

Informe de Política Monetaria de Enero de 2003: Presentación ante la Comisión de Hacienda del Senado

EXPOSICIÓN DE CARLOS MASSAD A., PRESIDENTE DEL BANCO CENTRAL DE CHILE, EN EL H. SENADO DE LA REPÚBLICA, EFECTUADA EL 15 DE ENERO DE 2003.

Introducción

Las tendencias recientes de la inflación en la economía chilena revelan que las presiones de costos son inferiores a las anticipadas un tiempo atrás. Estos hechos son el resultado de un proceso de baja de precios externos más intenso y prolongado que lo previsto, y de una tasa de crecimiento de los costos laborales más acotada. Estas noticias, junto con una leve tendencia esperada de apreciación del tipo de cambio real y niveles de inflación internacional moderados, acomodarán una suave descompresión de los márgenes de comercialización, que se mantienen reducidos, sin generar presiones inflacionarias de magnitud. Adicionalmente, el escenario del mercado del petróleo incorpora una tendencia a la declinación del precio respecto de sus niveles actuales. Así, aunque el panorama de holguras en el uso de la capacidad instalada no se ve alterado respecto de lo previsto en septiembre pasado, se esperan menores presiones inflacionarias gracias a la trayectoria más moderada de los costos. Con estos antecedentes, el Banco Central decidió aumentar el impulso monetario a comienzos de enero, recortando la tasa de política hasta 2,75%.

Para los próximos trimestres, se espera un menor dinamismo en los sectores exportadores de recursos naturales, pero el resto de la actividad interna ha continuado, *grosso modo*, la trayectoria de expansión prevista en septiembre del 2002, mientras que la composición de esta expansión muestra señales incipientes de cambio, con un mayor dinamismo de los componentes más persistentes de la demanda interna y algo menos de empuje por parte de los sectores exportadores.

Así, las noticias más recientes tienden a reafirmar un panorama de gradual aceleración para los años 2003 y 2004, apoyado en el

mejoramiento esperado del escenario internacional y en la actual política monetaria expansiva. Respecto de este último punto, cabe destacar la importancia de haber avanzado hacia la nominalización de la política monetaria. En el esquema previo, de indización a la UF, la inflación de diciembre (-0,4%) hubiese requerido, para evitar generar una tasa nominal equivalente negativa, tasas de interés de política de UF + 4,75%. Una tasa tan alta es claramente incongruente con la realidad que enfrentamos y hubiese atentado contra el logro de la meta de inflación en las actuales circunstancias al impulsarla por debajo del límite inferior de la banda a costa de una mayor volatilidad del producto y el empleo.

De esta forma, junto con la aceleración de la actividad global hasta tasas de crecimiento por encima del crecimiento potencial, la inflación se acercará gradualmente y con vaivenes al centro del rango meta a fines del horizonte de proyección. Persisten, en todo caso, riesgos asociados a los desafíos de estabilización que enfrentan diversas economías de la región, especialmente Brasil; a la incertidumbre acerca de la marcha de la economía internacional, particularmente las consecuencias del probable conflicto bélico en Medio Oriente, y al vigor que mantenga la expansión del gasto interno.

Evolución reciente de la actividad y perspectivas

Con respecto a la evolución reciente de la actividad y sus perspectivas, en la información más actual se aprecia un repunte del consumo privado. Los indicadores de consumo habitual —que representan alrededor de 70% del consumo total— registran una trayectoria positiva, tanto respecto de mediados de año como de lo que se proyectaba en el *Informe* pasado. Por un lado, las ventas de supermercados (Asach), que venían cayendo desde principios del 2001, experimentaron un punto de inflexión a mediados del 2002, luego de lo cual la tendencia se ha mantenido positiva. Por otro, el índice del Instituto Nacional de Estadísticas (INE), de ventas de supermercados, que ha crecido sostenidamente, ha incrementado su ritmo de expansión en el período más reciente (gráfico 1).

Además, las ventas industriales de bienes de consumo habitual, proporcionadas por el INE, se recuperaron de una contracción marginal, aunque mantuvieron una tendencia más bien plana todo el 2002. En tanto, los indicadores de gasto en consumo durable sorprendieron durante el cuarto trimestre del 2002, particularmente las ventas de bienes durables del comercio y la industria y de vehículos nuevos. Éstas últimas han mostrado un claro repunte después de los fuertes descensos experimentados a fines del 2001, no obstante las turbulencias en la región y los movimientos en el tipo de cambio (gráfico 2).

Esta trayectoria más dinámica se apoya en el crecimiento de las colocaciones de consumo, las que, desde principios del 2002

presentaban elevadas tasas de crecimiento anuales, toda vez que el número de clientes del sistema financiero mostraba también un claro incremento desde mediados del 2002 (gráfico 3).

Esto se ha dado en un contexto en que las reducciones de la tasa de interés de política monetaria (TPM) se traspasaron de manera significativa a las tasas de interés de la gran mayoría de los diversos tipos de operaciones de crédito a medida que transcurrió el año, en tanto que las tasas de interés de largo plazo alcanzaron niveles históricamente bajos durante el 2002. Esto refleja que la política monetaria expansiva está surtiendo efecto en las actuales condiciones de crecimiento e inflación, a pesar de la fuerte volatilidad financiera regional existente desde mediados del 2001; los principales mercados financieros internos han continuado funcionando con la flexibilidad y adecuación necesaria, lo que permite mantener el impulso que entrega la política monetaria (gráficos 4 y 5).

Durante los últimos meses se han acumulado nuevos antecedentes respecto de las características del traspaso de la política monetaria hacia las tasas de interés de mercado. En particular, existen nuevos trabajos del FMI e investigación propia del Banco Central que estudian empíricamente la proporción en que los bancos traspasan la tasa de política monetaria a sus clientes, comparándola, además, con la experiencia de otros países. La conclusión principal de ellos es que si bien en el corto plazo el traspaso no es uno a uno, la evidencia para Chile no dista de las prácticas en esta materia en países más desarrollados (cuadro 1).

En general, los movimientos de tasas de interés de política, tanto en Chile como en el resto del mundo, no son traspasados, en forma instantánea, a las tasas de colocación de mercado. Con todo, es destacable que el caso chileno se encuentre entre aquellas economías en que el traspaso promedio es más acelerado. Sin embargo, se observan diferencias entre las diversas instituciones en lo que atañe al tipo de operación, lo que se atribuye principalmente a variables microeconómicas.

Finalmente, no hay evidencia de que en Chile existan asimetrías a nivel agregado en la reacción de la tasa de interés promedio entre períodos de alzas y bajas de tasas de interés. Si bien estos resultados indican que el caso de Chile no es anormal, ello no implica que no exista espacio para aumentar la velocidad de traspaso de tasas de interés de política monetaria a tasas de interés bancarias. Esto es así especialmente en el caso de los créditos de menor monto, donde se observa lentitud. Lamentablemente, no existe información comparable en otros países.

Las expectativas de los hogares también han mejorado en los últimos meses. La última medición del Índice de Percepción

Económica (IPEC) muestra un repunte significativo en las perspectivas globales, atribuible al término de las negociaciones del Tratado de Libre Comercio (TLC) con EE.UU. y a una mejora incipiente de las percepciones acerca del desempeño del mercado laboral (gráfico 6).

Estos resultados son coherentes con el hecho de que la tasa de participación laboral ha tenido incrementos en las últimas mediciones, luego de siete trimestres móviles de caída, mientras que el nivel absoluto de ocupación presenta una aceleración en el margen, de acuerdo con cifras del INE. Esto ocurre a pesar de que no se registran quiebres significativos en la trayectoria de la tasa de desocupación nacional desestacionalizada.

A su vez, de acuerdo con la encuesta de la Universidad de Chile, la tasa de desocupación del Gran Santiago presenta disminuciones de consideración en relación con el año 2001. Un conjunto de antecedentes adicionales indica que la creación de empleo, al menos en el sector formal de la economía, está afianzándose. Los indicadores de vacantes ofrecidas, la ocupación reportada por la Asociación Chilena de Seguridad (ACHS) y el número de cotizantes en las AFP, muestran incrementos sostenidos desde hace varios trimestres. En todo caso, para la consolidación de este mejor entorno laboral es importante que se mantenga la actual trayectoria de crecimiento moderado de los salarios promedio de la economía, acorde con los actuales niveles de desocupación (gráfico 7).

De acuerdo con lo previsto hace unos meses, la inversión continúa en una senda de bajo crecimiento. De hecho, la formación bruta de capital fijo del 2002 no presenta cambios con respecto al 2001. A pesar del continuado dinamismo del mercado inmobiliario —que desde principios del año 2001 muestra buenos niveles de ventas— y de las reducidas tasas de interés para créditos hipotecarios, la velocidad de expansión de las ventas se ha desacelerado en meses recientes. Un fenómeno similar se ha producido con las colocaciones hipotecarias, las que no crecen a tasas tan elevadas como hace un tiempo (gráficos 8 y 9).

A pesar de que el *stock* de viviendas disponible para la venta ha disminuido, esto aún no se materializa en aumentos de los permisos de edificación, los que se mantienen en niveles bastante reducidos. En todo caso, por ahora no hay indicaciones de que se esté en presencia de un rezago diferente al histórico (gráfico 10).

El resto de los componentes de la inversión fija (como maquinaria y equipos e inversión no residencial) no presenta aún indicios de un cambio de tendencia (gráfico 11).

En todo caso, las tasas de inversión que se aprecian en la actualidad son congruentes con tasas de crecimiento económico superiores

a 4%, en la medida que se normalicen los niveles de contratación y la productividad crezca de acuerdo con patrones históricos. De esta forma, mientras no se recupere con mayor vigor la actual rentabilidad promedio de los negocios, es difícil esperar un incremento notorio en la tasa de inversión. Con todo, vale la pena destacar que las oportunidades de nuevos negocios que entregará el Tratado de Libre Comercio (TLC) con EE.UU., que se suma a los de la Unión Europea y Corea, así como su efecto en las expectativas de los inversionistas, deberían favorecer una recuperación de la tasa de crecimiento de la inversión (gráfico 12).

Los antecedentes disponibles indican que el proceso de acumulación de existencias continúa débil, lo que se evidencia en el estancamiento de las importaciones de consumo, en la estabilidad de la relación entre ventas y producción industrial y en los inventarios reportados por las sociedades anónimas que publican Fichas Estadísticas Codificadas Uniformes (FECU) (gráfico 13).

Esta es una indicación positiva para sustentar el repunte observado en el gasto. El gasto público fue menos dinámico en la segunda mitad del 2002, lo que apunta a que el consumo privado ha sido el componente que más ha contribuido a la aceleración de la demanda interna durante este período. De esta forma, parte de la reciente caída de las existencias puede haber sido sorpresiva, lo que motivaría un proceso más intenso de acumulación durante el primer semestre de este año, en la medida en que el consumo continúe afianzándose.

Por el lado de la política fiscal, el 2002 habría cerrado con cifras cercanas a las adelantadas en la reciente discusión presupuestaria, con un déficit contable de 0,9% del PIB, coherente con un superávit estructural cercano al 1% del PIB. Para el 2003 las finanzas públicas continuarán enmarcadas en la regla de superávit estructural, lo que implica un crecimiento del gasto con efecto macroeconómico equivalente a 3,4%, y una inversión pública que aumentará cerca de 7% en términos reales. Con ello, se espera un balance convencional igual a -0,7% del PIB para el 2003. Es importante destacar que estas cifras no deterioran de manera significativa la posición de deuda neta o bruta del Gobierno Central. De hecho, los excelentes resultados de la reciente colocación de un bono soberano refuerzan la idea de que el impulso macroeconómico de la política fiscal de años recientes y previsible en el horizonte de proyección no ha comprometido la estabilidad financiera de la economía como un todo (gráfico 14).

Además de los antecedentes acumulados respecto de la evolución del consumo, las noticias por el lado de la actividad global provienen principalmente del sector exportador, al constatar un crecimiento de las exportaciones de bienes y servicios durante el 2002 menor al previsto hace algunos meses. La gran minería del

cobre ha concentrado las mayores novedades, debido a los elevados niveles de existencias durante el 2002 y a los bajos precios en los mercados internacionales (gráfico 15).

Aunque se espera una reversión de la fuerte caída experimentada por la producción en el año 2002, lo que aportará medio punto de crecimiento global al 2003, esta magnitud es significativamente inferior a la prevista, debido a los recientes anuncios de recortes en volúmenes por parte de importantes empresas del sector (gráfico 16).

En todo caso, por su naturaleza, los vaivenes de la actividad en sectores ligados a recursos naturales, en general no afectan en forma directa las tendencias subyacentes de la inflación ni las presiones de costos. En efecto, al determinarse la producción de estos sectores, principalmente por condiciones de precios internacionales o de disponibilidad física de recursos, y al demandar una porción pequeña de la fuerza laboral, sus fluctuaciones no se asocian con cambios en el gasto interno ni están asociadas a alteraciones en las condiciones del mercado laboral. Además del sector minería, esto sucede especialmente con los sectores de energía y de pesca.

Adicionalmente, revirtiendo la tendencia de los dos años anteriores, el valor de las exportaciones no tradicionales hacia América Latina sufrió una caída durante el año 2002 la que, de acuerdo con cifras a noviembre, alcanzó casi 8%. Destacaron dentro de esta caída los menores envíos a Argentina y Brasil que, en conjunto, representaban el 30% del valor de los destinos del 2001, reduciéndose a algo menos de 20% en el 2002. A estas caídas se suma un importante descenso del valor de los envíos a Venezuela (cuadro 2).

Estas menores exportaciones no fueron redestinadas hacia otros mercados con la relativa rapidez que se suponía. En efecto, los envíos hacia América del Norte y Asia tuvieron modestos incrementos, mientras que solo los envíos a Europa tuvieron un aumento algo mayor, aunque con una incidencia menor en el agregado. El crecimiento económico en las distintas zonas geográficas de comercio, menor al inicialmente esperado hace un año contribuyó, sin duda, a que no pudiera realizarse con prontitud el redestino esperado de las exportaciones no tradicionales. Por razones similares, el flujo de entrada de turistas durante el año 2002 también fue más débil que lo previsto.

En todo caso, una serie de factores hace que hacia adelante se espere un panorama más promisorio para las exportaciones durante los siguientes dos años. Por una parte, aunque el impacto directo en el comercio de los acuerdos comerciales negociados durante el 2002 es pequeño en ese plazo, existen otros canales a través

de los cuales la liberalización comercial incrementa el bienestar, entre los cuales destacan una mejor asignación de recursos y menores precios para los productores, reducción en los costos de transacción, mayor seguridad y certeza al consolidarse las políticas del gobierno, mejor ambiente de negocios en los países. Todo esto incide positivamente en la inversión, tanto en capital físico como en capital humano, y en un mayor intercambio tecnológico que signifique aumentos de productividad (cuadro 3).

Por otra parte, las noticias en el entorno internacional tienden a reafirmar que la economía mundial, aunque con altibajos, está en una senda de crecimiento, suponiéndose que continuará sin sobresaltos en una trayectoria de recuperación del crecimiento de tendencia, gracias a la conjunción de políticas macroeconómicas expansivas en las principales economías.

En particular, las recientes reducciones de tasas de interés, por parte de la Reserva Federal de EE.UU. (Federal Reserve) y el Banco Central Europeo (BCE), deberían afianzar este panorama. Estos antecedentes apoyarán un incremento moderado de los términos de intercambio, entre 2,5% y 3% promedio anual para el 2003 y el 2004, gracias a una normalización de los precios externos (gráfico 17).

Basado en los precios a futuro y en las expectativas de los analistas del mercado del cobre, se anticipa un incremento en su precio hasta un promedio de US\$0,76 por libra en el 2003 y de US\$0,82 por libra en el 2004 (cuadro 4).

A estos antecedentes se suma el que no se esperan desviaciones sustanciales en los niveles alcanzados recientemente por el tipo de cambio real, lo que junto con precios de exportación, en general algo mayores, debería continuar apoyando los retornos de diversos sectores exportadores. La estructura de tasas de interés de mediano plazo indica expectativas de una leve apreciación del tipo de cambio real en los próximos años. La escasez de flujos de capitales a economías emergentes, en particular Latinoamérica y Chile, se aprecia como bastante persistente, lo que es coherente con este panorama para el tipo de cambio (gráficos 18 y 19).

Este escenario central no considera turbulencias mayores en los mercados financieros, pero tampoco un resurgimiento significativo de los flujos de capitales en la región. Todo ello permite esperar que la política monetaria expansiva continúe contribuyendo a robustecer el gasto privado, en particular, el consumo y la inversión. En un plazo más largo, este impulso de la política monetaria, las mejores condiciones previstas para el entorno internacional y una paulatina recuperación de los niveles de confianza de los distintos agentes, favorecerán una aceleración del crecimiento.

Se proyecta que existirá, en el escenario central, una reducción parcial en las holguras de capacidad que existen en la actualidad.

En particular, se estima que la brecha entre la capacidad productiva utilizada y la disponible, —que es el factor relevante para determinar presiones inflacionarias, más que una tasa de crecimiento particular— se reducirá en aproximadamente 1% del PIB hacia fines del horizonte de proyección.

Se supone, además, que el crecimiento potencial anual para los próximos dos años fluctuará en un rango de 3,5% a 4%. En este contexto, la evolución precisa de la actividad en el corto plazo dependerá principalmente de los cambios que, por factores de oferta, tengan sectores de oferta ligados a la explotación de recursos naturales, previéndose que en el escenario central de este *Informe* el crecimiento en el 2003 se ubicará entre 3% y 4%.

Por su parte, el crecimiento de la actividad durante el 2004 se ubicará por sobre el crecimiento potencial de la economía. En todo caso, como es de esperar, la incertidumbre asociada a la proyección para el 2004 es bastante mayor que la respectiva para el 2003. El gasto, en tanto, tendrá una expansión que se espera sea mayor que el crecimiento del PIB en el bienio, apoyada por un mejoramiento del ingreso nacional, con lo que el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos se ubicará aproximadamente en 1% del PIB (cuadros 5 y 6).

Estas cifras de crecimiento esperado son levemente inferiores a las del último *Informe*, lo que se asocia esencialmente a perspectivas menos dinámicas para los sectores vinculados a la explotación de recursos naturales. En efecto, no se aprecia un panorama muy distinto para el resto de la economía, cuya evolución está más ligada al desenvolvimiento de las presiones inflacionarias subyacentes (gráfico 20).

De todas formas, las expectativas de crecimiento de analistas privados también se han reducido. En particular, de acuerdo con la encuesta de expectativas del Banco Central, la mediana del crecimiento esperado se ha reducido en algunas décimas desde septiembre del 2002, pasando de 3,5% y 4,5% para el 2003 y el 2004, respectivamente, a 3,1% y 4,2% para los mismos años. Por su parte, la proyección promedio de crecimiento para el 2003 reportada en el último número de *Consensus Forecasts* fue de 3,3%, cifra que se compara con el 4,1% de la última edición disponible para el *Informe* anterior (cuadro 7).

Perspectivas para la inflación

Respecto de la evolución de los precios, cabe destacar que las tasas de inflación total y subyacente se han mantenido en torno a 3% y 2%, respectivamente, con fluctuaciones pronunciadas en la inflación mensual asociadas al precio del petróleo y al tipo de cambio. La rápida depreciación del peso hasta octubre pasado se

deshizo con igual velocidad en noviembre lo que, por ahora, disminuye la probabilidad de escenarios cambiarios que pudiesen afectar drásticamente la trayectoria de la inflación futura.

En este sentido, la política de intervención cambiaria anunciada a comienzos de octubre ha facilitado el mejor funcionamiento del mercado, acotando los riesgos de escenarios extremos. Tendencias fundamentales han apoyado esta apreciación del peso durante las semanas más recientes, en particular el mayor precio del cobre, la estabilidad relativa de las condiciones financieras en Brasil, y la exitosa finalización de negociaciones para lograr un acuerdo de libre comercio con EE.UU.

A su vez, la incertidumbre del conflicto en el Medio Oriente sigue presente lo que, junto con las turbulencias en otros países productores de crudo, ha afectado el precio del petróleo durante las últimas cuatro semanas. Así, aunque tanto por el lado cambiario como por el lado del precio del petróleo subsisten riesgos relevantes, los niveles actuales y las trayectorias esperadas de estas dos variables están en gran medida alineadas con lo proyectado en el *Informe* anterior.

Con relación al petróleo en particular, el escenario base de este *Informe* espera que en el curso de este año se produzca una reducción sustantiva del precio del crudo. Ello considera que las actuales dificultades por la que atraviesa la industria petrolera venezolana junto con la posibilidad cada vez más cierta de guerra en el Medio Oriente son fenómenos transitorios, a lo que se añade el aumento de cuotas y la sobreproducción de la OPEP, junto con el hecho de que los procesos productivos de los países dependen cada vez menos de esta materia prima.

Así, aunque para el primer trimestre de este año se espera que el precio se mantenga en los niveles actuales, e incluso supere los US\$30 el barril, debería converger a cifras en torno a US\$23 hacia fines de año. Con ello, el precio del petróleo promediaría US\$25 el barril durante el 2003. Hacia el 2004 se mantiene la estimación de septiembre en US\$23 el barril.

La trayectoria considerada es similar a la prevista por analistas especializados, como el *Center for Strategic and International Studies* (CSIS), para escenarios de conflicto bélico, pero de duración e intensidad limitada. Los futuros en la actualidad se ubican algo por sobre esta trayectoria central, reflejando, justamente, los riesgos en torno a este escenario base, aunque convergiendo a niveles similares a los considerados en dicho escenario (gráfico 21).

Más allá de la incidencia de esta trayectoria que afecta sobre todo la inflación del IPC, las perspectivas para la inflación en el mediano plazo se han ajustado hacia abajo debido a que existen otros factores más persistentes, que reducen las presiones de costos esperadas para el 2003 y, eventualmente, para el 2004.

Por una parte, la compresión de márgenes de comercialización ha sido menor a lo que se estimó en el curso del año 2002, gracias a que los precios unitarios en dólares del promedio de las importaciones de bienes de consumo continuaron cayendo. Así, este proceso se prolonga ya, inesperadamente, por seis años consecutivos. En efecto, el precio de importación en dólares promedio de los bienes de consumo se redujo en 5,6% durante el 2002, luego de caer 3,5% en el 2001 (gráfico 22).

En parte, esto revela que la depreciación de las monedas en mercados emergentes que son socios comerciales relevantes de Chile ha sido intensa, y que ella no se circunscribe exclusivamente a Argentina y Brasil. Adicionalmente, ha aumentado la capacidad de sustitución de proveedores, lo que ha llevado a un cambio relevante en la composición por origen de la canasta de importaciones de bienes de consumo durable en años recientes, productos que también continúan experimentando mejoras en calidad y disminuciones de costos gracias al desarrollo tecnológico. China, por ejemplo, pasó de representar 15% de las importaciones de bienes de consumo en 1997 a 25% en enero-noviembre de 2002. La desgravación arancelaria unilateral, así como la asociada a la firma de diversos tratados de libre comercio también contribuyen al menor precio de las importaciones.

Por otra parte, se anticipa una desaceleración de los costos laborales. En particular, el reajuste del sector público aprobado recientemente, que es una variable relevante en la trayectoria de los salarios agregados en la economía, se ubicó claramente por debajo de los incrementos de años anteriores y de los observados, en promedio, en el mercado del trabajo (gráfico 23).

Adicionalmente, la tasa de crecimiento de los costos laborales unitarios privados se ha mantenido muy acotada, gracias al incremento en la productividad del trabajo y al moderado aumento de las remuneraciones nominales (gráfico 24).

En su conjunto, estas menores presiones de costos permiten acomodar una descompresión gradual de márgenes de comercialización que, en otras circunstancias, se habría materializado por la vía de aumentos en los precios minoristas.

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

niveles elevados, esperándose un cierre gradual en el curso de este año y el próximo (gráfico 25).

Con todos estos antecedentes, es posible que la inflación del Índice de Precios al Consumidor (IPC) se ubique transitoriamente por debajo del piso del rango meta hacia el segundo semestre de este año, para llegar a 2,1% en diciembre y acercarse a 2,8% a fines del año 2004. En este escenario, la inflación promedio llegará a 2,5%, y 2,4% en 2003 y 2004, respectivamente. La inflación subyacente (IPCX), que excluye los precios de las frutas y verduras frescas y de los combustibles, tendría, en tanto, una trayectoria cualitativamente similar, pero menos pronunciada, manteniéndose en torno a 2% por varios trimestres para luego llegar a 3,0% hacia fines del 2004. En promedio, se estima que el IPCX alcanzará 2,2% en 2003 y 2,8% en 2004 (gráfico 26 y cuadro 8).

Cabe notar, por último, que las expectativas de inflación que se deducen de los diferenciales de tasas de interés han sido bastante inestables en el último tiempo, pasando en solo un par de meses desde 3,6% a algo más de 2% para la inflación promedio en un horizonte de cinco años. Más allá de reflejar el cuadro de menores presiones inflacionarias que se ha discutido en este *Informe*, estos cambios podrían explicarse por algún grado de sobre-reacción de los mercados financieros en sus expectativas de inflación inducida por los movimientos de la inflación mensual y por cambios en los premios por riesgo asociados a la composición del portafolio deseado. No cabe, por ahora, atribuir a estos movimientos indicios de una desalineación de las expectativas de inflación respecto del 3%. Por su parte, la mediana de las expectativas de inflación de los analistas que recoge la encuesta del Banco Central no ha cambiado en los meses recientes, manteniéndose en 3% para fines del 2003 y 2004, con una dispersión reducida (gráfico 27).

Un punto final con relación a proyecciones de inflación tiene que ver con la trayectoria que ha presentado el dinero, en particular la tasa de crecimiento anual de dos dígitos del M1A que se aprecia desde hace varios meses. Algunos analistas han señalado que ello podría indicar presiones inflacionarias inminentes. Al contrario, la visión del Banco Central al respecto, con un conjunto de antecedentes recopilados recientemente, es que se puede concluir que la importancia del M1A como señal inflacionaria en la actual coyuntura es muy reducida.

En primer lugar, en un marco de política monetaria de metas de inflación con completa credibilidad, en el cual se usa la tasa de interés como instrumento de política monetaria, la cantidad de dinero es completamente endógena, por lo que el dinero que se observa en el sistema coincide, por definición, con la demanda de saldos monetarios. No existe, por lo tanto, un exceso de oferta o

de demanda de dinero, como el que habitualmente se puede identificar en economías en que el Banco Central tiene un objetivo para el crecimiento de los agregados monetarios.

En segundo lugar, lo anterior no evita que, como en cualquier economía monetaria, exista una estrecha relación entre nivel de precios y cantidad de dinero. Sin embargo, la causalidad de esta relación es tal que la supuesta señal inflacionaria que tiene el dinero es en extremo débil si la meta de inflación es creíble. Luego, para sacar conclusiones de política en función de la evolución de los agregados monetarios, dada la insuficiente estabilidad de la demanda por dinero, es necesario analizar el comportamiento de un conjunto de indicadores que permitan evaluar la validez del ancla nominal.

En particular, se aprecia que las expectativas de inflación de mediano plazo implícitas tanto en operaciones del mercado financiero como en encuestas se ubican en 3% o por debajo de esa cifra a todos los plazos. Por otro lado, en el 2001 y en el 2002 la emisión —así como el M2A y el M7— han crecido menos que el M1A. En efecto, las tasas de crecimiento nominal anual de la emisión, M2A y M7 se situaron entre 7% y 10% a diciembre del 2002, similar a lo acontecido con la evolución del crédito (cuadro 9).

Esto crea una interrogante de relevancia para el argumento que sostiene que el crecimiento del dinero es un signo de repunte inflacionario importante. *A priori* no existen razones de peso para que esta conclusión sea más válida con el M1A que con otro agregado monetario.

En tercer lugar, la utilidad del dinero como indicador de inflación es un asunto que debe determinarse empíricamente. Investigaciones recientes permiten apreciar que en el período 1986-2002 el dinero no contribuye de manera relevante a explicar la evolución de la inflación, debido a que la velocidad de circulación del dinero es altamente volátil. La evidencia internacional también indica que la evolución del dinero no es particularmente útil como indicador de presiones inflacionarias cuando se analiza el caso de experiencias de países de inflación reducida. A más abundamiento, no es inusual encontrar episodios en países de inflación reducida en los que el dinero ha mostrado aumentos importantes, sin estar acompañado por un aumento posterior en el nivel de inflación.

Más allá de aspectos empíricos de proyección, cabe destacar que las tasas de crecimiento del dinero M1A, que se observan en los últimos meses, son plenamente compatibles con la evolución de los argumentos de una demanda de dinero correctamente especificada, que considera que la semielasticidad del dinero con relación a la tasa de interés no es constante, lo que parece ser un fenómeno bastante claro para el caso chileno (gráfico 28).

Las proyecciones dinámicas (fuera de la muestra) y estáticas (dentro de la muestra) de la demanda de dinero siguen muy de cerca el comportamiento de este agregado en el último año, por lo que resulta difícil sostener que se está incubando un desequilibrio monetario y, con este, presiones inflacionarias (gráficos 29 y 30).

Escenarios de riesgo

Las tendencias centrales contenidas en este *Informe* constituyen el escenario que se estima como más probable. Sin embargo, como es habitual, existen riesgos relevantes que configuran escenarios alternativos tanto para la inflación como para el crecimiento. De partida, el escenario de conflicto bélico en el Medio Oriente puede tener consecuencias muy variadas en el entorno internacional. Una guerra prolongada y costosa, que afecte las reservas disponibles de crudo, podría significar precios del petróleo persistentemente elevados y turbulencias mayores en los mercados financieros, con consecuencias adversas para el crecimiento y la inflación internacional. En este sentido, se estima que, de mantenerse el precio del petróleo en torno a US\$30 el barril durante los próximos ocho trimestres, la inflación del IPC sería 1 y 0,5 puntos porcentuales superior al escenario base, hacia fines de 2003 y 2004, respectivamente.

La economía global ha mantenido un ritmo de crecimiento conforme a lo previsto hace algunos meses. La economía de los EE.UU., luego de crecer moderadamente en el 2002, se espera crezca a tasas similares este año, en un contexto en que la actividad industrial se recupera y el mercado laboral no muestra deterioros adicionales en la creación de empleo. Para el 2004 se espera un retorno a tasas de crecimiento más cercanas al potencial (gráfico 31).

No obstante estas expectativas positivas, subsiste la incertidumbre sobre si efectivamente el mundo desarrollado volverá a crecer a tasas de tendencia en un plazo corto, al igual que la firmeza con que evolucionarán los precios de los principales productos de exportación del país, en particular el cobre, a consecuencia de esta recuperación. Existe, por otra parte, algún grado de incertidumbre respecto del precio que el cobre alcanzará en el largo plazo, derivado de los importantes incrementos de productividad que ha tenido la industria. Más allá del efecto que tiene el ciclo económico global sobre el precio de los productos primarios, este factor limita la precisión de las proyecciones del precio del cobre para el 2004.

En la región, la nueva administración de Brasil enfrenta grandes desafíos para la estabilización macroeconómica. Aunque este es un riesgo importante para la estabilidad financiera regional, se ha visto que, frente a estos focos de incertidumbre en los últimos

trimestres, los mercados financieros internos han reaccionado con flexibilidad. Otros países de América Latina pasan también por momentos de inestabilidad que podrían agravarse, aunque sus consecuencias son, por el momento, menos relevantes que en el caso de Brasil.

Por el lado de la economía interna, el principal foco de incertidumbre está en la dirección que tomará el reciente repunte del gasto en consumo. El escenario central considera que, al menos, una parte de dicho repunte es más persistente y responde, con los rezagos esperados, a la política monetaria expansiva. Si esto no es así, y durante el primer trimestre del año 2003 se da una nueva desaceleración por un deterioro adicional de las expectativas de los hogares o por una reversión de las tendencias recientes en el mercado del trabajo, el dinamismo del gasto agregado en el 2003 será menor al considerado en el escenario base.

También es factible que las tendencias recientes se afirmen, lo que puede dinamizar el gasto en existencias y, eventualmente, la formación bruta de capital, acelerando la actividad. En este mismo sentido, las reales consecuencias de los importantes tratados comerciales firmados durante el 2002 y, desde una perspectiva más general, las posibilidades de que el PIB potencial recupere una senda de expansión más dinámica, están aún por verse.

En cuanto a la inflación, subsiste la incertidumbre sobre la trayectoria que tomará su componente importado, lo que se suma a los efectos directos por trayectorias alternativas de la actividad y el empleo. Esto incluye tanto los posibles vaivenes que pueda sufrir el precio del petróleo —con consecuencias más notorias para el caso de la inflación del IPC— como la rapidez con que se normalice el nivel de precios de los bienes importados.

A esto se agrega el riesgo de que la evolución más acotada de los costos laborales no sea lo persistente que se presume en el escenario central. Adicionalmente, desde el punto de vista de cómo se analizan las presiones inflacionarias más subyacentes, no existe plena seguridad respecto del real tamaño de las brechas de capacidad ni del nivel al cual deberían retornar los márgenes de comercialización en el largo plazo.

Con todos los argumentos anteriores, se estima que el balance de riesgos para el crecimiento es a la baja, mientras que el de inflación se encuentra sesgado al alza. Es decir, el *Consejo* estima que de darse escenarios alternativos para los precios, se considera que aquellos que resultan en mayor inflación son más probables y/o tienen asociadas desviaciones más pronunciadas respecto del escenario central. En el caso de la proyección de la inflación del IPC en doce meses, el intervalo de confianza al 50% de probabilidad va desde 1,7% a 2,6% para fines del 2003. En el caso de la

proyección del IPC a fines del 2004, el intervalo de confianza al 50% de probabilidad va desde 2,0% a 4,3%, reflejando justamente el balance de riesgos mencionado, todo ello bajo el supuesto de que la tasa de política monetaria se mantiene constante en 2,75% (gráfico 32).

El supuesto de trabajo de la tasa de política monetaria fija es fundamental para interpretar correctamente estos riesgos en torno a la proyección base de la inflación y del crecimiento. En efecto, esta distribución refleja la probabilidad de que se produzcan cambios en la *proyección de inflación*, y no en la inflación efectiva, pues se ignora el impacto de eventuales respuestas de la política monetaria sobre esta última. En caso de que las revisiones de las proyecciones fueran significativas, se requerirían ajustes sobre la política monetaria con el fin de estabilizar la trayectoria de la inflación en torno a la meta de mediano plazo. En este sentido, las probabilidades no reflejan el comportamiento efectivo de la inflación, sino una evaluación de los riesgos que son relevantes para la evolución de la política monetaria en el futuro.

Conclusión

En síntesis, el *Consejo* estima que la actual orientación expansiva de la política monetaria es compatible con mantener la inflación dentro del rango meta. En el escenario principal, se proyecta que

la inflación medida por el IPC se situará en 2,5% en promedio durante el horizonte de proyección, mientras que el crecimiento económico se acelerará alcanzando cifras que exceden a las del crecimiento del PIB potencial.

Es importante enfatizar el carácter condicional de estas proyecciones. Persisten factores de riesgo que pueden cambiar la trayectoria futura de la inflación, cuyo alcance es difícil de precisar con la información disponible a la fecha. Esto significa que, en próximas reuniones, el *Consejo* pondrá especial cuidado en la evaluación de cuatro asuntos principales: i) la marcha del crecimiento económico en las principales economías, el precio de los principales *commodities* y su impacto en los términos de intercambio; ii) el desarrollo de la situación financiera regional y los mercados financieros internacionales; iii) la evolución del gasto interno, en particular los distintos componentes de éste, como antecedentes que permiten evaluar el ritmo al cual se están cerrando las holguras de capacidad; y iv) los movimientos que tengan los distintos indicadores de costos, especialmente los asociados al mercado laboral y los costos importados. Como siempre, el *Consejo* reaccionará con flexibilidad frente a los eventos que, en una u otra dirección, pongan en peligro el logro de la meta de inflación, lo cual constituye la contribución fundamental de la política monetaria al progreso económico y social.