

MINUTA

Acta correspondiente a la Sesión Ordinaria de Política Monetaria N° 45 celebrada el 13 de marzo del 2003

ASISTENTES

a) Consejeros, señores:

Carlos Massad Abud
Jorge Marshall Rivera
María Elena Ovalle Molina
Jorge Desormeaux Jiménez
José De Gregorio Rebeco

b) Otros participantes, señores:

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

b) Asiste también el señor Ministro de Hacienda, don Nicolás Eyzaguirre Guzmán y como especialmente invitada, la Asesora Macroeconómica del Ministerio de Hacienda, señora Bernardita Piedrabuena Keymer.

1. ACUERDO : Se acuerda mantener la tasa de interés de política monetaria en 2,75% anual.
2. MATERIA : Reunión Mensual de Política Monetaria correspondiente a marzo de 2003.
3. GERENCIA : División de Estudios.
4. POLITICA : Análisis de la coyuntura económica y evaluación de la política monetaria.
5. MINUTA : La sesión se inicia con la presentación de la Gerencia de División Estudios correspondiente a la Reunión Mensual de Política Monetaria de marzo del 2003:

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.
- 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 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. En 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 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 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 año 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 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 las 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 la información proporcionada por el Instituto Nacional de Estadísticas (INE). De acuerdo con esta última fuente, las ventas industriales de bienes de consumo habitual, señalaron en enero una tenue expansión respecto del mes anterior. Respecto de las ventas de bienes de consumo durable, se observó una caída, volviendo a niveles de comienzos del último trimestre de 2002.
- En contraposición, durante febrero las importaciones de bienes de consumo mostraron un aumento anual significativo (30,4%), lo que podría anticipar buenos resultados para los restantes indicadores de consumo en los primeros meses de 2003.
- Por el lado de la relación entre producción y ventas industriales durante enero se revirtió el crecimiento marginal de fines de 2002, retornando a los niveles promedio del cuarto trimestre del año pasado.
- En febrero, el índice de percepción del consumidor de ADIMARK cayó con relación a los meses previos. En general, hubo un empeoramiento en todas sus categorías, en especial las vinculadas con la situación económica de mediano y largo plazo, así como las asociadas a inflación, probablemente influenciadas por la coyuntura de precios y de la situación bélica en el Medio Oriente.
- Los indicadores de inversión en maquinaria y equipos no muestran signos de recuperación. En enero, las ventas de bienes de capital (INE), tuvieron un nuevo descenso en tendencia. Algo similar sucedió con las importaciones de este tipo de bienes que, si bien crecieron 5% anual en febrero, en tendencia tuvieron una reversión de la importante recuperación que observaban desde fines de 2002.
- En relación con el sector inmobiliario, durante enero los permisos de edificación anotaron un leve repunte, el cual se concentró fundamentalmente en autorizaciones a establecimientos.

Sector externo

- Durante el año 2002 el quantum de las exportaciones totales tuvo un crecimiento anual de 1,9%, similar al previsto hace algunas semanas. El crecimiento del volumen de las importaciones, por su parte, tuvo correcciones al alza respecto de lo previsto en la reunión pasada, con un aumento de 1,0% el que contrasta con el 0,2% anticipado

en febrero. Para el primer trimestre de 2003, se esperan variaciones de los quantum de exportaciones e importaciones del orden de 4% y 8%, respectivamente.

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

Mercado laboral

- En el trimestre móvil finalizado en enero el panorama del mercado laboral continuó con la recuperación exhibida a partir de septiembre de 2002. Eliminados los factores estacionales, el empleo continuó al alza con un incremento respecto del trimestre móvil anterior de alrededor de trece mil puestos de trabajo, explicado, principalmente, por una mayor ocupación en el sector privado.
- Por su parte, la tasa de participación siguió con la senda relativamente estable que registra a partir del trimestre móvil finalizado en octubre del año pasado. La tasa de desempleo, en tanto, fue la más baja desde principios de 1999: 7,6% para la serie original y 8,6% en términos desestacionalizados. Similar comportamiento tuvo la tasa de desocupación de la Región Metropolitana, que alcanzó 7% y 7,6%, respectivamente.
- Por otro lado, en febrero el número de vacantes —sin considerar efectos estacionales— se mantuvo relativamente estable con respecto al mes anterior.
- Sectorialmente, el comportamiento de la ocupación fue explicado principalmente por agricultura, caza y pesca, servicios comunales, sociales y personales y construcción, que en conjunto generaron más de 30 mil puestos de trabajo —en términos desestacionalizados— entre los trimestres móviles finalizados en diciembre de 2002 y enero de 2003. Pese a lo anterior, en lo referido al comercio, se observó un relativo estancamiento respecto del período anterior.

IV. Precios y costos

- En febrero el IPC tuvo una variación mensual de 0,8%, es decir, entre 0,2% y 0,3% por sobre lo esperado tanto por las proyecciones propias como por las del mercado.
- La reversión de la caída reciente del precio de los medicamentos (no esperada), junto con la trayectoria del precio del petróleo (prevista) y su efecto sobre los combustibles en el mercado interno, fueron las principales causas del incremento del IPC de febrero. Las caídas en los precios de los productos perecibles, vestuario y equipamiento para la vivienda compensaron solo en parte las alzas ya mencionadas. El alza en el precio de los productos médicos tuvo efecto sobre la inflación subyacente, en especial del IPCX1. Así, tanto la inflación del IPCX como del IPCX1 aumentaron 0,5% en el mes (2,1 y 1,9% en términos anuales).
- El aumento en el costo del barril de petróleo ha continuado afectando a los precios de los combustibles en el mercado interno y a la inflación IPC. La evolución en el curso del mes del precio externo del petróleo y de algunos de sus derivados (en especial la gasolina) anticipa la posibilidad de nuevos aumentos de precios en el mercado interno durante lo que resta de marzo. Sin embargo, la evolución que indican los precios futuros del petróleo hacen esperar una tendencia a la baja a partir del segundo semestre del presente año.
- A este elemento sigue sumándose la depreciación del peso en las semanas recientes, elemento que se espera siga el habitual canal de traspaso en las tarifas de los servicios públicos. Por ahora, el efecto combinado del precio de los combustibles y

del tipo de cambio hará aumentar la tarifa de la locomoción colectiva en \$20 a mediados de marzo, pudiendo producirse otro aumento de \$10 a mediados de abril.

- Con todo, las expectativas de los agentes respecto de la evolución futura de la inflación no han sufrido cambios de consideración. A un año plazo, la encuesta realizada a las mesas de dinero señala niveles de 2,8%. La encuesta de expectativas, en tanto, muestra un leve aumento con relación a los meses previos, con una inflación esperada a diciembre de este año que pasa desde 3% (mediana de las anteriores cinco encuestas) a 3,3%. A dos años plazo, el diferencial de tasas entre operaciones nominales y reajustables se sitúa en 2,7%, mientras que la encuesta de expectativas permanece en 3%.
- Por el lado de los salarios, durante enero, las remuneraciones nominales continuaron desacelerando su crecimiento anual, mostrando variaciones anuales medidas por el Índice de Remuneraciones por Hora y el Índice del Costo de Mano de Obra de 4,0% y 3,8%, respectivamente, los menores valores de que se tenga registro para estos índices. Lo anterior fue explicado por la evolución de la inflación hasta fines del segundo trimestre de 2002, la que es incorporada a los salarios vía cláusulas de indexación.
- 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.

A continuación, los participantes de la reunión analizaron las condiciones actuales de la economía y sus perspectivas a futuro, a partir de la presentación realizada por la División de Estudios.

- Uno de los participantes 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. Estas presiones alcistas se ven menos que compensadas por presiones deflacionarias derivadas del menor gasto y la menor actividad inducidos por el *shock* de oferta. Las presiones inflacionarias se manifiestan en los elevados niveles de inflación de febrero y marzo y la considerable alza en las expectativas de inflación del mercado a 2 y 5 años plazo.
- De acuerdo con la perspectiva para la inflación antes señalada, y bajo circunstancias normales, se debería recomendar una política monetaria más restrictiva. Sin embargo, los problemas de liquidez derivados del caso Corfo han introducido cierta incertidumbre financiera, que ha motivado una inyección de liquidez por parte del Banco Central durante los últimos días.
- Respecto de los escenarios inflacionarios planteados, otro de los asistentes considera que la variable fundamental es el tipo de cambio. Cuando existen *shocks* de carácter financiero que producen una fuerte alza de tipo de cambio, una disminución de la entrada de liquidez de inversión extranjera y un aumento de la incertidumbre, se afecta negativamente al producto y se produce una aceleración de la inflación. Sin embargo, se indica que existen dudas respecto del *shock* real derivado del aumento del precio del petróleo, en el sentido que se transforme en un *shock* financiero para Chile, pues a pesar de que se puede producir una desaceleración de las economías

producto de este *shock*, la actividad de los 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 la economía chilena, se debiera esperar un fortalecimiento de la moneda chilena.

- Se argumenta que en la medida que se tiene una instancia monetaria expansiva y la brecha tiende a cerrarse, en algún momento la tasa de política monetaria tiene que ser más alta. Lo anterior supone que en el punto de partida lo único que está desalineado es el producto potencial. Sin embargo, si también está muy desalineado el tipo de cambio (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.
- Otro asistente indica que es muy importante analizar qué pasa con el tipo de cambio en los distintos escenarios. Si existiera la seguridad respecto de los movimientos del tipo de cambio, sería más fácil la modelación. La evidencia empírica es contundente y muestra que alejarse del supuesto de *random walk* para el tipo de cambio no es fácil, 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. Se agrega que si se tuviese seguridad respecto de dónde tiene que estar o va a estar el tipo de cambio, se podría argumentar que el esquema de política es el equivocado.
- Se cree que hay un elemento que reduce en algo el énfasis de esta discusión, y es que los coeficientes de traspaso observados en los últimos años, dada la fuerte depreciación del tipo de cambio y la alta tranquilidad en materia inflacionaria, también operan en el sentido contrario. Se señala que en el futuro no sería raro que, incluso con apreciaciones relativamente significativas, vayan a traer una desinflación muy importante, en la medida que esto vaya acompañado de aumentos de 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.
- Se argumenta, además, que la intensidad de la transmisión de las devaluaciones a inflación en la actualidad es mucho más atenuada de lo que se pensaba en el pasado, con excepción de algunos precios de productos específicos, los que, sin embargo, tienen variaciones más bien transitorias. 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.
- Se piensa que de alguna u otra manera se pueden poner ciertas dudas respecto de lo que está pasando en el horizonte de mediano plazo de las proyecciones, tanto de inflación como de crecimiento, principalmente por los efectos del peor escenario por el lado de la oferta. Fundamentalmente, se están viendo peores noticias por el ámbito inflacionario, sin embargo, se considera que no son tan significativas como para cambiar el signo del ciclo, quedando tiempo aún para consolidar estos escenarios. Se estima que, en estos momentos, las turbulencias que se están viviendo hacen bastante aconsejable tomar decisiones con bastante cautela.
- Respecto de la discusión sobre la posible evolución del tipo de cambio, se dice que en el escenario base, 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, se indica que Chile lo hace relativamente mejor, y justamente por ser el tipo de cambio la válvula de ajuste, el desempeño de la economía es más favorable porque hay una depreciación de la moneda que permite

incrementar las exportaciones. Por lo tanto, no es del todo claro que vaya a haber una apreciación relevante en Chile si el mundo está peor.

- En relación con los supuestos, se indica que 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 y corresponden a una percepción más bien intuitiva de lo que es la realidad económica. Se 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. Para darle algo de crédito a la paridad descubierta, una trayectoria de mayor crecimiento económico que se ve acompañada 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 aparejada 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.
- Al respecto se manifiesta 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. Entonces, incluso en el escenario más posible en que Chile crece más, dado que desaparece tanto el *shock* petrolero como el financiero —lo que está implícito en el análisis de los socios comerciales— es cuestionable el supuesto que se utiliza sobre tipo de cambio.
- Sobre la consolidación del escenario base, existen aún dudas, más allá de los problemas financieros transitorios por los que se está pasando. Existen algunas dudas sobre que el escenario de recuperación sea algo optimista, y los problemas recientes del mercado financiero vengán a sumarse y generen consecuencias negativas sobre la confianza de los inversionistas, lo que puede tener cierta duración y afectar la inversión en los próximos trimestres. Se señala que los problemas financieros recientes son por ahora un argumento adicional para recomendar más cautela, tal como lo anticipa el mercado.
- Adicionalmente, se levanta otro punto de preocupación que se refiere a la incertidumbre de la recuperación mundial y el crecimiento de los socios comerciales, pues se considera que todavía no hay certeza del repunte de la economía de Estados Unidos que permita anclar bien las perspectivas futuras. Se concuerda con el diagnóstico que no existen todavía razones para pensar que la economía chilena se está moviendo hacia fuera del escenario central. La inflación se mantendrá alta en los próximos meses, pero convergiendo al centro de la meta hacia fines del período de proyección, de manera que lo que se hiciera hoy día con las tasas de interés no tendría ningún efecto respecto de lo que va a pasar en los próximos dos meses.

OPCIONES

- 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:

1. 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.
 2. 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.
 3. 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.
 4. 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*.
 5. Por último, la solución del problema geopolítico del Medio Oriente mantiene vigentes los escenarios de riesgo considerados en el Informe de Política Monetaria.
- 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.
 - 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 desvíe 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, en un escenario en que no existe un pronto retorno del precio del petróleo a niveles “normales”, el crecimiento se resentiría, aunque las 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.
- 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.

ACUERDO

El Consejo, por la unanimidad de sus miembros, 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.