. La caída más reciente del valor del dólar implicaría una nueva caída en el precio del pasaje de la locomoción colectiva para diciembre, la que se sumaría a la ya ocurrida en octubre y la que se concretará a mediados de noviembre. Con esto, se estima que el efecto de la apreciación del tipo de cambio en la inflación del IPC, incorporando un nuevo cambio en la locomoción colectiva, es cercana a 0,3 punto porcentual en un plazo de seis meses, cifra que se reduce considerablemente para el IPCX1.

Por el lado de los salarios, en septiembre la tasa de crecimiento de las remuneraciones nominales retomaron la senda descendente mostrada desde mediados de 2002, con variaciones anuales, medidas por el índice de remuneraciones por hora y el índice del costo de la mano de obra, de 3,7% y 3,5%, respectivamente. Lo anterior es coherente con los seis meses de desfase en las cláusulas de indización y con los cada vez menores niveles de inflación que comenzaron a registrarse a partir del segundo trimestre de 2003. Cabe destacar que el costo nominal de la mano de obra mantuvo su crecimiento anual por cuarto mes consecutivo.

En cuanto a los costos laborales unitarios (CLU), septiembre marcó el tercer mes consecutivo de caída en su tasa de crecimiento anual, luego de los *peaks* de mediados de año. Esta evolución, coherente con el escenario considerado en el *Informe* de septiembre, obedece principalmente a una normalización de la productividad medida. Destaca el hecho de que los CLU medidos a partir del empleo de asalariados, empleadores y personal de servicio —medida más cercana a los grupos sobre los que se basan las estadísticas de salarios— muestran tasas de crecimiento anual por debajo de las habitualmente consideradas.

Los antecedentes disponibles a la fecha, señalan que la magnitud del reajuste de los salarios del sector público actualmente en negociación, será inferior a la considerada previamente, hecho que tendrá implicancias importantes sobre la inflación de los próximos períodos.

Las expectativas de inflación del sector privado, que se deducen del diferencial de tasas nominales y reales a dos y cinco años, muestran descensos del orden de 1 punto porcentual desde la anterior reunión, situándose en la actualidad en niveles de 1,6% y 1,8%, respectivamente. Por su parte, los resultados de la encuesta de expectativas al sector privado de noviembre señalan una inflación de 2,5% a un año plazo, cifra por debajo del 3,0% del mes pasado. Cabe destacar que, no obstante la menor expectativa promedio de los analistas, en noviembre se verifica una mayor dispersión de respuestas asociada a una mayor incertidumbre. A dos años plazo, la inflación esperada se mantuvo en 3,0%, tal como viene haciéndolo desde hace dieciocho meses.

Perspectivas de corto plazo

Estimaciones iniciales indican que en noviembre el IPC tendría una variación de negativa de 0,2%, con lo que su tasa de variación en doce meses descendería a 1,1%. Una importante baja del precio promedio de los combustibles, el recorte en la tarifa de la locomoción colectiva y la baja del precio del dólar explican este resultado.

Las proyecciones incorporan un supuesto del tipo de cambio de \$620 por dólar, menor al considerado en octubre (\$650 por dólar). Esto, en el corto plazo provoca efectos sobre los precios de los combustibles y las cláusulas de ajuste automático de los servicios regulados, aunque el impacto más visible es en una nueva rebaja del pasaje de la locomoción colectiva para diciembre, la que se sumaría a las caídas de octubre y noviembre. Con respecto a la influencia del incremento del IVA sobre los precios, se continúa suponiendo un efecto positivo de alrededor de 0,1 punto porcentual por este concepto para noviembre y diciembre.



El actual panorama de inflación IPC para el último trimestre de 2003 presenta un escenario de incremento anual que es entre 1 y 1,5 punto porcentual por debajo del estimado en septiembre. En particular, mientras en septiembre se estimó que la inflación promedio anual del cuarto trimestre sería de 2,5%, en la actualidad se espera que sea de 1,3%. Esta diferencia se explica por: (1) Un descenso adicional de \$20 en la tarifa de la locomoción colectiva (incidencia: -0,3 punto porcentual); (2) Caída en el precio de los alimentos no perecibles (incidencia: -0,3pp); (3) Precio del petróleo y de los combustibles por debajo de lo anticipado (incidencia: -0,4pp); (4) Tarifas de servicios públicos menores por la apreciación del peso (incidencia: -0,1pp); y (5) Precios de los perecibles aumentando por debajo de los patrones estacionales habituales (incidencia: -0,1pp). El efecto de estos cambios resulta menor sobre la inflación del IPCX e IPCX1, lo que explica que la diferencia de la estimación actual de estas variables sea menor respecto de septiembre de lo señalado anteriormente.

Con esto, el incremento anual del IPC para diciembre se ubicaría en 1,5%, mientras que el del IPCX lo haría en 2,2% y el del IPCX1 en 2,5%. Para fines del primer trimestre, la inflación anual del IPC tendría un descenso de nivel significativo, llegando a cifras cercanas a 0%, en parte importante por la alta base de comparación de iguales meses de 2002. El IPCX e IPCX1, en tanto, tendrían inflaciones de 1,2% y 1,9%, respectivamente (tabla 4).

Tabla 4
Proyección de corto plazo IPC e IPCX
(%)

	% var. anual			% var. mensual			petróleo (US\$/barril)	TCO (\$/US\$)	Micros (\$)
	ipc	ipcX	ipcX1	ipc	ipcX	ipcX1			
Oct	1,2	2,0	2,0	-0,2	0,2	-0,1	29,7	646	-10
Nov	1,1	2,0	2,3	-0,2	-0,1	0,2	28,4	621	-10
Dic	1,5	2,2	2,5	0,0	0,2	0,4	27,8	620	-10
2004									
Ene	1,4	2,0	2,5	-0,1	0,1	0,2	27,4	620	
Feb	0,7	1,7	2,3	0,0	0,2	0,3	27,2	620	
Mar	0,0	1,2	1,9	0,4	0,4	0,4	27,1	620	
Abr	0,4	1,1	1,9	0,2	0,2	0,2	26,8	620	

En esta ocasión se presenta un par de metodologías alternativas de proyección para el IPCX1. Por una parte, la estimación realizada a través de un vector autoregresivo (VAR) indica que la inflación anual del IPCX1 se mantendría en 2,0% por lo que resta de 2003, para descender a cifras de 1,5% a fines del primer cuatrimestre de 2004. Por otra parte, la estimación a través de modelos uniecuacionales para los distintos componentes del IPCX1, indica un aumento de la inflación del IPCX1 para fines de año, que se revertiría rápidamente a comienzos de 2004 (tabla 5).

Tabla 5
Proyección de inflación: Modelos alternativos
(% variación anual)

	IPCX1		IPCX		IPC	
	componentes	var	componentes	var	componentes	var
Oct	2,0	2,0	2,0	2,0	1,2	1,2
Nov	2,4	2,0	2,2	1,9	1,2	1,0
Dic	2,5	2,0	2,4	2,0	1,7	1,4
2004						
Ene	2,4	2,0	2,3	1,9	1,5	1,1
Feb	2,4	1,7	2,2	1,7	0,8	0,4
Mar	2,2	1,7	1,9	1,5	0,2	-0,1
Abr	1,9	1,5	1,4	1,1	0,4	0,1



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 55
Política Monetaria
13.11.2003 13.-

Proyecciones preliminares para el 2004 y 2005

Proyecciones de actividad: 2003-2005

(% variación anual)

	2003		2004		2005	
	IPoM	noviembre	IPoM	noviembre	IPoM	noviembre
PB	3,1	3,1	4,5	4,8	5,3	5,7
Demanda interna	3,3	3,2	5,6	7,5	5,8	7,2
Exportaciones Bs. & Ss.	5,7	6,0	6,4	5,8	5,1	4,2
Importaciones Bs. & Ss.	6,3	6,4	9,9	14,3	6,5	8,7
Ingreso nacional bruto	3,1	3,1	4,1	3,3	4,8	5,8
Ingreso nacional disponible real (1)	3,2	3,3	5,1	6,2	5,4	5,8

(1) Equivale al ingreso nacional bruto ajustado por términos de intercambio.

Proyección de cuenta corriente: 2003-2005

(millones de dólares)

	2003		2004		2005	
	IPoM	noviembre	IPoM	noviembre	IPoM	noviembre
Cuenta Corriente	-338,2	-326,9	-552,8	-993,8	-742,2	-2.325,1
(% PIB)	-0,5	-0,5	-0,7	-1,2	-0,9	-2,5
Bienes y servicios	1.884,3	1.967,5	2.022,3	2.318,1	2.268,3	1.028,1
Exportaciones bienes (FOB)	20.494,8	20.827,0	23.297,3	24.291,0	25.055,0	25.119,1
Importaciones bienes (CIF)	18.954,3	19.223,2	21.361,7	22.632,3	23.369,9	24.746,4
Servicios	-1.060,5	-1.060,5	-1.496,0	-1.017,4	-1.148,3	-1.178,0
Rentas	-2.659,3	-2.681,1	-3.045,9	-3.730,6	-3.500,0	-3.795,0
Transferencias	436,8	386,6	470,9	418,7	489,5	441,9

Proyección de Inflación 2004

(% variación anual)

	IPoM	Nov.
IPCX1	3,2	2,0
Ss. públicos	4,3	5,3
Carnes y pescados	2,6	2,3
Ss. Financieros	-1,2	-2,3
Micros	-1,3	-6,7
Indexados	1,5	0,9
IPCX	2,8	1,7
IPC combustibles	-4,5	-7,6
IPC frutas y verduras	-6,3	-7,2
IPC	2,1	1,2

Proyección de Inflación 2004-2005

(% variación promedio anual)

	2004	2005
IPoM	2,4	3,0
Noviembre	1,2	2,5
Incidencias		
Tipo de cambio	-1,2	-0,8
Márgenes	-0,2	0,0
Escenario externo	0,1	0,4
otros	0,1	-0,1



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

El señor Valdés señala lo siguiente:

1. En la reunión de política monetaria de octubre, el Consejo decidió mantener la tasa de política inalterada en 2,75%. Se observó que, aunque continuaba asentándose un mejor escenario internacional y había expectativas más positivas para la economía nacional, ello todavía no se concretaba en datos de actividad efectivos, pero sí lo hacía en los mercados financieros. También se consideró que las presiones de precios eran menores que las previstas en el último *Informe de Política Monetaria*.
2. Como se comenta en la Minuta preparada para esta reunión, desde la última sesión las noticias han sido sustantivas.
 - La inflación del mes anterior volvió a sorprender por lo reducida. En el caso de la inflación subyacente IPCX1, parte del registro continúa ligado a una compresión de márgenes en un sector particular (alimentos no perecibles) al igual que el mes pasado. Parte también se explica por la disminución del tipo de cambio. No hay evidencia de que el efecto del aumento del IVA esté siendo diferente al esperado.
 - Las proyecciones de crecimiento del mundo para el 2004 continúan aumentando, mientras el precio del cobre se ha ubicado en torno a US\$0.93-US\$0.94, casi 8 centavos más que hace un mes.
 - El tipo de cambio nominal continuó disminuyendo desde la última reunión, agregando una apreciación de casi 4%. Los diferenciales de tasas de interés y los movimientos de paridades son coherentes con la idea de una apreciación real multilateral más duradera y de magnitud similar a la apreciación nominal.
 - Las cifras de crecimiento han vuelto a estar en línea con lo esperado antes de las sorpresas que dio la minería el mes pasado, mientras la confianza de los consumidores y los indicadores de consumo continúan mejorando, a pesar de que el mercado laboral no revela antecedentes de estar recuperando dinamismo.
3. Los ejercicios de proyección realizados con los antecedentes acumulados son los siguientes:

Especificación	2003	2004	2005
Inflación IPC promedio anual	3.0	1.2	2.5
Inflación IPC diciembre	1.5	2.1	3.0
Inflación IPCX promedio anual	2.5	2.0	2.6
Inflación IPCX diciembre	2.2	2.5	3.1
PIB	3.1	4.8	5.7

4. Con estos antecedentes, las opciones de política monetaria que aparecen como más plausibles son *mantener* la tasa de interés o *disminuirla* en un monto acotado.
5. En esta oportunidad, la opción de *aumentar* la tasa de interés aparece como menos indicada. Aunque es posible argumentar que detrás de la apreciación cambiaria hay elementos que sostendrán una mayor expansión de la actividad, por ahora se estima que el impacto de esta mayor expansión ocurriría en un horizonte relativamente alejado, predominando en los próximos trimestres el efecto de menor inflación directa de la apreciación. De hecho, la proyección de inflación promedio para los próximos 24 meses se ubica cerca de 2% (1,8% el IPC y 2,3% el IPCX), pero la inflación a fines del horizonte de proyección llega a 3%.



6. Se puede justificar *disminuir* la tasa de interés por las implicancias que las noticias recientes —reducciones de precios y evolución del tipo de cambio— tienen sobre la trayectoria previsible de la inflación por los próximos 24 meses. Las proyecciones más recientes sitúan la inflación en el escenario base por debajo de 2% durante cuatro trimestres, llegando a 3% recién en el cuarto trimestre del año 2005. Considerando parámetros históricos, una rebaja de 50 puntos base que se mantuviera por dos años, permitiría aumentar la inflación promedio en 0,1% y 0,2% el primer y el segundo año, respectivamente. La inflación de fines del primer año aumentaría 0,1% y la de fines del segundo, 0,3%. Una reducción de tasas, por lo tanto, acercaría la inflación promedio a 3% en el horizonte de proyección.
7. Además de hacer frente a este panorama de menor inflación —que se proyecta bajo plena credibilidad—, se puede argumentar a favor de la conveniencia de acomodar la instancia monetaria de manera de evitar el sesgo contractivo que inducen las perspectivas de menor inflación dada una tasa nominal, o asegurar la credibilidad del ancla nominal.
8. En contra de esta opción hay varios argumentos que sopesar. En primer lugar, lo que se enfrenta son básicamente *shocks* de costos —reducción del tipo de cambio y sorpresas puntuales en el nivel de precios. En presencia de credibilidad plena, y más allá de los efectos de estos cambios, que se transmiten a través de cláusulas de indexación, en principio ellos solo alteran el nivel de precios y no la inflación. Ello se verifica en que las proyecciones a mayor plazo, en particular hasta fines de 2005 y comienzos de 2006, no son sustancialmente diferentes a las contenidas implícitamente en el IPoM. Se tendría un panorama radicalmente diferente si se enfrentara un *shock* de demanda, en que la inflación de mediano plazo se viera relativamente más afectada, o si la credibilidad en el ancla nominal estuviera en riesgo. Por el momento, en el cuadro actual no hay indicaciones concretas de que esté en peligro la credibilidad del ancla, por lo que no parece necesario aumentar el impulso monetario por esta causa.
9. En segundo lugar, respecto de la posibilidad de apresurar el proceso de cierre de holguras, y de esa forma ayudar a que la inflación vuelva más pronto a 3%, cabe considerar que, dados los rezagos habitualmente involucrados, un recorte de la tasa de política monetaria tendría efectos en momentos en que tal impulso no es particularmente necesario —el escenario internacional apuntala un crecimiento sobre el potencial en 2004-2005— y, como se comentó, tendría efectos menores en el cuadro inflacionario de 2004. Por otro lado, tendría efectos más relevantes al acercarse la inflación a 3%. También es importante tener en cuenta sus efectos más allá del horizonte de proyección. Aunque el horizonte de 8 trimestres es el relevante para fines de comunicación, una extensión no debería quedar completamente ausente del análisis.
10. En tercer lugar, y en un tema más relacionado a la táctica de la política monetaria, cabe considerar que, en el escenario central, es probable que un recorte de tasas no tenga una duración muy prolongada. Ello por el fuerte impulso monetario que existe en la actualidad y el escenario de mayor crecimiento que se va asentando. Los efectos de un recorte, por lo tanto, pueden no ser de primer orden y, más bien, arriesgan provocar mayor volatilidad. En este sentido, una reversión de política transcurrido un tiempo breve es costoso para la comunicación y comprensión de la política monetaria. Asimismo, una reducción de la tasa de política monetaria podría más tarde requerir alzas de tasas algo más agresivas, aumentando la volatilidad.
11. Además, y en relación con el efecto contractivo de una menor inflación esperada dado un nivel de tasas, cabe precisar que mantener la actual posición expansiva por un tiempo prolongado tiene, en principio, un efecto similar al de una rebaja de tasas. Ello evidentemente no se conseguiría si las tasas estuvieran en torno a su nivel neutral. Para que este mecanismo opere, en todo caso, es necesario que el mercado perciba que éste será el caso. La trayectoria que han seguido las tasas nominales a dos y cinco años, con una caída promedio de 100 puntos base en un mes, y las reajustables a cinco años, que se mantienen en niveles similares a los prevalecientes antes de las sorpresas inflacionarias,



dan cuenta de que el mercado está internalizando que el impulso monetario se mantendrá por más tiempo, a pesar de que no espera un recorte de tasas.

12. Por último, es importante destacar que, al igual que cuando la inflación superó el 4% y las políticas no reaccionaron mecánicamente, el hecho de que la inflación se ubique bajo 2% y ello no induzca reducciones automáticas, comunica de manera directa una parte del proceso de toma de decisiones. Sin embargo, hoy el desafío es distinto, debido a la persistencia con que se prevé que la inflación permanecerá bajo 2%. De esta manera, las eventuales acciones de política que adopte el Consejo en los próximos trimestres, tanto en su oportunidad como en su magnitud, serán especialmente reveladoras para el mercado de la forma como interpreta el Banco la meta de inflación actual.
13. Cabe finalmente mencionar cinco fuentes de riesgo que pueden ser relevantes a la hora de evaluar las opciones:
- una evolución de los costos salariales por debajo de lo anticipado, en particular debido a un posible menor reajuste del sector público;
 - innovaciones adicionales en el tipo de cambio;
 - un crecimiento mayor que el esperado, por ejemplo, si el nuevo escenario internacional provoca plenamente los efectos que se estiman sobre la base de datos históricos;
 - una reversión de las sorpresas en los precios de los bienes no perecibles; y
 - una mayor inflación internacional en dólares a través de las mediciones efectivas (IVUM), que hasta ahora se mantienen anormalmente desalineadas de las mediciones teóricas (IPE).

Si bien estos focos de riesgo tienen distintos efectos sobre la trayectoria de inflación, ninguno de ellos involucra, en principio, una disminución *sostenida* de la inflación, aunque sí podrían cambiar su trayectoria durante varios trimestres.

El Presidente ofrece la palabra para discutir las opciones.

El Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel, rescata los dos escenarios que planteó el señor Valdés - bajar o mantener - para dar sus argumentos.

Señala que entre los argumentos a favor de bajar la tasa de política monetaria está la gran novedad no anticipada de los últimos dos meses, que es la reducción en la proyección de inflación para los siguientes 24 meses. La proyección del IPC por debajo de 3% hasta fines del año 2005 constituye probablemente la desviación mayor y más persistente respecto del centro del rango meta para el horizonte de política que se ha observado desde que se fijó dicho centro en 3% hace un par de años. Más aún, el escenario base de proyección de inflación no incluye el reajuste de remuneraciones del sector público, que, si es de 2,7% reduciría la proyección de inflación en un 0,3% o 0,4% adicional en 2004 y algo menos a eso en 2005.

En segundo lugar, la proyección de la brecha del PIB respecto del PIB potencial se mantiene en valores negativos hasta el año 2006.

El horizonte de política es de 12 a 24 meses y éste es precisamente el período en el cual la inflación IPC será bastante más baja de lo anticipado y la brecha producto seguirá siendo negativa y no muy distinta de la que había antes de esta reunión hace un mes o en el IPOM de septiembre. Por lo tanto, cualquier regla de política razonable -que es función de las innovaciones en proyecciones de la inflación total IPC y de la brecha- sugeriría reducir la tasa de política monetaria ahora.

Tercero, las expectativas de inflación de mercado a todos los plazos se han corregido significativamente -sin precedentes históricos en estos niveles- a la baja: de 3,0% a 2,5% en doce meses (en la encuesta a analistas externos); a 2% a 12 meses (encuesta masas



de dinero) y a insólitos -y, por tanto, difícilmente explicables- niveles de 1,5% a 1,8% en la diferencia entre BCP-BCU a dos y cinco años, respectivamente.

Finalmente, señala que, aunque los mercados esperan, en general, una reducción de la tasa de política monetaria hoy, algunos analistas y algunos políticos proponen bajarla. El Senador Ominami y el ex Ministro Cáceres proponen reducirla. El Grupo de Política Monetaria corrige su recomendación de tasa de política monetaria en 25 puntos hacia abajo. Como las diferencias entre los niveles propuestos por el Grupo de Política Monetaria y el nivel que ha fijado el Banco no son estadísticamente y significativamente distintas entre sí, la recomendación del Grupo de Política Monetaria equivale a reducir la tasa.

Entre los argumentos en contra de una reducción de la tasa de política monetaria o a favor de mantenerla están los siguientes:

Primero, las proyecciones para el IPCX y el IPCX1 son más cercanas a 3% para los años 2004-2005.

Segundo, la causa principal de los bajos niveles observados y proyectados futuros radica en un doble shock de oferta, que combina un shock favorable de márgenes y el más intenso shock de apreciación cambiaria, aparentemente provocada por los mejores fundamentos externos que enfrenta la economía chilena. (Contra-argumento: aunque es un shock de oferta, sus consecuencias sobre el IPC total son muy persistentes en el caso actual, como se desprende de las proyecciones de inflación para 2005).

Además, se observa incertidumbre respecto de la persistencia del escenario externo favorable y, por tanto, sobre el nivel actual del tipo de cambio. La situación actual y las recientes medidas de política económica en Argentina y en Brasil, sugieren que el panorama regional sigue siendo altamente incierto. Por lo tanto, con un coeficiente de traspaso cercano a 0,2 en Chile, la apreciación no anticipada del tipo de cambio nominal en torno a 10% observada en el pasado reciente -que implica per se una reducción temporaria de la inflación en 2%-podría revertirse. (Contra-argumento: Existe un alto consenso en que las proyecciones de precios de commodities y de condiciones reales y financieras internacionales se mantendrán favorables y consistentes con las del escenario base).

Tercero, los efectos de una reducción de tasa de 50 puntos base sobre la inflación en los siguientes 12-24 meses son pequeños, una décima el año 2004 y dos décimas el año 2005. Aunque esto es verdad en todas las circunstancias, básicamente porque las elasticidades citadas no son condicionales a los niveles de inflación, brechas y tasas, se debe considerar esta baja magnitud del efecto en las actuales circunstancias, que serían de gran temporalidad de la eventual reducción de la tasa de política monetaria.

Finalmente, de reducirse la tasa hoy, las proyecciones (corregidas hacia arriba por los efectos de esta reducción) de acelerada recuperación de la actividad y gradual convergencia de la inflación hacia el centro del rango meta, requerirían de una pronta reversión completa de esta reducción, probablemente en tres o cuatro meses, y una posterior aceleración en el incremento de tasas hacia la tasa neutral de política, en comparación con un escenario de mantención de la tasa de política monetaria. Esto es difícil de administrar y aún más difícil de explicar a la opinión pública y a los mercados.

Por todo lo anterior, estima el señor Schmidt-Hebbel que, colocando las anteriores desventajas y ventajas de la mantención de la tasa en una balanza, se hace recomendable mantener la tasa de política monetaria en el 2,75% actual.

El Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic, señala que, aunque comparte en general el análisis y las alternativas presentadas por el Gerente de División Estudios, considera muy importante prestar mucha atención a los datos que muestran una declinación en las expectativas de inflación, los que se suman a los datos que sugieren que en el mercado laboral hay presiones salariales menores a las históricas y a las propuestas de algunos analistas de incluso revisar hacia abajo la meta de inflación del Banco Central. Sobre



esto, señala que hay que recordar que las proyecciones que se han presentado están hechas bajo el supuesto de plena credibilidad y que si ese supuesto no se cumpliera, es decir, se mantuviesen estas expectativas de inflación por debajo de la meta del Banco por un tiempo prolongado, retornar a la inflación meta tomará más tiempo de lo que se ha estimado. Por consiguiente, cree que más allá de la decisión que se tome, es muy importante, en esta ocasión, reiterar de modo particularmente fuerte, el compromiso del Banco con esa meta de inflación, de modo de dar un mensaje que ayude a orientar esas expectativas aparentemente desalineadas por el momento, sujeto a las calificaciones que hay que hacer respecto a imperfección de las medidas.

El Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera, señala que los datos más recientes están indicando que efectivamente las brechas que hay en la economía son relativamente amplias, o sea, hay una holgura por delante. Esta apreciación cambiaría que, a diferencia de cuando hubo una depreciación no se traspasó a precios, ahora, sí se traspasa muy rápidamente a una menor inflación, en distintos componentes. Cree que eso es sintomático y que todavía hay sectores en el área de comercialización que están con exceso de capacidad. Más aún, si esos sectores están con números negativos, puede ser precisamente porque están financiando todavía un exceso de capacidad y absorberlo les da holgura para mantener sus márgenes de comercialización bajos y tratar de maximizar volúmenes durante algún tiempo porque ya tienen hecha la inversión. Lo mismo, dice, pasa en el área del empleo. Se continúa observando salarios reales que estarían, en el margen, ajustándose hacia abajo o con un menor crecimiento, una recuperación de la productividad, o sea, todo eso indica que, en realidad, hay bastante espacio para que la economía se pueda expandir sin riesgo inflacionario importante. Ahora bien, con las proyecciones que se tenía, a junio del próximo año se estaría viendo con la inflación sobre el 3%. Coincide con el señor Schmidt-Hebbel de que es difícil explicar ese movimiento en V, no cree que haya mucho espacio hacia abajo, posiblemente haya uno hacia abajo para bajar la tasa, pero cree que esos son movimientos muy finos y, el más grueso es que dentro de un horizonte intermedio se van a observar movimientos al alza de la tasa de interés. Por consiguiente, lo que parece más congruente en ese escenario es afirmar la mantención de la tasa por un tiempo mayor y esperar y seguir observando la evolución de la economía.

El Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann, destaca un factor de riesgo adicional, referido al comportamiento del precio del petróleo. Señala que ésta ha sido una variable particularmente volátil. Indica que hacia el próximo año el escenario base considera un precio de 26 dólares el barril que, si bien no representa un cambio respecto a lo que se presenta en el último IPOM, hay que destacar que es una posición relativamente conservadora en el contexto de otros bancos de inversión e instituciones especializadas. Menciona el hecho que el movimiento del precio del petróleo en cualquier dirección podría tener consecuencias en las proyecciones de inflación, por lo que es una variable importante a monitorear con detención durante el año 2004. Independientemente, de la decisión que se tome respecto a la tasa de política, señala que no cabe duda que lo central está en el comunicado de la decisión que definitivamente se tome. Esto, por cuanto la situación que hoy día se enfrenta en términos de la decisión es especialmente compleja, en el sentido de que en los próximos meses se espera que la inflación se mantenga por debajo del 2%.

El Gerente General, don Camilo Carrasco, hace presente que le da bastante importancia que en las proyecciones de corto plazo, 6 meses, 8 meses, se van a ver inflaciones realmente muy bajas, llegando probablemente a 0% en la inflación de doce meses. Cree que el Banco va a tener dificultades en dar argumentos suficientes como para mantener la tasa. Piensa que, por otro lado, en el horizonte de política, el riesgo de que se supere el 3% es cero. Por consiguiente, tiende a pensar que la lógica indica que se debería hacer un movimiento de tasa a la baja. No le ve peligro alguno y le parece que si se es simétrico con las veces que se ha subido la tasa, en esta oportunidad hay suficientes argumentos como para bajarla.

El señor Ministro de Hacienda cree que entre los presentes existe un consenso mucho mayor que el que se encontraría afuera respecto a lo virtuoso que ha sido el nuevo marco de política macroeconómica, marco que, por algunas razones, está siempre sujeto a crítica. Desea recordar algo por todos sabido, pero señala que es bueno enfatizar y es que en



el marco actual, la política fiscal se ha atado las manos en términos de ser proactivamente contracíclica. Es moderadamente contracíclica o como la bautizó la OCDE es más bien casi neutral, es claramente no procíclica, pero tampoco es marcadamente contracíclica respecto de otros marcos como el del Banco de Inglaterra o incluso el Banco Central Europeo.

Señala que a ninguno de los presentes se les escapa que, en ese marco, la política monetaria es la única llamada a efectuar los movimientos contracíclicos que el espacio de la política macroeconómica puede hacer, esto es, aquellos que no vulneran esas restricciones que están dadas por elementos estructurales. Por eso, señala que, en primer lugar, se necesita una política monetaria muy proactiva, de lo contrario, obviamente la tendencia a hacer más activismo fiscal va a crecer en el tiempo. Y en segundo lugar, para armonizar bien los objetivos de empleo e inflación, es necesario que la política monetaria sea absolutamente simétrica, y pregunta a los presentes si podrían mantenerse relativamente tranquilos con una tasa de instancia monetaria constante y sin ninguna ulterior comunicación. Si se estuviera en un escenario en que se prevé que en tres trimestres consecutivos se va a estar arriba del 4%, en que la economía tiene ya por años acumulado un gap negativo, en que recientemente se hubiera dado una importante depreciación cambiaria, pero que hubiere expectativas de que la economía va a comenzar a decaer en lo sucesivo y algunas indicaciones preliminares, consulta si se podría, en esas circunstancias, tener el pulso lo suficientemente firme para mantener la tasa o creer que mantener la credibilidad y el ancla los llevaría casi irrenunciablemente a subirla. Sugiere que se hagan la pregunta, porque de alguna forma, lo que ahora hagan va a tener que, en el futuro, ser simétrico con lo que decidan en una situación inversa si es que se comparte que es virtuoso para la economía chilena el que sea la política monetaria la que juegue el rol contracíclico y no la fiscal. Agrega que hay un argumento que últimamente se ha dado que tiene peso, pero que hay que ser cauteloso al respecto, que es el problema de la credibilidad del Banco cuando todo hace intuir que en el mediano plazo o corto a mediano, la tasa va a ir en una dirección contraria a lo que la conjetura hace en el spot respecto a la misma tasa. Esto es ¿tiene sentido bajarla ahora cuando se sabe que en algún momento, en el futuro, la dirección tiene que ser ineludiblemente para arriba? Entonces, dice, el problema que tiene esa forma de razonar es que, si se entiende que esta economía va a funcionar en ciclos, porque va a tener shocks internos y externos, hay alguna función óptima de política monetaria que va a tener que ser necesariamente cíclica, o sea, va a tener que seguir más o menos el ciclo de los shocks reales o financieros. Si se piensa un poco el argumento, cuando se está acercando a la parte más baja o acercándose a la parte más alta, este trade off de no seguir subiendo porque la probabilidad de que el siguiente movimiento sea en la dirección opuesta, es cada vez más difícil. Por eso, un exceso de cautela puede llevar a que se desvíen de la política óptima y se corte antes de tiempo por el miedo a tener que cambiar de signo; entonces van haber puntos de inflexión en la política monetaria si es que se cree que ésta tiene que hacer el papel contracíclico en este marco de política estructural y si se está siempre con mucho miedo a que el próximo movimiento sea para el otro lado, se va a tender, necesariamente, a cortar la secuencia de baja o la secuencia de alza antes de lo que sea óptimo.

Por último, señala que tal como lo ha venido sosteniendo en todas las últimas reuniones, la parte que le parece más incierta de las proyecciones es lo que se refiere al tipo de cambio. Recuerda que en estas mismas reuniones cuando se analizaba una potencial aceleración del escenario externo y, consiguientemente, una aceleración de la demanda interna, se planteó que el supuesto de estabilidad del tipo de cambio no parecía enteramente consistente con esa realidad y ha sido lo que ha tendido a ocurrir. A diferencia de las tasas largas, en el caso de las cortas son dos instancias que las determina la política, no el mercado. Es cierto, dice, que la tasa es baja, pero no es menos cierto que se vive en un momento de tasas extraordinariamente bajas a nivel mundial, por tanto, también hay que tomar debida cuenta de ello.

Por consiguiente, lo que le preocupa es que se pueda estar manteniendo una política que dada la de los demás, y que es relativamente evidente que se está en una posición cíclica más atrasada que otras economías como la economía americana (hay un gap mucho mayor), y que los incentivos para la entrada de capitales tanto producidos por las tasas cortas cuanto por el esperable rendimiento de los activos conforme la economía acelere y si tiene más



gap tiene más potencial de aceleración ésta que las otras, conduzca a un escenario de ulterior apreciación del peso, con lo cual se puede tener nuevamente otra reunión en que se tenga nuevamente otra desviación relevante.

Por todo lo anterior, sugiere que se considere bajar la tasa porque no le parece que cuando continuamente se ha estado discutiendo que el objetivo central del Banco Central es la tasa de inflación, se conjeture implícitamente diciendo "qué importa que la tasa de inflación esté un poco baja si total la actividad va a ir subiendo", es decir, o se está en el lado de la actividad o en el lado de la inflación. No se puede estar en el lado de la inflación cuando está hacia arriba y en el lado de la actividad cuando la inflación está hacia abajo. Pero advierte que no le parece indispensable tampoco que sea la única o la obvia alternativa, también se sentiría bastante cómodo con una decisión de mantener, en la medida en que esta decisión esté acompañada de alguna suerte de comunicación, que las innovaciones que se han realizado, claramente, permiten al Banco mantener una política estimulativa y, continuar fomentando el despegue de la demanda interna con un espacio más prolongado de lo que se visualizaba hasta ahora.

El Presidente, señor Corbo, manifiesta que, efectivame, han habido sorpresas importantes en la parte inflacionaria por el tipo de cambio que es imposible predecirlo. Son noticias que afectan al tipo de cambio nominal que están muy asociadas a las expectativas que tenía la gente con respecto al cobre. Cree que todavía quedan incertidumbres importantes con respecto al precio del petróleo y también en relación a los países vecinos. Señala que el gobierno argentino anunció un reajuste de remuneraciones y la gente cree que esto va a producir un salto en la inflación. En Brasil, se ha tenido noticias que el Banco del Estado va a comprar la principal empresa de acero. Todo lo anterior produce ruido, por consiguiente, no se sabe cuánto se pueda revertir la parte cambiaria. Cree en la segunda opción que es la de mantener la tasa ahora, recomienda observar más, pero con un statement de que la inflación proyectada ha tenido una caída, lo cual hace pensar de que el estímulo monetario se va a mantener por mucho más tiempo, lo que va a empezar a recolectar los beneficios inmediatamente porque el mercado va a tener circulación. Esto tiene la gran ventaja de tener un poco más de espacio para ver qué sucede en los meses que siguen. Estima que esta opción tiene muchos más elementos de seguridad ahora, por tal motivo hay que ser cuidadosos, no hacer mucho ruido y siguiendo con la idea de que la política monetaria en Chile ha sido tremendamente facilitadora del rol del ajuste, su rol contracíclico que ha jugado en forma importante. Por todo lo anterior, concuerda en mantener la tasa con una visión hacia más adelante.

El Consejero señor De Gregorio manifiesta lo siguiente: Los antecedentes proporcionados por la Gerencia de División Estudios son bastante definitivos respecto de la actual coyuntura. Las perspectivas de crecimiento han mejorado de manera importante durante los últimos meses, ayudados en gran medida por un auspicioso escenario externo. Sin embargo, en materia inflacionaria, los antecedentes muestran que si bien en el horizonte de proyección la inflación se aproxima a 3%, se estará sistemáticamente durante los próximos dos años por debajo del centro del rango meta y fuera del rango prácticamente durante todo el año 2004, y ese debería ser el elemento central a tomar en cuenta respecto de la decisión de hoy.

Este escenario tiene alguna similitud, aunque en la dirección opuesta y como se argumentará después, con menores incertidumbres al que se enfrentó hace un tiempo cuando la depreciación del tipo de cambio alcanzó sus niveles máximos y ponía en riesgo la meta de inflación. Dado que en esos momentos se pensó que el tipo de cambio había sobreaccionado, se decidió intervenir en el mercado cambiario, lo que resultó exitoso desde el punto de vista de estabilizar el valor del peso. También en esos momentos se pensó que, de persistir las presiones cambiarias, tal vez habría que subir la tasa de instancia para evitar un desanclaje de la inflación.

Sin embargo, hoy día la coyuntura presenta menores incertidumbres. El tipo de cambio se ha apreciado, y si bien podría rebotar a niveles más altos, es difícil que alcance niveles que pongan en riesgo la meta de inflación por la parte superior del rango. En el horizonte de proyección la inflación iría subiendo muy suavemente para converger al centro del



rango meta sólo a fines del año 2005 o principios del año 2006 y estas proyecciones han sido hechas con un reajuste del sector público aparentemente holgado. En consecuencia, cree que hay argumentos sólidos y consistentes con la política de metas de inflación, para bajar las tasas de interés. El objetivo debe ser simétrico, y cree que de estar en la situación opuesta se estaría subiendo la tasa de interés. Piensa que se podría argumentar sobre una posición levemente asimétrica si se pensara que un desvío en la parte superior genera más fácilmente un desanclaje. Subir de 4 a 6 a 8 es más fácil que de 2 a 0 o a -2. Sin embargo, cree que aún es prematuro sostener esa interpretación ya que requeriría rediscutir con mayor profundidad el objetivo de inflación. La opción de baja de tasas se ve reafirmada por el hecho que a principios del próximo año se estará con tasas anuales de inflación, transitorias en todo caso, de 0%, e incluso podrían ser negativas.

En ese momento, habrá una fuerte discusión sobre la conveniencia de bajar las tasas de interés, aunque probablemente, y tal vez deseablemente, ya se verá la inflación convergiendo al centro del rango meta a fines del horizonte de proyección, lo que descartaría dicha opción, porque el dilema es hoy día y no en unos meses más. Asimismo, se discutirá la conveniencia de bajar el rango meta, lo que a pesar de ser tentador, pondrá en serios aprietos la credibilidad de ajustar la meta a las proyecciones, y no actuar en la dirección opuesta.

Se podría argumentar que lo más conveniente sea mantener la tasa actual por más tiempo, lo que no se puede descartar a priori, ni tampoco comprometerse a priori. Esa no es la forma en que se conduce la política monetaria. El compromiso es revisar la coyuntura mes a mes, y decidir sobre esa base los movimientos de tasa. A lo sumo se pueden usar sesgos, pero no por más de un mes.

Por todo lo anterior, cree que hay un caso muy fuerte para proponer una rebaja de tasas. Sin embargo, piensa que también hay argumentos para recomendar su mantención.

En primer lugar, el mercado no espera una baja de tasas, lo que indica que aunque han desplazado sus expectativas sobre la fecha en la cual se subirán las tasas, aún no se comprende en plenitud el marco de políticas. De hecho, el argumento más importante para prevenir una baja de tasas es que la actividad se está recuperando sólidamente y a una velocidad mayor a la esperada. Pero ese no es el punto. En la medida que dicho mayor dinamismo no se traduce en presiones inflacionarias, y es eso lo que se esperaría que el mercado comience a percibir y a entender lo que es nuestro esquema de política monetaria.

Otra razón para mantener las tasas es que en un plazo moderado, y tal como se anticipó en el último IPOM, la expansividad de la política monetaria se comience a revertir. No sería prudente bajar las tasas para comenzar luego a deshacer dichas rebajas. Pero como señaló anteriormente, cree que sería más saludable bajar las tasas hoy que esperar a los meses en los cuales la inflación esté sustancialmente por debajo del rango meta, período en el cual estaremos sometidos a un cuestionamiento de nuestra credibilidad por estar muy desviados del rango meta y no se puede descartar que estén enfrentados a la decisión de bajar tasas, además cree que esto se puede solucionar con una reversión que si bien se pospone, puede ser más acentuada y con mayor agresividad en la parte alta del ciclo tal como se hizo el año 2002 con las bajas de tasas de interés.

Por último, piensa que el argumento más válido para mantener una posición de cautela es que el riesgo del nivel de actividad sea a un mayor crecimiento que incluso el que se espera hoy, lo que no es para nada descartable, y por lo tanto, se estaría subestimando la trayectoria inflacionaria.

Hoy día se está enfrentado a una situación compleja, de las más complejas que han sucedido. Existe una política monetaria muy expansiva, y aún así la inflación se desvía del rango meta. Agregar expansividad es tal vez inefectivo y riesgoso, pero es probablemente la decisión más ajustada al esquema de metas de inflación.

Es en esta ocasión, dice, donde enfrentamos el dilema de cuánto confiar en los modelos de proyección, los cuales mecánicamente sugerirían un relajamiento, y cuánto dejar a



nuestro juicio. En este último caso, y al evaluar los riesgos si se concluye que es muy probable una aceleración mayor de la actividad, la conclusión sería mantener una posición de cautela mientras se materializa dicho escenario, el que conduciría a una disminución de la expansividad de la política monetaria. Cree que de decidirse por lo último, tal vez se debería incluir un sesgo en el comunicado.

Como se señala en las Opciones de Política Monetaria en las decisiones actual y venideras se testeará efectivamente el significado de la meta y será revelador respecto de cuanto toleramos desviaciones por debajo del rango meta, las que de acuerdo a las proyecciones de la División Estudios ocurrirán a lo largo de todo el próximo año.

El Consejero señor Desormeaux señala que comparte en su plenitud la recomendación de la Gerencia de División Estudios haciendo presente sus felicitaciones por tratarse de un informe especialmente completo en una situación que, como han dicho los anteriores participantes, es bastante compleja y más compleja aún de comunicar. Comparte el que se esté enfrentado fundamentalmente a un shock de oferta porque se sabe, meridianamente bien, que la política monetaria no es la herramienta adecuada para enfrentarlo, pero esto se ve complicado por el hecho que la duración de esta inflación por debajo de nuestra meta es bastante larga. Sin embargo, está claro que si se hace fine tuning se puede correr un riesgo de introducir mayor volatilidad en la tasa de interés y en el propio nivel de actividad. Recuerda que las tasas largas ya han bajado, de manera tal que la expectativa de lo que puede hacer un movimiento en la tasa no es muy grande, pero el argumento que más le convence de todos los argumentos que el Departamento de Estudios ha incorporado, es aquél del mensaje que se transmita con la decisión que se tome hoy día. Señala que si el Banco Central actúa de una manera simétrica a la que se hizo el primer trimestre de este año cuando con una inflación por encima del 4% no se movió la tasa, se está comunicando, precisamente, cuál es nuestra función de reacción, cuál es en el fondo el marco de política en el que aquí se opera y cree que eso tiene un valor en sí mismo en el sentido de ir educando al público en anticipar de alguna manera la forma en que el Banco Central actúa.

Desea agregar algunos elementos adicionales que tienen que ver con escenarios de riesgo, uno de los cuales también acaba de mencionar el Consejero De Gregorio. Le preocupa, precisamente, la posibilidad de que se esté siendo, esta vez, un poco conservadores de la estimación de la reactivación de la economía chilena. Quiere poner acento en dos indicadores: los indicadores de demanda interna y los indicadores de ingreso nacional disponible que están en la minuta del Departamento de Estudios, en la cual aparece la demanda interna creciendo en 7,5% el año 2004 y en 7,2% el año 2005 y esto respaldado por un incremento del ingreso nacional disponible real de un 6,2% en un caso y 5,8% en el otro. La verdad, dice, es que esos incrementos del ingreso disponible real están condicionados por la estimación de crecimiento del PIB y los aumentos determinados en los términos de intercambio. Pero como lo dijo el Departamento de Estudios brevemente, en realidad, ellos morigeraron un poco lo que es la respuesta promedio que se ha tenido ante ciclos de recuperación de la economía mundial. Ese resultado pudo haber sido algo mayor y con el ingreso nacional disponible creciendo en promedio 6% en ambos años y la demanda interna a 7,5% o más de 7%, la posibilidad de que el PIB crezca a tasas del 6% o más en ambos años no se puede descartar, de hecho, en un ambiente de mucha liquidez, de un mejoramiento significativo de expectativas, que la recuperación de la economía chilena fuera especialmente más rápida y le preocupa, porque esto naturalmente significará un acortamiento de brechas y la necesidad de revertir cualquier decisión de baja de tasa de una manera muy rápida y que se pueda pagar un costo de credibilidad con ello.

Señala que no mencionará el petróleo que también ha sido citado, porque es más difícil de prever su evolución, pero sí quiere mencionar otro tema que citó el señor Presidente y es que la recuperación de América Latina, que ha tenido mucho que ver con la trayectoria del tipo de cambio, es en extremo frágil. Bastaría un aumento de los spreads soberanos en los mercados de bonos o un aumento de las tasas de interés internacionales de alguna magnitud, para que haya un serio problema nuevamente de sostenibilidad de las cuentas externas de países importantes de América Latina. Si se suma a eso que la economía



norteamericana puede verse obligada a una desaceleración importante el año 2005 en un esfuerzo por reducir su déficit fiscal, la verdad es que hay dos elementos que introducen mucho riesgo y pueden hacer que parte importante de la caída del tipo de cambio se revierta.

En suma, observa que el beneficio que se podría obtener de la baja de tasas de interés es pequeño y el riesgo de introducir más activismo en la política monetaria hoy día es grande y, por lo tanto, también prefiere reafirmar la tasa de política y dar una señal en el sentido de que ésta va a ser más duradera, lo cual tiene también los beneficios que aquí se mencionaron.

El Vicepresidente señor Marshall desea hacer tres breves comentarios que son aditivos a lo que se ha mencionado. En primer lugar, le preocupa el hecho de que haya sido el dólar el tema de las últimas semanas, por tanto, hay dos posibilidades de ver un movimiento a la tasa: el prisma podría ser que el Banco Central esté tratando de compensar el dólar o que esté tratando de ajustar su política a la inflación. Cree que sería bastante negativa la primera lectura porque toda la ganancia que existe por explicar a través de hacer funcionar el esquema de política en una dirección, se pierde en la otra. Manifiesta que la gente o una parte del mercado puede pensar que, en realidad, la tasa de interés ahora es para asegurar tener un cierto nivel del dólar. Entonces, su primer comentario es que mantener la tasa refuerza la flotación hoy día, independiente de mantenerla desde el punto de vista de la inflación, desde el punto de vista de la flotación, la refuerza, o sea, lo que le está diciendo al mercado es que la tasa de interés no es el instrumento para el tipo de cambio.

En segundo lugar, señala que si se toma las proyecciones del Departamento de Estudios, resulta que las proyecciones son todas al alza en materia de crecimiento para los próximos años, por consiguiente, uno dice hay dos posibilidades. Una es que las brechas se cierran más rápido y la otra es que el producto potencial se va a estar revisando al alza por los Tratados de Libre Comercio. Las conferencias de prensa de las empresas las últimas tres semanas han sido solamente para anunciar inversiones, lo cual no es menor, y no sería raro que haya una corrección al alza en la capacidad de producción. Si es así, quiere decir que la tasa neutral de la economía está subiendo y si se está manteniendo la tasa, se está haciendo aún más expansiva la política. Desea tratar un poco ese punto de decir respecto de qué, en estos momentos, se hicieron nuevas proyecciones, pero en esas nuevas proyecciones no se corrigió la tasa neutral, se mantuvo. Cree que hay algo ahí que probablemente no es el momento de entrar en discusión, porque no se ha tratado, pero cree que es importante mencionarlo.

Su tercer comentario se refiere al gráfico final de la trayectoria, o sea, que la comparación relevante no es la comparación con el IPOM. Si se observa el IPOM de hace algunos meses y se observa la nueva proyección, ésta resulta muy impactante. La comparación relevante es ver la trayectoria de las variables con 25 puntos base menos y con la tasa actual, tanto desde el punto de vista de las tasas como desde el punto de vista de la inflación, y ahí es donde el balance que hay entre esas dos trayectorias, la trayectoria con una reducción o la trayectoria con la tasa actual, desde el punto de vista de la recuperación de la actividad económica, dado que la inflación está bajo control, le da la impresión de que por opción, más que por decisión -normalmente el Banco Central decide- en esta ocasión diría que el Banco Central opta por mantener porque es una trayectoria que personalmente cree más coherente con la recuperación de la actividad.

Termina el señor Marshall enfatizando esos tres elementos: el factor flotación que, a su juicio, no es menor hoy día porque se está discutiendo y se va a seguir discutiendo; el factor tasa neutral y el mirar esto como dos trayectorias para distintas magnitudes y dentro de esas dos trayectorias la pregunta, más que cuál es amenaza para la inflación, es cuál ayuda más a la recuperación y, a su juicio, el Banco Central debe optar por mantener la tasa porque le da mayor perspectiva y estabilidad a las variables financieras, a los agentes económicos, a los mercados, y eso ayuda a la reactivación. Cree que esos son los argumentos adicionales a los que ha escuchado.



El señor Ministro de Hacienda señala que para el gobierno una trayectoria más plana de tasas a futuro o una baja ahora no le parece una diferencia demasiado sustancial. Agrega que hay otro argumento en favor de mantener y es que durante la reunión pasada se evaluó la posibilidad de mantener o de subir y entiende que eso es público. Es cierto, dice, que la innovación ha sido fuerte, no tan impredecible tampoco, por lo tanto, le parecería que un argumento de cautela, que avala la idea de mantener la tasa -que no se sabe si la innovación puede revertirse parcialmente, mantenerse estancada o profundizarse- le parece adecuado, pero con el mismo énfasis que, si en la próxima reunión la innovación del dólar continúa en el mismo sentido, al menos sus argumentos en pro de la baja van a tener más fuerza y no porque crea que la política monetaria tiene que ser la forma de intervenir el tipo de cambio, sino porque una trayectoria más marcada del peso hacia su fortaleza va a condicionar la trayectoria de la inflación.

El Presidente señor Corbo manifiesta que otro argumento adicional es que la gente va a empezar a ver cifras de crecimiento cada vez más fuerte en la parte de importaciones reales. Cree que hay un riesgo, lo mismo que decía el Consejero De Gregorio, que el crecimiento se acelere por encima de lo hoy proyectado, con lo cual se acortan más rápido las brechas.

El señor Ministro de Hacienda opina que pueden haber innovaciones más fuertes en la demanda, pero también es cierto que pueden haber nuevas innovaciones en el tipo de cambio, o sea, que a una economía más dinámica le corresponda un peso cada vez más fuerte, sobre todo si la tasa está por arriba de la de Estados Unidos.

El Consejero señor De Gregorio concluye en que al escuchar los argumentos en una política de metas de inflación donde el objetivo se articula en torno a la inflación y no al producto, está convencido de que habría que bajar la tasa de interés. Cree, sin embargo, que existen elementos de juicio sobre la fragilidad de las proyecciones a futuro que pueden sugerir cautela. Lo que sí quiere advertir es que es probable que si el escenario actual se consolida y hay más presiones a la baja de la inflación, en particular por lo que resulte del reajuste al sector público, y al mismo tiempo se da con mejores cifras de actividad, el dilema que se está enfrentando hoy, es decir, una economía relativamente fuerte con inflación cayendo se va a profundizar. El dilema se va a repetir. Sumado todo esto y dada la discusión, cree que es importante de que esta decisión sea unánime y vota por mantener la tasa de política monetaria.

Se somete a votación las opciones presentadas, manifestando los Consejeros su decisión de mantener la tasa de política monetaria.

En mérito de lo anterior, el Consejo, por la unanimidad de sus miembros, adopta el siguiente Acuerdo:

55-01-031113 – Tasa de Política 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, don Nicolás Eyzaguirre y la señora Bernardita Piedrabuena K.

V. Comunicado

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

Desde la última reunión se ha acentuado el aumento en los términos de intercambio y ha continuado el mejoramiento del panorama de crecimiento mundial para el próximo año, mientras se mantienen condiciones financieras internacionales positivas. Estos factores, unidos a mejores expectativas internas, reafirman el panorama de mayor crecimiento de la actividad previsto para los próximos trimestres.

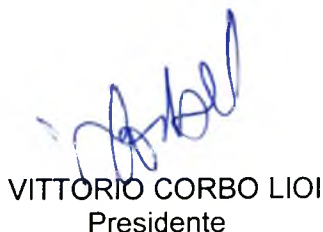
En cuanto a la inflación, los últimos antecedentes indican que las presiones de precios se han atenuado. La inflación del IPC se encuentra bajo 2%, mientras la inflación subyacente se ubica en la parte baja del rango meta. La reducción de la inflación es más intensa de lo previsto, debido a la incidencia transitoria de factores de oferta, especialmente el tipo de cambio y los márgenes de comercialización. Por lo anterior, las proyecciones de inflación para el próximo año se ubican en la actualidad en torno a un punto porcentual por debajo de lo anticipado en el último Informe de Política Monetaria. Con todo, la proyección de inflación a fines del horizonte de política converge al 3%.

A la luz de los antecedentes disponibles, el consejo considera que las condiciones monetarias expansivas pueden extenderse por un tiempo mayor que el previsto con anterioridad. No obstante, 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 estable, centrada en 3%.”

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 19,15 horas.



JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente



VITTORIO CORBO LIOI
Presidente



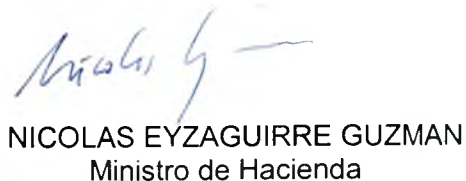
JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero



MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera



JOSE DE GREGORIO REBECO
Consejero



NICOLAS EYZAGUIRRE GUZMAN
Ministro de Hacienda



JORGE COURT LARENAS
Ministro de Fe (S)



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION DE POLITICA MONETARIA N° 56
Celebrada el 11 de diciembre de 2003

En Santiago de Chile, a 11 de diciembre de 2003, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Vittorio Corbo Lioi 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 la Ministra de Hacienda Subrogante, señora María Eugenia Wagner Brizzi.

Asisten también los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Jorge Court Larenas;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga;
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de Comunicaciones Institucionales, don Eduardo Arriagada Cardini;
Secretaria Ejecutiva del Gabinete de la Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo;
Jefe de Prosecretaría, doña Cecilia Navarro García.

I. Resolución sobre Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 55, celebrada 13 de noviembre de 2003.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo el Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 55, celebrada el 13 de noviembre de 2003, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

II. Resolución sobre Minuta correspondiente a la Sesión N° 55, celebrada el 13 de noviembre de 2003.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo la Minuta correspondiente a la Sesión N° 55, celebrada el 13 de noviembre de 2003, la que se aprueba sin observaciones.

III. Fecha Sesión de Política Monetaria del mes de junio de 2004.

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de junio de 2004, para el jueves 10 de ese mes.

IV. Exposición.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, señala lo siguiente:



SÍNTESIS DEL MES

Desde la reunión de política monetaria de noviembre, se ha afianzado buena parte de las tendencias que en ese momento marcaban diferencia con el diagnóstico del *Informe* de septiembre. Por un lado, el escenario externo, en particular los términos de intercambio y el panorama de crecimiento, ha seguido afianzándose, en un entorno de estabilidad financiera global. Por otro, en noviembre la trayectoria efectiva de la inflación se ubicó nuevamente por debajo de lo esperado, aunque con menores sorpresas que en meses previos. Ello, junto con la fortaleza más sostenida del peso, ha incidido en una nueva revisión a la baja del escenario de inflación promedio para el año 2004, aunque esta vez menos intensa, y del año 2005 respecto de lo esperado hace un mes. Las expectativas de inflación de mercado, en tanto, se han asentado entre 1,5% y 2% a varios horizontes. No se aprecian aún novedades relevantes por el lado de la actividad interna; si algo, la producción industrial se ubicó por debajo de lo previsto. El desempeño en este trimestre de la demanda interna y del empleo, en tanto, ha continuado robusto.

Las cifras efectivas de actividad, gasto y expectativas en las principales zonas económicas han asentado el panorama de mayor dinamismo de la actividad global esperado para este y el próximo año, respecto de lo considerado en el *Informe* de septiembre, con un incremento en las proyecciones de prácticamente medio punto porcentual por año. Estas mejores perspectivas también se aprecian en el panorama de términos de intercambio, que se sostiene gracias a los positivos datos recientes del precio del cobre, el que incluso se ha ubicado en los últimos días por sobre el precio promedio esperado para el próximo año. Esto refleja en parte el debilitamiento del dólar en los mercados financieros, lo que además apoya el ajuste global entre ahorro e inversión en las principales zonas económicas.

En los mercados financieros se aprecian condiciones financieras globales tranquilas, luego del fuerte repunte de los índices accionarios y la reducción de los *spreads* soberanos de economías emergentes durante el primer semestre. En general, las expectativas en torno a la trayectoria de la política monetaria de las principales economías anticipan incrementos de las tasas de interés hacia mediados del próximo año. La situación financiera que enfrentan las economías emergentes de América Latina ha variado de manera heterogénea, afirmándose el mejor escenario en Brasil, pero con deterioros en Argentina y México. El *spread* soberano de Chile, en todo caso, continúa en torno a sus mínimos históricos. Por otro lado, también continúan mejorando los flujos de capitales esperados para la región y para otras zonas emergentes.

Acordes con las menores expectativas de inflación, las últimas semanas se caracterizaron por importantes caídas de las tasas de interés nominales, las cuales en lo más reciente alcanzaron mínimos históricos para el caso de los pagarés del Banco Central en pesos. Las tasas reajustables, en tanto, revirtieron la caída de los meses previos, reflejando las mejores expectativas de crecimiento mundial, así como también la menor inflación esperada y ajustes de portafolio de los agentes. Por su parte, el mercado cambiario ha continuado con volatilidades muy relacionadas con la evolución del precio del cobre, destacando la importante apreciación del peso respecto del dólar y de un grupo importante de monedas.

En el ámbito de la actividad interna siguen ausentes noticias positivas de la magnitud de las que provienen del exterior. Si algo, el desempeño de la industria manufacturera ha estado levemente por debajo de lo esperado, revirtiendo las buenas noticias de meses anteriores, mientras que minería ha presentado un desempeño mejor que el previsto hace algunos meses. Por el lado del gasto interno sí se aprecia un dinamismo algo mayor, principalmente en las compras de bienes durables, gracias a los mejores indicadores de confianza y la robustez del mercado laboral, donde se aprecian tasas de desocupación inferiores a las de los años recientes. La inversión, en tanto, luego de un tercer trimestre francamente débil, da signos de mayor fortaleza en lo que va del cuarto.

Nuevamente la inflación fue la fuente de sorpresas importantes. Los precios de los alimentos no perecibles se ubicaron por debajo de lo previsto, aunque su caída fue menos intensa que en los dos meses precedentes. La trayectoria del tipo de cambio, en tanto, también está



incidiendo en el precio interno de los combustibles y algunas tarifas de servicios regulados. El reajuste de remuneraciones del sector público, aunque superior a las cifras inicialmente consideradas por el Ministerio de Hacienda, de todas formas fue menor que las supuestas en las proyecciones de mediano plazo. Con todos estos antecedentes, se espera que la inflación anual se ubique en 1,3% en diciembre de este año, llegando a cifras negativas en marzo y abril próximos. En el mediano plazo, en tanto, se espera una inflación promedio de 0,8% el año 2004 (1,5% 2004:IV y 1,8% a diciembre 2004) y de 2,4% el año 2005 (2,5% 2005:IV y 2,9% a diciembre 2005).

Detrás de estos acontecimientos, como ya ha sido discutido, se encuentra un escenario cambiario muy distinto del considerado al realizar las proyecciones del *Informe* de septiembre, una trayectoria de precios que indica márgenes comprimidos o una contención de los costos en el comercio, superior a la prevista —específicamente en el sector alimentos— y el mencionado reajuste del sector público. Estas fuerzas desinflacionarias no se ven compensadas por un cambio equivalente en el panorama de crecimiento interno, debido a que aún los datos de la coyuntura no revelan la presencia de un repunte sustancial de la actividad.

Entre estos tres aspectos, destaca el escenario cambiario por su mayor incidencia en los precios. La trayectoria de los diferenciales de tasas es indicativo de que el mercado percibe que buena parte (si no la totalidad) de la apreciación del peso corresponde a cambios en sus variables fundamentales, como los términos del intercambio y el escenario externo. Por su parte, respecto del riesgo de una reversión de la compresión de márgenes en el sector comercio, la evidencia internacional de situaciones similares muestra episodios de caídas de precios parecidas a las observadas en los meses recientes, y que tienden a persistir en el tiempo con márgenes relativamente estables. Esto configura un cuadro donde aunque es difícil que continúen cayendo los precios, no se descarta que no se produzca la reversión implícita en las proyecciones de inflación presentadas en esta minuta.

I. Escenario internacional

En el último mes se ha afianzado el mejor escenario internacional, en relación con el previsto en el *Informe* de septiembre, lo que se ha reflejado en perspectivas de crecimiento, términos de intercambio y condiciones financieras externas significativamente más favorables.

Las mejores perspectivas de actividad mundial se fundamentan en el mayor crecimiento observado en los primeros nueve meses del año, principalmente en Estados Unidos, Japón y China, a lo que se comienzan a agregar terceros países. Cabe destacar la positiva evolución de los indicadores de confianza empresarial y expectativas económicas en Alemania y Francia, los que, unidos a positivos indicadores coyunturales, confirman la recuperación en la zona.

En Estados Unidos, luego de un dinámico primer semestre, el crecimiento del tercer trimestre sorprendió a los mercados (8,2%). La dinámica actual del mercado laboral, que se suma a buenos indicadores de confianza de consumidores, actividad e inversión, han reforzado la solidez de la recuperación de la economía de ese país. En la zona euro, por su parte, el PIB del tercer trimestre registró un crecimiento de 1,6%, algo por sobre las expectativas. En Japón, el sector externo sigue liderando el crecimiento, lo que se ha traducido en un fuerte dinamismo de la actividad industrial hacia fines del tercer trimestre. Junto a lo anterior, la información reciente valida un consumo privado más promisorio.

Se estima que los riesgos de las proyecciones de crecimiento mundial respecto del escenario base, particularmente para este año y el año 2004, son al alza, por la incorporación de nuevos antecedentes y de los efectos de segunda vuelta en terceros países, que enfrentarían una mayor demanda externa. No obstante, para el año 2005 persisten dudas sobre si el ritmo de la recuperación será sostenible, especialmente por el déficit fiscal y la dependencia del ahorro externo de Estados Unidos. En todo caso, el escenario más probable sigue siendo el de un paulatino ajuste de los desequilibrios entre ahorro e inversión entre las diversas zonas económicas, gracias a la depreciación gradual que ha mostrado el dólar en los mercados. Adicionalmente, reformas estructurales pendientes en Europa y Japón, son elementos que recomiendan mantener cierta cautela hacia el largo plazo. Por último, el riesgo geopolítico y de



ataques terroristas se ha incrementado en las últimas semanas, lo que podría tener efectos colaterales sobre el precio del petróleo.

Durante el último mes, el precio del cobre se ha comportado con cierta volatilidad (entre US\$0,98 y US\$0,898 la libra), debido principalmente a cambios de posición de agentes financieros no comerciales. Para los últimos meses de 2003, con la recuperación económica en marcha, especialmente de los principales consumidores de cobre —China, Estados Unidos y Japón—, el precio debería mantenerse en torno a los niveles de las últimas semanas, alcanzando un promedio de US\$0,80 por libra en el año. Este favorable panorama mundial permite revisar las actuales proyecciones para los próximos dos años, estimándose promedios para la libra del metal de US\$0,95 para 2004 y de US\$0,98 para 2005.

Durante noviembre, el precio del petróleo ha oscilado en torno a US\$28 el barril, aunque con aumentos puntuales por sobre los US\$30. La resistencia a bajar de los US\$28 se asocia a los bajos niveles de inventarios de petróleo en Estados Unidos, la mayor demanda para la producción de derivados —especialmente combustible para calefacción— e incertidumbre respecto de la extracción y exportación de petróleo iraquí. En consecuencia, las proyecciones del *Informe* de septiembre no han sido modificadas: US\$28,5 por barril para 2003, US\$26 y US\$23 para 2004 y 2005, respectivamente. Se mantienen riesgos importantes en las proyecciones del escenario base para el mediano plazo, por la recuperación de la actividad mundial, el poco espacio para aumentos en la oferta de petróleo, y los riesgos geopolíticos mencionados hacia el próximo año.

Las condiciones financieras de los mercados desarrollados se han mantenido estables desde la última reunión; no obstante, son considerablemente más positivas que las de septiembre. En efecto, con excepción de Japón, cuya bolsa ha mostrado cierta volatilidad recientemente, los índices bursátiles de las economías desarrolladas se han mantenido estables en relación con el mes anterior. Por otra parte, pese a los buenos indicadores de actividad en Estados Unidos, las tasas de interés de largo plazo no han experimentado alzas significativas y el dólar se ha depreciado con respecto a las principales monedas. Esta trayectoria del dólar está relacionada con la cautela que imprime el elevado déficit en cuenta corriente de Estados Unidos y con los mejores indicadores de actividad de la zona euro.

Respecto de las tasas de interés de política, los mercados esperan que los bajos niveles de inflación y la mayor holgura de capacidad, permitan mantener la tasa de fondos federales hasta mediados de 2004. En la zona euro, en tanto, el bloqueo de la aplicación del mecanismo de sanciones de la Comisión Europea por la trayectoria de los déficits fiscales de Alemania y Francia podría motivar un alza anticipada en la tasa de política, aunque por la apreciación del euro es poco probable que esto ocurra.

Durante el último mes, las condiciones financieras de las economías emergentes no han variado significativamente, aunque son ciertamente mejores que las registradas en septiembre. En América Latina destaca positivamente Brasil, pues ha continuado avanzando en la reducción de la deuda pública en dólares y ha podido rebajar la tasa de política 150 puntos base desde la reunión pasada. No obstante, en México y Argentina la situación ha sido diferente. En el primer caso, la economía no se ha beneficiado del mejor desempeño de Estados Unidos debido, entre otros factores, a la mayor competencia externa que ha representado China. A ello se suman las dificultades para llevar a cabo reformas en su sector público. Respecto de Argentina, la incertidumbre proviene de la aún no resuelta reestructuración de su deuda, así como de los escasos avances en reformas estructurales que le permitirían afianzar un crecimiento sostenido.

Las proyecciones de flujos de capitales hacia las economías emergentes continúan corrigiéndose al alza, esperándose que para este año prácticamente dupliquen los flujos recibidos en el próximo, los que se mantendrían en similar nivel en el año 2004. Destaca el caso de Asia —en particular China— con estimaciones de flujos de capitales para los años 2003 y 2004 que acaparan más de la mitad de los flujos que se destinan a economías emergentes, reflejando sus mejores perspectivas de crecimiento. América Latina, por su parte,



si bien con menores niveles, recibiría en el año 2003 y en el 2004 flujos que prácticamente triplican los registrados el año 2002, siendo México y Brasil sus principales destinatarios.

II. Mercados financieros

En noviembre, acorde con las menores expectativas de inflación de mediano plazo, las tasas de interés de los documentos nominales (BCP) cayeron hasta estabilizarse en mínimos históricos del orden de 3,3% y 4,8% a dos y cinco años, respectivamente. A su vez, las tasas de los documentos reajustables aumentaron entre 40 y 60 puntos base respecto de fines de octubre, situándose en la actualidad en 3,3% los BCU-5 y 4,2% los BCU-10, similares a los niveles de fines de septiembre.

El incremento de las tasas reajustables obedece a factores tanto externos —relacionados con la recuperación económica mundial— como internos. Estos últimos incluyen una menor inflación esperada en un contexto de tasa nominal que no se acomoda totalmente a las noticias inflacionarias, ajustes de portafolio asociados a la importante caída de la inflación efectiva y el aumento de la oferta de instrumentos de renta fija.

En el último mes, la curva *forward* ha continuado indicando una postergación de las expectativas de alza de la tasa de política monetaria hasta mediados de 2004 (entre 25 y 50 puntos base). Incluso en lo más reciente presentó una leve pendiente negativa en los primeros tramos de plazos. Este escenario es consecuente con la encuesta de expectativas de diciembre.

Las menores expectativas de inflación se reflejan también en una reducción importante tanto de las tasas de interés de captación en pesos con plazos mayores a 90 días, como del diferencial entre tasas de captación nominales y reajustables de uno a tres años. Así, luego que el diferencial de tasas de estas operaciones registrara en marzo el mayor valor (3,4%) desde los atentados terroristas en Estados Unidos, a la fecha se ha reducido al mínimo histórico (1,1%).

Las tasas de interés nominales de colocación durante noviembre mostraron incrementos mensuales solo en las operaciones a menos de 90 días y en las reajustables (arbitraje por variación negativa de la UF). Si bien las colocaciones en pesos a plazos mayores a 90 días presentaron promedios menores a los de octubre, al desagregar por tipo de crédito se observó un aumento en los préstamos de consumo de más de 100 puntos base. A pesar de ello, destaca la importante aceleración de los créditos a personas, con expansiones de 17% real anual para los créditos de consumo —situación que no se observaba desde fines de 1997— y de 11% para los de vivienda (cifras a octubre). A su vez, durante el último año se ha observado un importante dinamismo de las colocaciones de bonos corporativos, en contraposición con los préstamos a empresas que se han mantenido estables. En este punto es importante destacar que de acuerdo a datos más desagregados, las fusiones bancarias de los últimos años no han presentado mayor impacto sobre este tipo de créditos.

En el mercado de renta fija, las colocaciones de bonos alcanzaron durante noviembre a UF 6,5 millones. Con ello el *stock* de deuda en bonos se ubica en UF 360 millones (25% del total de endeudamiento de las empresas en el mercado local). Esta cifra se incrementaría de forma importante durante la primera quincena de diciembre con los anuncios de colocación de dos importantes empresas (UF16 millones, en torno al 20% de lo colocado en el año). Respecto de las TIR medias de estos instrumentos, se ha registrado una caída en las últimas semanas, explicada por la concentración de las transacciones en documentos a plazos más cortos.

En cuanto a los agregados monetarios, el M1A finalizó noviembre con una variación anual de 12%, cifra que se espera disminuya a valores cercanos a 0% en marzo de 2004. Simultáneamente, los agregados más amplios mantienen el débil dinamismo de los meses previos con variaciones en doce meses de entre -2% y 0%, explicadas principalmente por la mayor preferencia de las AFP a invertir en el exterior.



Tipo de cambio

Durante noviembre, el mercado cambiario presentó una relativa mayor estabilidad si se compara con los dos meses anteriores, con el peso fluctuando entre \$620 y \$625 por dólar (promedio de \$625). Sin embargo, en lo más reciente, el peso ha vuelto a mostrar fuertes cambios, al cotizarse bajo \$610 por dólar, niveles que no se veían desde mediados de 2001. Esta evolución del tipo de cambio ha estado influenciada por la favorable trayectoria de los términos de intercambio y la depreciación del dólar en los mercados externos, aunque no ha estado exenta de volatilidades, principalmente por las noticias referidas a posibles atentados terroristas y a la incertidumbre geopolítica global.

Las expectativas respecto de la trayectoria futura de la divisa que se extraen de las cotizaciones de *Bloomberg* indican una depreciación de la moneda local del orden de 1% en doce meses. Un resultado similar se puede observar en la encuesta de expectativas de diciembre.

La apreciación del peso de los últimos meses no solo ha sido respecto del dólar, sino también respecto de otras monedas, tanto en términos nominales (TCM y TCM-5), como reales (TCR y TCR-5). Los índices reales presentan a diciembre una apreciación de entre 8% y 10% respecto del *Informe* de septiembre, llegando en niveles a valores similares a los de mediados del año pasado, con la salvedad de que en esos momentos el tipo de cambio promediaba \$690 por dólar, lo que justamente refleja la depreciación del dólar en los mercados internos.

Desde comienzos de octubre los diferenciales de tasas interna-externa han seguido una trayectoria en forma de "U", principalmente el diferencial real, el que hoy está en niveles similares a los de septiembre pasado. Ello sería un indicio de que la apreciación actual del peso obedece a fenómenos más permanentes, asociados a cambios en las variables fundamentales que lo determinan.

Otro hecho a destacar de las últimas semanas es el importante desalineamiento que se ha registrado entre los diferenciales nominales y reales, atribuido a menor inflación interna esperada en Chile respecto de la del resto del mundo.

Bolsas

A pesar de la aparición de indicadores coyunturales positivos en Estados Unidos, el *Dow Jones* se mantuvo prácticamente constante durante noviembre, mientras el *Nasdaq* creció 1,5%. Por su parte, los indicadores de los ADR presentaron comportamientos disímiles en noviembre, con un alza de 6,7% el latino y una caída de 3,6% el chileno.

En América Latina la actividad bursátil continuó muy positiva, destacando las expansiones de Argentina (6,3%) y Brasil (13,6%) durante el último mes. A diferencia de sus similares de la región, la actividad bursátil de Chile registró una caída de 3,8% en noviembre, aunque con repuntes en los últimos días, en línea con las demás bolsas mundiales. Pese a todo, el IPSA medido en dólares acumula en el año una variación de 67,8%, ocupando el quinto lugar en el ranking de *Bloomberg*. Los sectores minería y servicios financieros han liderado este crecimiento, como consecuencia del alza del precio de las materias primas y la trayectoria de las colocaciones de consumo.

III. Actividad y empleo

Las proyecciones de crecimiento del PIB para el cuarto trimestre no presentan mayores cambios respecto del mes anterior (3-3,5%), con lo que el año 2003 finalizaría según lo anticipado en el *Informe* de septiembre. Para el primer trimestre de 2004 se estima que el PIB crecerá entre 4% y 4,5%, con un mayor empuje de los sectores de oferta, cuya actividad aumentaría cerca de 7% anual en el período. El resto de sectores se expandirá del orden de 3,5%, destacando el sector construcción con un crecimiento cercano a 5%.

En octubre la industria tuvo un desempeño inferior al esperado, explicado principalmente por la menor producción de algunas ramas ligadas al sector externo (producción de celulosa y



maderas), fenómeno que se estima transitorio. Sin embargo, la menor producción industrial fue compensada por un mayor dinamismo en agricultura y comercio.

Respecto de la evolución de la demanda interna, las estimaciones para el cuarto trimestre y para el año también se mantienen constantes respecto del mes anterior, y marginalmente por encima de las consideradas en el *Informe* de septiembre, con expansiones similares a las del PIB. Para el primer trimestre de 2004 se proyecta un aumento anual de algo menos de 5%, liderado por el dinamismo de la formación bruta de capital fijo y la prolongación del significativo aumento de las importaciones de bienes y servicios del cuarto trimestre.

Consumo y existencias

La evolución reciente del consumo ha estado ligada al mejoramiento de las expectativas de los agentes. Así, aunque en noviembre se registró una caída marginal en la encuesta de percepción de Adimark, los resultados desde mediados de año muestran mejores expectativas, alcanzando los niveles más altos desde el tercer trimestre de 1998.

En línea con esta evolución, los indicadores de consumo del Instituto Nacional de Estadísticas (INE) muestran un buen desempeño. En el caso del consumo habitual, las ventas de supermercados del INE continúan mostrando una tasa de crecimiento del orden de 10%, mientras que las ventas del comercio minorista muestran un crecimiento promedio sobre 4% durante los últimos tres meses. La positiva trayectoria de los indicadores de consumo es coherente con la medida a partir de los sectores de origen que se incluye en el PIB, que señala tasas de expansión del orden de 4% a 4,5% entre el tercer trimestre de 2003 y el primer cuarto del próximo año.

En cuanto al consumo durable, en octubre las ventas minoristas de la Cámara Nacional de Comercio continuaron creciendo en términos desestacionalizados, por segundo mes consecutivo. Las importaciones de consumo durable, excluidas las de automóviles, continúan con relativa estabilidad, tendencia que podría volverse más favorable, gracias al aumento de las ventas de este tipo de bienes. Específicamente, las ventas de automóviles han continuado creciendo por encima de lo esperado, aproximándose a las cifras de mediados de 1998.

Durante octubre, los indicadores de existencias continuaron con los incrementos de los meses previos. La relación entre producción y ventas industriales tras sucesivas caídas a partir de fines del primer trimestre se recuperó por tercer mes consecutivo, aunque aún se mantiene en niveles por debajo de los de comienzos de año. El menor nivel de inventarios del tercer trimestre implícito en los datos de demanda reflejados en las Cuentas Nacionales es corroborado por los datos parciales de la encuesta de inventarios, que indica una acumulación menor de éstos respecto de lo que sucedió a comienzos de 2003.

Por otra parte, en noviembre, las importaciones de bienes de consumo real recuperaron moderadamente la tendencia creciente que exhibieron en la primera mitad del año.

Inversión

Los componentes de la inversión muestran señales mixtas en el margen, aunque con una leve tendencia a mejorar en el agregado. En octubre, por segundo mes consecutivo las ventas de bienes de capital (INE) mostraron un dinamismo, rompiendo así la tendencia negativa que traían desde principios de año, comportamiento que ha estado acorde con el de las importaciones de bienes de capital.

En contraste con lo anterior, las ventas del sector inmobiliario de octubre tuvieron una caída anual de 18%, aunque siempre manteniendo niveles bastante elevados. En cuanto al *stock* de viviendas, en noviembre éste se mantuvo constante, llevando a un aumento de los meses necesarios para agotarlo.

Por su parte, la rentabilidad de sociedades anónimas obtenida de las FECU se mantuvo durante el tercer trimestre, en particular, en el sector comercio. El sector industrial y el exportador aumentaron su rentabilidad, retornando a niveles del año 2002.

*Política fiscal*

En el tercer trimestre, el balance fue de $-0,6\%$ del PIB, cifra similar a la del período anterior, acumulando un déficit de $0,9\%$ a septiembre.

El incremento del déficit en el período se explicó tanto por una disminución de prácticamente todas las partidas de ingresos totales, como por el aumento de los gastos corrientes y de capital. El gasto con efecto macroeconómico, en tanto, continuó con una tendencia creciente, la que se estima se revertirá en el último trimestre, acercándose a la proyección de déficit fiscal de $0,8\%$.

Sin perjuicio de lo anterior, para alcanzar el déficit proyectado para el año 2003 ($0,8\%$), en el cuarto trimestre el balance fiscal deberá mostrar un leve superávit: $0,08\%$ del PIB anual según la metodología del Ministerio de Hacienda. Este superávit se lograría por mayores ingresos (mayor recaudación tributaria por alza de IVA y ciclo económico, así como por el más alto precio del cobre) y una caída de gastos considerados transitorios.

Sector externo

En noviembre, las exportaciones FOB ascendieron a US\$1.730 millones, lo que representa un aumento de alrededor de 18% respecto de igual mes del año pasado. Las importaciones FOB, por su parte, aumentaron en aproximadamente 11% al anotar valores por US\$1.620 millones. Las primeras estimaciones de diciembre anotan fuertes expansiones anuales de ambos componentes de la balanza comercial, con niveles proyectados por sobre los US\$1.900 millones (27%) para el caso de las exportaciones, y cercanas a US\$1.730 (25%) para las importaciones.

En relación con el quantum de exportaciones, para el cuarto trimestre se proyecta un incremento de $5,5\%$ anual, acumulando un aumento de $6,5\%$ en el año. El primer trimestre de 2004, las cantidades exportadas crecerán 11% , lideradas por las mineras (16%) y agropecuarias (10%).

Respecto del quantum de importaciones, aumentaría $17,4\%$ en el último trimestre, con lo que el crecimiento anual llegaría a $9,1\%$. En el primer trimestre de 2004, el quantum de importaciones crecería 14% , destacándose el incremento de las importaciones de bienes de consumo (16%) y las de capital (18%).

IV. Precios y costos

En noviembre, el IPC tuvo una variación de $-0,3\%$ a la vez que el IPCX y el IPCX1 cayeron $0,3\%$ y $0,2\%$, respectivamente. Con esto, el incremento en doce meses del IPC llegó a $1,0\%$, mientras que el del IPCX se situó en $1,8\%$ y el de IPCX1 en $1,9\%$. Medidas alternativas de inflación subyacente, como el IPCX2 y las medias podadas de IPC, IPCX e IPCX1 continuaron con descensos en sus tasas de variación en doce meses. En el caso del IPCX2, en noviembre tuvo una variación mensual de $1,8\%$. En cuanto a la mediana del IPCX1, su variación mensual no presenta cambios respecto del mes anterior; por su parte, la del IPCX1, eliminados los efectos estacionales, tuvo un aumento respecto del mes previo.

La caída de los precios del transporte y vestuario, junto con el persistente descenso del precio de los alimentos no perecibles, posiblemente asociado a la competencia de los supermercados, determinaron la baja inflación de noviembre, afectando con distinta intensidad al IPCX y al IPCX1.

La evolución de los precios de los alimentos no perecibles continuó sorprendiendo en noviembre, aunque en magnitud más acotada que en los meses anteriores. Entre septiembre y noviembre, los precios de estos alimentos han caído cerca de 3% , mismo período en que el IPCX y el IPCX1 han aumentado $0,2\%$ y $0,1\%$. Este comportamiento de los precios se supone vinculado al aumento de la competencia que se estaría dando entre las dos principales cadenas de supermercados del mercado nacional.



Cuánto pueda prolongarse esta caída de precios está directamente ligado a la posibilidad de manejar márgenes por parte de las grandes cadenas de supermercados. Por un lado, pese a que han tenido ajustes, siguen superando al resto de los supermercados del mercado nacional para las que existe información. Por otro, de la observación de los episodios de competencia externa, puede concluirse que, en general, los márgenes de los competidores *ganadores* se ubican en torno a 5%, similares al promedio de las grandes cadenas mundiales. En el caso chileno, una de las cadenas competidoras tiene un margen por sobre este nivel, por lo que tendría espacio para intensificar la competencia. La otra está por debajo, 4% si se descuenta el efecto de los gastos operacionales extras del trimestre pasado, lo que le podría restar capacidad de maniobra.

Respecto del efecto en los precios, la evidencia muestra que, pese a que los márgenes se recuperan tras el comienzo de la competencia, esto no se da por la vía del aumento de precios, sino más bien por una reducción de costos y un aumento de la eficiencia. La explicación es el poder que poseen sobre los proveedores, lo que les da espacio para negociar más ventajosamente el costo de sus productos.

Así, es posible que la caída de precios que han tenido los alimentos no perecibles no se recupere en adelante.

La acumulación de información producida en octubre y noviembre indica que, excluidos los precios de los alimentos, los precios del IPCX han mostrado un comportamiento acorde con un traspaso del aumento del IVA. Aunque aún es prematuro afirmar la magnitud del efecto en la inflación, desde septiembre a la fecha, los precios de los productos del IPCX afectados al IVA — excluidos los alimentos— han crecido 1,3% más que los no afectados.

Por el lado de los salarios, en octubre las remuneraciones nominales, medidas por el índice de remuneraciones por hora, tuvo una variación anual de 3,7%, cifra similar a la del mes anterior. Medidas por el índice del costo de la mano de obra, en tanto, su variación anual fue de 3,6%, levemente superior a los meses previos. Esta situación muestra un comportamiento de los salarios algo distinto del que se esperaría de acuerdo con su patrón histórico, ya que el actual incremento de los salarios es menor al de la inflación relevante para efectos de las cláusulas de indexación.

En cuanto a los costos laborales unitarios, octubre marcó el cuarto mes consecutivo de caída en su tasa de crecimiento anual, luego de los *peaks* de mediados de año. Esta evolución, más allá de la de los salarios, apoya un escenario de normalización de la productividad medida.

En cuanto a las expectativas de inflación del sector privado, las que se deducen del diferencial de tasas nominales y reales a dos y cinco años, muestran nuevas caídas respecto de la reunión anterior. Es así como desde un promedio del orden de 1,8% a mediados de noviembre, actualmente se ubican entre 1,5% y 1,6%. Por su parte, los resultados de la encuesta de expectativas al sector privado indican una inflación de 2,3% a un año, cifra levemente por debajo de la del mes pasado. A dos años, la inflación esperada se mantuvo en 3,0%, tal como viene haciendo desde hace más de un año y medio.

Perspectivas de corto plazo

Estimaciones iniciales indican que en diciembre el IPC tendría una variación de -0,1%, con lo que su tasa de variación en doce meses se situaría en 1,3%. La baja en el precio promedio de los combustibles, el remanente del efecto del recorte en la tarifa de la locomoción colectiva en noviembre y el comienzo de la estacionalidad negativa de los precios de los productos perecibles, serían los principales determinantes de este resultado. Compensaría parcialmente el aumento de algunos precios en vivienda y salud y el aumento del costo de los servicios de educación, habitual en esta época del año.

En cuanto a la inflación subyacente, el incremento del IPCX en diciembre sería de 0,1% y el del IPCX1 de 0,3%, con los que la inflación anual de estos índices sería de 1,9% y 2,0%, respectivamente (tabla 3).



Tabla 3

Proyección de corto plazo IPC e IPCX
(%)

	% var. anual			% var. mensual			petróleo (US\$/barril)	TOO (\$/US\$)	Micros (\$)
	ipc	ipcx	ipcx1	ipc	ipcx	ipcx1			
Nov	0,9	1,8	1,9	-0,3	-0,3	-0,2	28,8	625	-10
Dic	1,3	1,9	2,0	-0,1	0,1	0,3	28,0	615	
2004									
Ene	1,0	2,0	2,2	-0,2	0,1	0,2	27,4	615	
Feb	0,2	1,7	2,0	0,0	0,2	0,3	27,2	615	
Mar	-0,6	1,2	1,6	0,4	0,3	0,3	27,1	615	
Abr	-0,3	0,8	1,4	0,2	0,2	0,2	26,8	615	
May	0,3	1,2	1,4	0,3	0,3	0,2	26,4	615	

Modelos alternativos de proyección para el IPCX1 indican trayectorias similares, aunque niveles algo distintos. Con el modelo por componentes, para mediados del segundo trimestre se anticipa una inflación del IPCX1 del orden de 1,3%, cifra que disminuye a 1,1% para la estimación con vectores autorregresivos (tabla 4).

Tabla 4

Proyección de inflación: Modelos alternativos

(% variación anual)

	IPC		IPCX		IPCX1	
	componentes	var	componentes	var	componentes	var
Nov	0,9	0,9	1,8	1,8	1,9	1,9
Dic	1,5	1,1	2,1	1,7	2,2	1,8
2004						
Ene	1,0	0,7	2,1	1,7	2,1	1,7
Feb	0,4	-0,1	1,9	1,4	2,1	1,4
Mar	-0,2	-0,6	1,7	1,3	1,9	1,4
Abr	-0,1	-0,3	1,1	0,8	1,5	1,2
May	0,4	0,2	1,2	1,0	1,3	1,1

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

El señor Valdés señala lo siguiente:

1. En la reunión de política monetaria de noviembre, el Consejo decidió mantener la tasa de política inalterada en 2,75%. Se observó que había varias noticias sustantivas. Mientras la situación internacional continuaba mejorando y se reafirmaba el panorama de mayor crecimiento para los próximos trimestres, la reducción de la inflación era intensa y algo imprevista, debido a la incidencia de factores de oferta. Se estimó que en el año 2004 la inflación se ubicaría en torno a un punto porcentual por debajo de lo anticipado en el último *Informe*, aunque se preveía que a fines del horizonte de política convergería a 3%. Con estos antecedentes, se comunicó que las condiciones monetarias expansivas podían extenderse por un tiempo mayor que el previsto con anterioridad.
2. Como se comenta en la Minuta preparada para esta reunión, desde la última sesión las noticias han continuado, aunque con menos intensidad.
 - La inflación del mes anterior volvió a ser menor que la esperada. Al igual que en los últimos dos meses, parte de la sorpresa continúa ligada a una reducción de precios en



un sector particular (alimentos no perecibles) y parte se explica por la disminución del tipo de cambio. No hay evidencia de que el efecto del aumento del IVA esté siendo diferente al esperado.

- Las proyecciones de crecimiento del mundo para 2004 continuaron consolidándose, mientras el precio del cobre se ha ubicado algo por debajo de US\$1 por libra, casi 5 centavos más que hace un mes y 14 centavos más que hace dos meses.
 - El tipo de cambio nominal ha seguido disminuyendo desde la última reunión, agregando una apreciación de casi 3%. Con esto, desde el último *Informe* se acumula una apreciación de 12,1% en el TCN y de 9,4 % en el TCR.
 - El reajuste salarial del sector público fue de 2,7%, unas décimas por debajo de lo considerado en las proyecciones del último *Informe*.
 - Aunque las perspectivas de mayor crecimiento continúan asentándose, los datos efectivos se mantienen en línea con lo esperado, la confianza de los consumidores es aún alta, los indicadores de consumo han continuado mejorando y el mercado laboral mostró nuevas señales de dinamismo.
3. Los ejercicios de proyección realizados con los antecedentes acumulados modifican a la baja las proyecciones de inflación, especialmente para 2004. Las proyecciones específicas son las siguientes:

Especificación	2003	2004	2005
Inflación IPC promedio anual	2,8	0,8	2,4
Inflación IPC diciembre	1,3	1,8	2,9
Inflación IPCX promedio anual	2,3	1,5	2,5
Inflación IPCX diciembre	1,9	2,3	2,9
PIB	3,2	4,8	5,9

4. Con estos antecedentes, las opciones de política monetaria que aparecen como más plausibles son *mantener* la tasa de interés o *disminuirla*, posiblemente en una magnitud intermedia de 50 puntos base.
5. En esta oportunidad se considera pertinente descartar la opción de *aumentar* la tasa de interés ya que, por el momento, el riesgo de que la inflación se ubique persistentemente por sobre 3% en el horizonte de política es reducido. Ello a pesar de que se han acumulado factores que probablemente sostendrán una expansión de la actividad en los años 2004 y 2005 mayor que la considerada hasta el mes pasado. La proyección de inflación promedio para los próximos 24 meses se ubica cerca de 2% (1,6% el IPC y 2% el IPCX).
6. Al igual que en la reunión pasada, una justificación importante para *disminuir* la tasa de interés son las consecuencias de las noticias acumuladas en los últimos tres meses sobre las proyecciones propias de inflación. En el escenario más probable, la inflación se proyecta actualmente por debajo de 3% de manera más persistente y prolongada que el mes pasado, llegando a fines del horizonte de política (diciembre de 2005) ligeramente por debajo de 3% y ubicándose más tiempo (casi seis trimestres) por debajo del rango meta. Detrás de este escenario de proyección —que supone plena credibilidad de la meta de 3%— subyacen tres factores principales: como fuente principal de menores precios la apreciación que ha acumulado el tipo de cambio, y como fuente de mayores presiones inflacionarias el supuesto de una reversión solo parcial y pausada de la compresión de precios observada en el sector alimentación, y un crecimiento en el año 2004 y en el 2005 de cerca de medio punto porcentual más que el considerado en el último *Informe*. Este escenario también da cuenta de los efectos esperados del reajuste salarial del sector público.



7. Además de hacer frente a este panorama de menor inflación, se puede argumentar a favor de acomodar la instancia monetaria para prevenir el sesgo contractivo que inducen las perspectivas de menor inflación, con una tasa de interés nominal dada. A este respecto, cabe señalar que, pese a la fuerte reducción que han tenido las tasas nominales de mediano plazo en los últimos dos meses, en el margen las tasas reales se han movido al alza. En la reunión pasada se argumentó que mantener la actual posición expansiva por un tiempo más prolongado tiene, en principio, un efecto similar al de una rebaja de tasas, y que para que este mecanismo opere, es necesario que el mercado perciba que éste será el caso. De hecho, el comunicado de la reunión de política monetaria reflejó justamente esta idea. Hasta ahora, el mercado parece considerar un acomodo *pari passu* de la menor inflación, no la perspectiva de una menor tasa real. Aunque esto último podría reflejar las mejores expectativas de crecimiento, en concreto la trayectoria esperada de la política monetaria no parece percibirse como más expansiva, a pesar de los *shocks* observados.
8. Otra justificación para *reducir* la tasa de interés es el nivel y persistencia que muestran algunas medidas o *proxys* de inflación esperada a mediano plazo, las que podrían ser coherentes con una pérdida de credibilidad del ancla de 3%. Especial mención merecen los diferenciales de tasas de interés entre operaciones nominales y reajustables a dos y cinco años, las que se ubican ya por cinco semanas por debajo de 2%. Aun considerando la inflación de los próximos dos años, la inflación *forward* de tres a cinco años implícita en este diferencial se ubica en torno a 2%. Es difícil pensar que estas cifras se expliquen plenamente a partir de los cambios en los premios por riesgo que exige el mercado. En cambio, ellas podrían reflejar la discusión que ha emergido entre algunos analistas sobre la posibilidad y conveniencia de bajar la meta de inflación. La importancia del asunto radica en que la dinámica de la inflación se ve influida por las propias expectativas inflacionarias, por lo que tales dudas podrían retardar aun más la convergencia al centro del rango meta. Si bien la comunicación del Banco Central tiene un rol importante en la clarificación de este punto, una reducción de la tasa de interés permitiría precisar definitivamente que la meta de 3% no estará bajo revisión. Por último, dado que en los próximos meses se esperan registros de inflación especialmente bajos, hay riesgos de que este tema siga latente en el ambiente.
9. La opción de *mantener* la tasa puede justificarse considerando que se enfrenta un *shock* de costos que, con credibilidad plena y más allá de sus efectos que se transmiten a través de cláusulas de indexación, solo alteraría el nivel de precios y no la inflación. Ello se verifica en que las proyecciones a mayor plazo, en particular para el año 2006, no difieren sustancialmente de las contenidas implícitamente en el último IPoM. Como es bien sabido, por sus efectos rezagados (y variables), la política monetaria tiene limitaciones a la hora de corregir las consecuencias de un *shock* de costos sobre la trayectoria de la inflación. Este argumento, sin embargo, depende críticamente de la credibilidad de la meta de inflación.
10. La opción de *mantener* también se justificaría si una evaluación revelara que el mayor crecimiento esperado de la economía compensa los efectos de los *shocks* de costos mencionados, especialmente en un horizonte de cuatro a ocho trimestres. Factores como la recuperación que muestra la economía mundial, los mejores términos de intercambio y las positivas condiciones financieras internacionales podrían efectivamente apresurar el proceso de cierre de holguras. Es un escenario de riesgo que se debe sopesar ya que su eventual materialización es probablemente el mayor inconveniente que enfrenta una reducción de la tasa de interés. Con todo, por ahora hay pocas indicaciones concretas de que el panorama de crecimiento sea sustancialmente diferente del considerado en el *Informe*.
11. Respecto de la magnitud de una eventual reducción de la tasa de política monetaria, se considera que un recorte de solo 25 puntos base puede ser algo tímido y a la vez generar ruidos que sean más costosos que los beneficios que busca la medida. Aunque podría ser suficiente para orientar la inflación a fines del horizonte de política hasta 3%, su efecto en la inflación promedio de 2005 es menor. Además, no sería extraño que, en ese caso, la discusión sobre un nuevo recorte se mantuviera por algún tiempo. Por otro lado, considerando parámetros históricos, un recorte de 50 puntos base (respecto de la



trayectoria implícita sin esa rebaja de tasas) permitiría aumentar la inflación promedio en aproximadamente 0,1% y 0,2% el primer y el segundo año, respectivamente, aumentando hasta en 0,3% a fines del horizonte de proyección. Finalmente, un recorte de 75 puntos base podría ser excesivo considerando, por un lado, las expectativas que existen para esta reunión (la encuesta revela mayoritariamente la opción de mantención de la tasa en 2,75%, con una minoría de 22% de las respuestas apuntando a una reducción de no más de 50 puntos base) y, por otro, el desvío respecto de 3% que muestran las proyecciones de inflación a fines del horizonte de proyección. Además, cabe consignar que para asentar la meta de inflación en 3%, puede ser suficiente reducir la tasa de política monetaria, sin que la magnitud de dicha reducción sea lo principal. Esto porque, por ejemplo, el solo hecho de reducir la tasa de política monetaria sería incoherente con querer orientar la inflación hacia una meta de mediano plazo de 2%.

12. En temas de orden más bien táctico, cabe considerar que, en el actual escenario, es probable que un recorte de tasas no tenga una duración particularmente prolongada. Ello por el fuerte impulso monetario que existe en la actualidad, que aumentaría con el recorte de tasas, y por el escenario de mayor crecimiento que se va asentando. Como se ha argumentado otras veces, una reversión de política transcurrido un tiempo muy breve es costoso para la comunicación y comprensión de la política monetaria. En el escenario actual, sin embargo, es probable que el tiempo para iniciar una reversión sea de algunos meses. Esta duración acotada también podría limitar la intensidad de los efectos del cambio de la tasa de política monetaria sobre las tasas de interés de largo plazo y el tipo de cambio. No es evidente, sin embargo, que la respuesta a este supuesto menor efecto sea un menor o mayor activismo.

El Presidente ofrece la palabra para discutir las opciones.

El Gerente General, don Camilo Carrasco, piensa que un movimiento de tasas hoy día tiene un efecto menor sobre la economía, especialmente si se consideran los mecanismos tradicionales de transmisión de la política monetaria, sin embargo, cree que hay un efecto señal que puede ser muy importante. Este efecto señal lo entiende como el mensaje que el Banco Central quiere dar al mercado o a los agentes económicos sobre qué aspectos le preocupan en este momento en el ámbito de su acción. Y en eso, dice, cabría preguntarse si preocupa que la inflación pueda irse por encima del rango meta y él diría que no, al menos en los próximos 24 meses. Además, a su juicio, si llegara a presentarse esa preocupación dentro de ese horizonte, cree que el Banco Central tiene la capacidad para reaccionar oportuna y suficientemente, sin causar ningún drama en la economía. No comparte la opinión que el Banco Central, por bajar la tasa hoy, no la pueda subir en unos meses más si las condiciones así lo ameritan.

Que la inflación pueda permanecer por un período prolongado por debajo del rango meta, a su juicio, es realmente una preocupación concreta y real. No está hablando de deflación, dice, es simplemente una situación que puede ser perjudicial para la economía y que puede prolongar innecesariamente tanto eventuales presiones para que se cambie la tasa o presiones para cambiar la meta. En esa circunstancia, cree que es más sano tomar una decisión de baja hoy, pero explicando con mucha claridad cuál es el mensaje de esa decisión, que se desea minimizar el riesgo de permanecer durante más tiempo que el prudente, con una inflación excesivamente baja y que igualmente se desea transmitir el mensaje que la inflación no superará el 3% en un largo horizonte y que si surge ese riesgo, el Banco Central puede revertir con toda oportunidad el grado de expansividad de su política monetaria.

El Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann, manifiesta que de manera análoga a como ocurrió en la reunión pasada, parece nuevamente un desafío, en términos comunicacionales, la decisión que se tome. Esto, en el sentido de que básicamente se tendrá que hacer hincapie en las novedades que puedan haber respecto de hace un mes atrás, y que eventualmente pudiese inducir a una decisión en términos de política monetaria distinta. En este sentido, es claro que las noticias, al menos en términos de actividad, han sido



más bien positivas, existiendo hoy día mayor certeza respecto a la recuperación de la economía, bajo el contexto de un escenario externo que se ha afianzado. Por lo tanto, en términos de comunicación naturalmente el análisis tendría que venir más bien por el lado de los precios, en el sentido de que habría una mayor persistencia de lo que se anticipaba en las caídas de precios, asociada a la competencia que se observa en algunos sectores, especialmente supermercados.

El Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera, señala que a partir del escenario planteado por la Gerencia de División Estudios para los próximos dos años, le parece que las conclusiones principales son de que habrá un período largo en que la inflación probablemente estará por debajo de la meta y el rango de tolerancia, y que esta situación se debe, en lo principal, a un shock de costos. Si el público entendiera que ésta es la situación y que se trata de una disminución transitoria de la inflación, cree que la recomendación de política monetaria sería mantener la tasa de interés sin cambios. Sin embargo, concuerda que puede existir un riesgo de que las expectativas inflacionarias disminuyan durante el largo período de inflación baja que prevé el Informe, lo que en la práctica podría aumentar el costo real del crédito. Por otra parte, le parece que la discusión sobre un eventual cambio de la meta inflacionaria que se ha generado por los diarios es artificial, sin sustento real en la sociedad. También le parece que la recuperación de la economía que se proyecta para el próximo año es modesta en comparación con la mejoría en los fundamentos de la economía internacional, la mejoría en el precio de los activos y las condiciones financieras, y otros antecedentes relativos a las expectativas internas. Las proyecciones preliminares revisan en medio punto porcentual positivo el crecimiento de la economía mundial, un punto porcentual completo el ingreso disponible, en dos puntos porcentuales positivos la demanda interna y eso se refleja solo en 0,3 décimas más de crecimiento del PIB para el próximo año. Esta revisión parece muy modesta en comparación con el resto de los antecedentes, pese a que aún no se han visto cifras concretas respecto de este mayor dinamismo. Si se comienza a evidenciar este escenario de franca recuperación, la probabilidad de que luego de disminuir las tasas se deba hacer una reversión rápida de la política monetaria aumenta.

Considerando lo anterior, si la intención del recorte de tasas es reafirmar la credibilidad de la meta, y no resolver un problema de demanda, entonces sería suficiente un recorte marginal de la tasa de 25 puntos base. Sin embargo, si el escenario de recuperación del crecimiento evoluciona en línea con lo que aquí se ha proyectado, entonces existe espacio para un recorte adicional de la tasa.

El Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés, cree que el comentario del señor Herrera es muy válido, señalando que ciertamente existen dudas respecto del efecto que tendrán cambios en el crecimiento en el mundo sobre el crecimiento de Chile. No obstante, las dudas más importantes no tienen que ver tanto respecto de que se materialice esa elasticidad, sino que sobre el escenario base sobre el cual se aplican estas elasticidades y deltas. Explica que cuando se comienza a tener proyecciones que se desvían excesivamente respecto de las de los analistas y el mercado, se está corriendo un riesgo innecesario. Entonces, más que la defensa del efecto del cambio en el escenario internacional, señala que tiene dudas respecto de que el crecimiento efectivo al final vaya a ser sustancialmente mayor al que se preveía en el IPOM anterior, bajo condiciones algo diferentes. Concluye en que se está siendo ex profeso cauteloso en el efecto que tiene el cambio en el crecimiento internacional sobre las proyecciones, pero la razón es que no existe base o nivel inicial sólida sobre la cual se hacen los ejercicios de cambios de proyección.

La señora María Eugenia Wagner manifiesta que más allá de las opiniones ya expresadas por el Ministro de Hacienda en reuniones sostenidas con el Presidente del Banco, el gobierno reitera la confianza en el Banco Central y su criterio para conducir la política monetaria.

Señala que tales opiniones han traducido la percepción por parte del gobierno que dadas las actuales tendencias de la actividad económica y del tipo de cambio, es altamente posible que la inflación se mantenga por debajo del centro del rango meta en el



futuro previsible. Si el Banco Central compartiera este diagnóstico y consecuentemente decidiera reducir los tipos de interés, el gobierno estima adecuado que la reducción sea lo más significativa posible dentro de lo que se estimare prudente, a objeto de evitar que en el futuro cercano se pudiese necesitar ulteriores reducciones que confundirían a los agentes económicos respecto del rumbo de la reactivación.

El Consejero señor De Gregorio manifiesta que ya por algún tiempo se han venido asentando proyecciones de inflación por debajo de 3% en todo el horizonte de políticas. Más aún, hoy se afianzan las perspectivas de una inflación anual media debajo de 1% el año 2004, e incluso llegando un par de meses a ser negativa. En suma, y a modo de resumen, se puede afirmar que la inflación está en torno a 50 puntos base debajo del centro del rango meta en 24 meses. En dicha trayectoria la inflación siempre estará por debajo de 3% e incluso muchos meses se ubicará fuera del rango meta. Esto reafirma la idea, ya enunciada en la reunión pasada, que se justifica una rebaja de la tasa de política monetaria. De todas las razones que se podrían esgrimir para mantener la tasa, la única que parecía válida era el riesgo de que la actividad se recupere más rápido de lo esperado. Efectivamente eso puede ocurrir, pero en el escenario actual ni con un crecimiento más acelerado, dentro de márgenes razonables, la trayectoria de la inflación se revertirá significativamente. Es cierto que se podría crecer aún más, pero, en la medida que haya más crecimiento, el impulso monetario se puede reducir cuando eso ocurra.

Es cierto que no parece conveniente bajar las tasas de interés ante la posibilidad que luego las tasas comenzarán a subir. Sin embargo, cree que es aún más riesgoso mantener cautela en un escenario de caída persistente de la inflación, e incluso un potencial, aunque no muy probable desanclaje de la meta.

Dado el esquema de metas de inflación, donde la inflación -y no el producto ni el tipo de cambio- es el objetivo de política y lo que debe guiar las decisiones del Consejo, a su juicio, se justifica una baja de tasa de interés.

Hay que argumentar y sobreenfatizar mucho sobre los riesgos de mayor crecimiento para sugerir cautela, pero el escenario central es contundente. Lo que una rebaja de tasa de política monetaria permite es que los mecanismos de transmisión de la política monetaria operen por la vía de aumentar el producto, es decir, reducir la brecha y depreciar el tipo de cambio. Esto significa que desde el punto de vista de la meta de inflación hay espacios para un crecimiento del PIB algo mayor y un tipo de cambio más depreciado.

Es importante destacar el tema cambiario que nos acompañará por un tiempo prolongado. La intervención cambiaria más efectiva es por la vía de la tasa de interés, y precisamente una rebaja de tasas lo que estará indicando es que la política monetaria está abriendo espacios para una depreciación mayor, o una apreciación menor. Desde el punto de vista del Banco Central debería estar claro que se habrá hecho lo más eficiente para debilitar el peso. Nadie puede argumentar que producto de distorsiones monetarias u otro desequilibrio macroeconómico se produce una apreciación del peso. Dado los espacios inflacionarios una reducción de tasas, aunque de efectividad limitada, quita presión sobre el tema cambiario y deja muy claro la forma en que opera el tipo de cambio flexible en un esquema de metas de inflación.

Se puede argumentar que el mercado no espera rebaja de tasas, lo que representaría una sorpresa. Efectivamente eso es lo que se quiere transmitir si el mercado o no posee la evidencia que aquí se tiene, o no entiende bien nuestra manera de hacer política monetaria. Es importante que el mercado entienda la forma de hacer política monetaria bajo esquemas de metas de inflación.

Desafortunadamente este mensaje puede ser debilitado por las opiniones de importantes autoridades del país, señalando la conveniencia de una rebaja de tasas. No es que haya problemas con el hecho que la gente opine, si hasta hay un grupo externo que da su opinión sobre lo que ellos consideran ser la decisión más adecuada exactamente un día antes de la reunión de política monetaria. Sin embargo, cuando autoridades de gobierno, o incluso



de quienes deberían evaluar nuestro accionar, dan sugerencias, nuestras decisiones, por más convicción que se tenga en ellas, pueden tener una interpretación confusa al mezclar el tema de la independencia del Banco Central.

Sabe que se toman las decisiones con plena autonomía, no obstante, y tal como se ha venido observando en la prensa, se argumentará que la decisión del Consejo puede haber sido la respuesta a presiones, en particular, de aquellos que opinan que la tasa no se debiera bajar. Sin embargo, ello no es una justificación suficiente para mantener cautela.

¿De qué magnitud debería ser una rebaja de tasas? De ocurrir una baja de la inflación, ya sea en la esperada en el horizonte de política o ya sea en la inflación actual, de acuerdo a la forma que se quiera pensar en algún tipo de regla de política monetaria, la reducción de tasas debería ser mayor que dicha caída de la inflación. Esto eliminaría la opción de 25 puntos base. Hay también una razón estratégica para descartar esta opción y es que dada las sugerencias que se ha recibido, una movida relativamente agresiva, en la medida que se justifique por supuesto, permite eliminar la sensación que se puede estar actuando por presiones externas. Hay que considerar también que en la medida que durante el próximo año, en particular durante el primer semestre, se observen inflaciones anuales negativas y por debajo del 1%, se estará nuevamente sometidos al cuestionamiento que aún se debe relajar más la política monetaria. Sin embargo, eso no constituirá ninguna noticia nueva, pues ya es parte de las proyecciones. Es importante transmitir esto al mercado y al mismo tiempo actuar con algún grado de agresividad hoy día para dejar claro que esta decisión es con toda la información y proyecciones disponibles sobre el curso de la inflación. No se justifica quedar con "deudas" en materia de tasas, y por ello piensa que de bajarse las tasas hoy no se debería volver a contemplar esta opción en la medida que no haya nuevos antecedentes en el horizonte de política.

A su juicio, se podría optar entre una rebaja de 50 o 75 puntos base y piensa que esta última opción no es para nada descartable. Señala que no tiene argumentos convincentes para descartar una u otra alternativa, pero dada la presentación de las opciones de política, indica que una reducción de 50 puntos base pareciera ser la que mejor recoja las percepciones y los juicios del Consejo.

El Consejero señor Desormeaux señala que la presentación de la Gerencia de División Estudios ha sido muy clara y que recalca lo mismo que se manifestó en la reunión del mes de noviembre en el sentido que se está frente a un shock de oferta que, en este caso, se ha amplificado y frente al cual la política monetaria está mal equipada para actuar. Se señala que en presencia de plena credibilidad de la meta, la inflación va a converger -aunque este shock sea más amplificado, aunque tal vez más lentamente- al 3% de inflación establecida como meta del Banco Central.

Paralelamente con este shock de oferta más fuerte se señala también que existen mejores perspectivas de la economía internacional y que como resultado de esto, las perspectivas de crecimiento futuro de la economía chilena son más auspiciosas y esto, en parte, compensa el efecto deflacionario o este shock de oferta.

Indica que el elemento nuevo que hay en esta reunión, más allá del hecho que el shock de oferta parece como más severo, es fundamentalmente la preocupación que se ha mencionado por un eventual desanclaje de expectativas, lo cual podría hacer más difícil retomar la trayectoria de la meta de inflación de 3%. A esto se suma un segundo factor que si las expectativas se desancian, esto pasaría a tener un efecto contractivo no deseado en la política monetaria y es lo que coloca hoy día sobre la mesa la posibilidad de un recorte de tasa.

Desea hacer énfasis en algo que señaló el señor Herrera. El riesgo que tiene una decisión expansiva hoy día, un recorte de tasa, es que la economía chilena podría muy bien tomar un curso más expansivo que el que ha sido considerado acá, y el propio Departamento de Estudios reconoce que ellos han sido muy cautelosos con las proyecciones de crecimiento. ¿Por qué? Porque en el pasado las proyecciones de crecimiento, por lo general, han terminado siendo algo más optimistas de lo que en la práctica se ha verificado.



Pero todos los antecedentes que hoy se presentan, refuerzan la idea de una economía internacional muy robusta y la economía chilena es una economía extraordinariamente abierta e históricamente, por lo tanto, es muy sensible a lo que ocurre con la economía internacional, por lo que no se puede descartar que la recuperación de la economía chilena tome un curso mucho más dinámico que el que está previsto en este análisis. El riesgo que se corre al usar el instrumental monetario para estimular la economía, es que al cabo de unos pocos meses se tenga que revertir esto y el acto de hoy día sea percibido como un acto temerario que, obviamente, afectaría en alguna medida la credibilidad del Banco Central.

Desde esa perspectiva surge como una alternativa a una baja de tasa, actuar sobre el verdadero problema que se está enfrentando hoy día que es el problema del desanclaje de expectativas a través de otros medios, de otros mecanismos. Si se pudiera hacer aquello, se corre menos riesgos manteniendo la tasa de interés y esperar, de esa manera, tener más información.

Por último, señala que algunos antecedentes que fueron mencionados por la Gerencia de División Estudios, como por ejemplo, una recuperación interesante que se está viendo en las importaciones de bienes de capital a ritmo de 20% sugiere que, a lo mejor, se está justamente a pocos meses de asistir a esa recuperación de la inversión que es lo que ha estado faltando para que esta recuperación realmente asuma un mayor dinamismo.

En suma, manifiesta el Consejero señor Desormeaux que la decisión de hoy es bastante difícil y en la que, en principio, preferiría optar por mantener la tasa, pero está dispuesto a sumarse a una mayoría si es que ésta se produce a favor de una baja de tasa.

La Consejera señora Ovalle señala que, en relación a la reunión pasada, de acuerdo a la información disponible, nos encontramos con una nueva disminución de la inflación esperada para el año 2004 y el año 2005. A ello se agregan datos más positivos respecto a la recuperación del crecimiento mundial, el mejoramiento de los términos de intercambio y también se ha observado una apreciación mayor del peso junto a condiciones financieras globales menos volátiles. A nivel interno, las perspectivas de crecimiento continúan consolidándose y se mantiene la confianza de los consumidores. No obstante, el panorama positivo en términos de crecimiento no compensa la baja de la inflación esperada para los próximos trimestres, aún con la tasa de política monetaria actual.

Las proyecciones de la Gerencia de División Estudios muestran que durante todo el horizonte de proyección la inflación se va a mantener bajo el 3% y durante los próximos trimestres estará bajo el 2%. Las principales causas de este panorama inflacionario son, en primer lugar, un escenario cambiario distinto al proyectado en septiembre que ha implicado una rápida apreciación de la moneda, no anticipada, con un traspaso importante a precios. En segundo lugar, han contribuido los menores márgenes de comercialización debido a la fuerte competencia, principalmente, en el rubro alimentos. Finalmente, el reajuste del sector público menor que el previsto en las proyecciones de mediano plazo. De estos elementos, la mayor incidencia en los precios la ha tenido el tipo de cambio.

De este modo, la discusión sostenida en la reunión anterior sigue muy presente y con más fuerza sobre las opciones de mantener o bajar la tasa de política monetaria. La reducción de las proyecciones de inflación para los próximos 24 meses es la desviación mayor y más persistente esperada desde que se estableció el rango, por lo que cree que el argumento de simetría respecto a las decisiones es válido y consecuente con el esquema de política. Bajar la tasa de política monetaria, en esta ocasión, es actuar con simetría y agrega credibilidad al actuar del Banco Central para mantener su meta y permite, en cierto sentido, una labor pedagógica ya que siempre se ha sostenido que se actuará en ambas direcciones. Hacerlo esta vez da un respaldo en caso de que el Consejo enfrente una situación inversa y de alguna manera es una señal al mercado de que se está reafirmando el rango. Asimismo existe holgura suficiente para hacer uso de la tasa de política monetaria como instrumento de política y al tomar esta decisión, se transmitiría a los agentes consistencia en el actuar. Por ello, no cree relevante el argumento de que no se debe hacer un movimiento de tasas porque un eventual recorte puede no tener una duración prolongada en el tiempo, en consideración a lo



expansiva de la tasa actual y las perspectivas de mayor crecimiento. Pero también, en el corto plazo, se puede hacer uso de nuestro instrumento en el sentido inverso si es necesario, lo que no va en contra del objetivo del Consejo. A lo anterior se agrega la necesidad de reconocer, que en virtud del nuevo escenario para la inflación, nuestra tasa actual ha perdido expansividad, ya que, cuando se fijó, se estaba pensando en una inflación de 3% para el horizonte de política y hoy la situación es distinta.

A su vez, las expectativas de inflación del mercado a todos los plazos se han corregido a la baja. Los diferenciales de tasa muestran expectativas bajo el 2%. El efecto de estas menores expectativas puede retrasar la convergencia al centro del rango, sobretodo considerando la baja inflación esperada en el corto plazo.

En síntesis, aún considerando que la principal causa de los bajos niveles de inflación observados y proyectados radica en shocks de oferta, sus consecuencias sobre el IPC total son persistentes en el caso actual, según lo muestran las proyecciones de inflación presentadas por la Gerencia de División Estudios. Sin duda, se está frente a una situación compleja en que la inflación se desvía en forma prolongada por debajo del piso del rango meta. Esto puede implicar que una eventual disminución de la tasa de política monetaria, dados los rezagos con que se sienten sus efectos, puede resultar poco efectiva y a destiempo. Sin embargo, tal como se dijo anteriormente, cree que es importante ser consistente con el actual esquema de metas de inflación y reconocer que habiendo holguras para bajar la tasa de política monetaria hay que aprovecharlas y dar una señal que en el corto plazo puede ser beneficiosa como incentivo a la demanda, aunque a mediano plazo tenga un efecto poco significativo.

Es necesario seguir enfatizando que el principal objetivo es mantener la inflación en un rango de 2% a 4%, centrado en 3%, y que esto se logra según las cifras en el horizonte de política. En la búsqueda de este objetivo nos comprometimos a ser lo más eficientes posibles desde una perspectiva de crecimiento y empleo. En otras palabras, se debe transmitir al mercado que es fundamental para la política monetaria mantener la inflación en torno a la meta, pero si para ello hay más de una trayectoria posible para la tasa de política monetaria, se escogerá aquella que tenga el menor sacrificio potencial de crecimiento de la demanda interna, de la actividad económica y del empleo.

Cree que en esta coyuntura, una baja de tasa es la alternativa que más se ajusta al compromiso del Consejo y por ello, está por una disminución de la tasa de política monetaria en 50 puntos base.

El Vicepresidente señor Marshall manifiesta estar de acuerdo en bajar en 50 puntos base la tasa de política monetaria.

El Presidente señor Corbo manifiesta que está de acuerdo en que el accionar del Consejo debiera estar solamente determinado por el objetivo central que es la estabilidad de precio que la han definido como una inflación centrada en 3% en un horizonte de 4 a 8 trimestres. Ese, dice, debería ser el modo de accionar, independiente de recomendaciones que se reciban de otra forma. Dentro de ese accionar, señala que no hay duda que las proyecciones que ha presentado la Gerencia de División Estudios muestra que durante todo el escenario de proyección, la inflación va a estar bajo el punto medio del rango meta, terminando en el cuarto trimestre del año 2005 en una inflación de 2,5%, medio punto por debajo del rango meta.

No hay duda también que de las proyecciones que ha presentado la Gerencia de División Estudios se deduce que existe una alta probabilidad que la abrupta e inesperada baja de la inflación observada en los últimos tres meses tenga un carácter más permanente de lo inicialmente estimado, llevando a que en todo el escenario de proyección la inflación se estacione por debajo del 3% bajo el supuesto de plena credibilidad en la meta de inflación. Una prolongación de una inflación muy por debajo del punto medio del rango meta puede, además, tomar una peligrosa dinámica -por una eventual corrección a la baja en la inflación



esperada de parte de los agentes económicos que la deje muy por debajo del punto central del rango meta, por la inercia inflacionaria y por la creciente presencia de contratos nominales en el sector financiero- que puede llevar a perpetuar, incluso más allá de nuestro escenario de proyección, una inflación bastante por debajo del 3%.

En el actual esquema de metas de inflación, el Consejo considera que una inflación centrada en 3% es un nivel adecuado para acomodar cambios en precios relativos y para evitar que shocks inesperados de oferta -como lo que se ha experimentado en los meses recientes- terminen por generar un período prolongado de bajas de precios (el riesgo de deflación). Dado lo anterior, la política monetaria tiene un rol clave que jugar para reducir la probabilidad que la inflación se estacione por debajo del 3% por un período prolongado de tiempo. Señala que es conveniente destacar que también existe el riesgo que con la consolidación de un escenario externo de franca recuperación de la economía global se termine con una aceleración del crecimiento -por encima de lo proyectado hoy- que lleve a un estrechamiento más rápido de las brechas de producto y de desempleo, con un rebrote inflacionario hacia el final del escenario de proyección. Sin embargo, con la información disponible hoy el riesgo de una inflación que se estacione por un período prolongado de tiempo por debajo del 3% supera al riesgo de una aceleración aún más pronunciada del crecimiento que termine llevando la inflación por encima del 3%. Además, si la nueva información disponible incrementa la probabilidad de un rebrote inflacionario, el Consejo como es habitual evaluará la conveniencia de alterar el curso de la política monetaria.

Por lo anterior, señala el señor Corbo que también vota por una rebaja de 50 puntos base en la tasa de interés, como una forma de asegurar que las expectativas de inflación vuelven en torno a la meta para defender la meta del 3% y eso debiera estar muy fuertemente reflejado en el comunicado.

Se somete a votación las opciones presentadas, manifestando los señores Consejeros su decisión de reducir la tasa de política monetaria en 50 puntos base.

En mérito de lo anterior, el Consejo, por la unanimidad de sus miembros, adopta el siguiente Acuerdo:

56-01-031211 – Tasa de Política Monetaria.

Se acuerda reducir la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, desde 2,75% a 2,25% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustan también en 50 puntos base.

V. Comunicado

“ En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió, por la unanimidad de sus miembros, reducir la tasa de interés de política monetaria desde 2,75% a 2,25% anual.

Desde la última reunión se han acumulado antecedentes que indican que las presiones de precios son menores a lo previsto. Tanto la inflación anual del IPC como la inflación subyacente IPCX, que excluye algunos bienes cuyos precios son más volátiles, se encuentran bajo 2%, pudiendo incluso la primera llegar a valores negativos en algunos meses del primer semestre del próximo año. A pesar de que la evolución reciente de la inflación se explica por la incidencia de factores de oferta, el reducido nivel que ella ha alcanzado, su persistencia y el efecto que ha tenido sobre las expectativas inflacionarias a mayor plazo configuran en la actualidad un riesgo relevante de que la inflación sea indeseadamente baja por un tiempo prolongado. El movimiento en la tasa de interés de política monetaria es coherente con acotar este riesgo, manteniendo las proyecciones de inflación, en el horizonte habitual de política de 24 meses, en torno a 3%.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 56
Política Monetaria
11.12.2003 20.-

Con relación a la actividad, la información más reciente confirma la mejoría de los términos de intercambio, en particular del precio del cobre, y del panorama de crecimiento mundial para el próximo año, mientras se afianzan condiciones financieras internacionales positivas. Estos factores, unidos a mejores expectativas internas y al impulso monetario, consolidan el panorama de mayor crecimiento de la actividad previsto para los próximos trimestres.

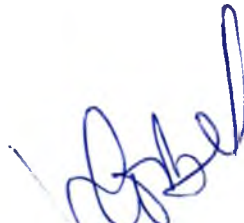
El Banco Central reafirma su objetivo de alcanzar una inflación centrada en 3%, en el horizonte habitual de política, y reitera que continuará usando sus políticas con flexibilidad, de manera de enfrentar las desviaciones que se proyecten en cualquier dirección, respecto de la trayectoria esperada de la inflación en relación con la meta establecida."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17,45

horas.



JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente



VITTORIO CORBO LIOI
Presidente



JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero



MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera



JOSE DE GREGORIO REBECO
Consejero



MARIA EUGENIA WAGNER BRIZZI
Ministra de Hacienda (S)



JORGE COURT LARENAS
Ministro de Fe (S)