



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 indización 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
Cg



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.

6
GJ



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.



BANCO CENTRAL DE CHILE

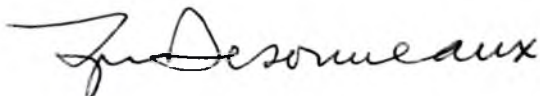
El Banco Central reitera que continuará usando sus políticas con flexibilidad, de manera de confrontar las desviaciones que se proyecten, en cualquier dirección, respecto de la trayectoria esperada de la inflación en relación con la meta establecida.”

El Consejo aprueba el texto del comunicado.

Se levanta la Sesión a las 17,50 horas.

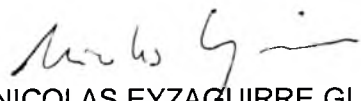

JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente


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)