



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 28
DE POLITICA MONETARIA
celebrada el 10 de enero de 2002

En Santiago de Chile, a 10 de enero de 2002, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Carlos Massad Abud, con la asistencia del Vicepresidente don Jorge Marshall Rivera y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina, señor Jorge Desormeaux Jiménez y señor José De Gregorio Rebeco.

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

Asisten también los señores:

Gerente General Subrogante, don Carlos Pereira Albornoz;
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Jorge Carrasco Vásquez;
Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga;
Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de División Estudios Interino, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;
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 Gabinete de la Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo;
Jefe de Prosecretaría, doña Cecilia Navarro García.

Se encuentra también presente, especialmente invitado, el Coordinador de Política Económica del Ministerio de Hacienda, don Rodrigo Valdés Pulido.

I. Resolución sobre Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 27, celebrada el 13 de diciembre de 2001.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo el Proyecto de Acta de la Sesión N° 27, celebrada el 13 de diciembre de 2001, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

II. Resolución sobre Minuta del Acta correspondiente a la Sesión N° 26, celebrada el 8 de noviembre de 2001.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo la Minuta correspondiente al Acta de la Sesión N° 26, celebrada el 8 de noviembre de 2001, la que se aprueba sin observaciones.

III. Fecha Sesión de Política Monetaria del mes de julio de 2002.

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de julio de 2002, para el día 11 de ese mes.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 28
Política Monetaria
10.01.2002 2.

IV. Exposición.

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

La segunda parte del 2001 estuvo marcada por una serie de eventos que contrajeron el crecimiento de la actividad económica mundial y aumentaron significativamente la incertidumbre en los mercados financieros. Hacia mediados de ese año la actividad económica de Estados Unidos y Japón mostraba resultados que estaban por debajo de la trayectoria anticipada algunos meses antes, levantando dudas sobre la reactivación esperada para fines del mismo año. En el caso de Chile, esta situación de mayor incertidumbre se vio reforzada por las turbulencias en economías vecinas y el acoplamiento que, hasta octubre del 2001, mostraron los mercados financieros. También, las respuestas de política económica que se desarrollaron en las principales economías del mundo con posterioridad a los atentados del 11 de septiembre en Estados Unidos indicaban una reacción frente al panorama de mayor incertidumbre, especialmente en el corto y mediano plazo.

Este escenario está asociado a un entorno global de menor dinamismo en los niveles de actividad y de menor riesgo inflacionario, con las consiguientes consecuencias para la economía chilena. Sin embargo, desde fines del 2001, también se apreció que la mayor incertidumbre de los meses anteriores tendía a despejarse. De este modo, a partir del diagnóstico realizado a comienzos de septiembre pasado, que reconocía cierto riesgo inflacionario, la economía chilena ha transitado a una situación en la que la trayectoria de la inflación se encuentra bien ajustada al rango meta de 2% a 4% anual, en el horizonte relevante de la política monetaria. En efecto, mas allá de fenómenos coyunturales, se aprecia hacia el futuro un debilitamiento de las presiones inflacionarias de mediano plazo.

El proceso inflacionario se puede analizar como la respuesta de los precios a las presiones de demanda y de costos que se deducen tanto del mercado laboral como de los componentes importados en los procesos productivos. Es indudable que este último elemento tiene una importancia relevante. La compresión de márgenes durante el 2001, como consecuencia de que la trayectoria del tipo de cambio no fue anticipada, debería tender a deshacerse gradualmente, produciendo, por tanto, efectos de una sola vez en el nivel de precios.

En todo caso, la velocidad con la cual ocurre este proceso de descompresión depende de la evolución previsible de los costos, así como de las condiciones de demanda en los mercados de bienes finales. Respecto del primer punto, la importante apreciación del peso en los últimos dos meses provee indudablemente un alivio en aquellos sectores que habían experimentado una compresión sustancial de sus márgenes. Contrariamente a lo esperado, el aumento en la intensidad de los problemas de Argentina y el anuncio de moratoria en el pago de la deuda pública, lejos de traer más presión sobre los mercados financieros de la región, han implicado más bien una desvinculación entre estos mercados (incluido el chileno) y los vaivenes de la economía de ese país. Es así como, a pesar de sucesivos incrementos en el premio soberano argentino, el peso chileno se ha apreciado 8,6% entre fines de octubre y el cierre estadístico de este Informe. Junto a ello, parece persistir un panorama de precios deprimidos para el petróleo, en línea con la dificultad que tuvo la OPEP para coordinar el reciente recorte de producción. En el año 2001 la economía chilena cerró con una variación anual de los precios de 2,6%, por debajo de las proyecciones del último Informe. De hecho, al observar la evolución más reciente de los precios de bienes durables se aprecia que incluso parte de esta apreciación se ha traducido en menores precios minoristas.

Por otro lado, los indicadores de gasto muestran que no es fácil aumentar márgenes en las condiciones actuales: las importaciones de bienes de consumo continúan ubicándose en niveles por debajo de los alcanzados a principios del año 2001, mientras las ventas de bienes durables revelan caídas en el cuarto trimestre del mismo año. Tampoco facilita el incremento de los precios la sustitución a favor de bienes de consumo de origen local o de bienes



BANCO CENTRAL DE CHILE

importados de menor valor (y menor calidad), provenientes de países que han sufrido depreciaciones similares o aun mayores a la del peso chileno.

El deterioro de las condiciones de crecimiento global es, sin duda, una variable relevante que ha inducido la desaceleración del gasto y la actividad en Chile. La economía de Estados Unidos cayó más de 1% durante el tercer trimestre del 2001, esperándose para el cuarto trimestre una contracción algo superior. El sector industrial en los Estados Unidos ha mostrado la declinación más larga desde la crisis de los años ochenta, aunque con una profundidad menor que la de ese entonces, en tanto que la situación laboral se deterioró, reflejado en un aumento de la tasa de desempleo en el curso del año. El panorama en el resto de las principales economías no es mejor. La zona euro acusa la deprimida situación de Alemania desde el segundo trimestre, mientras que en Japón no se avizora ninguna señal positiva. El impacto de esta situación internacional sobre los precios de las principales exportaciones es similar a la estimada hace unos meses. Se prevé que el precio del cobre alcance durante este año un promedio de US\$ 0,72 la libra, llegando a US\$ 0,80 durante el 2003. Con esto, para el 2001 se estima una caída de los términos del intercambio en torno a 7%, que se revertirá sólo levemente en el 2002 y el 2003. Para el precio del petróleo sí se aprecia una corrección a la baja, en torno a 8%, en la trayectoria esperada para este año, en relación con septiembre y octubre.

Durante el año 2001 el menor dinamismo de la economía mundial y la reducida demanda externa incidió sobre todo en los precios de exportación, mientras que los volúmenes exportados de las actividades no tradicionales experimentaron un fuerte dinamismo. Junto con revelar una importante capacidad de sustituir los mercados de destino de los envíos, se muestra que la depreciación del tipo de cambio real desde el año 1999 ha mejorado la competitividad de parte importante del sector exportador. Con todo, el crecimiento de la actividad el año pasado se ubicó en 3,0%.

En todo caso, parte importante de la desaceleración de la actividad en el curso del año 2001 es atribuible a la evolución de la demanda interna, que cayó 0,5% respecto del año 2000. Específicamente, han sido los componentes más volátiles y sensibles al tipo de cambio, como la maquinaria y las existencias, los que explican este débil desempeño. Indicadores parciales revelan que la acumulación de existencias durante el segundo semestre del año 2001 fue similar a la experimentada en 1999, año de fuerte contracción de la demanda, mientras que la inversión en maquinaria y equipos, en términos desestacionalizados, se ubicó más de 4% por debajo del nivel alcanzado durante el primer semestre. Esto indica que el sucesivo empeoramiento del panorama económico mundial a lo largo del año, junto con las turbulencias en los mercados cambiarios y la incertidumbre generalizada en la región, pusieron una nota de cautela en estas decisiones de inversión. Ello debería revertirse en los próximos trimestres, dado los menores grados de incertidumbre que se aprecian en la actualidad.

Por otra parte, los componentes más permanentes del gasto interno mostraron un crecimiento sostenido, si bien modesto, a través del año 2001. El consumo privado se expandió algo más de 3,0%, similar al crecimiento del PIB, concentrándose en los bienes de consumo habitual y de origen doméstico. Esta trayectoria se sostiene gracias al moderado repunte del empleo hacia mediados de año, así como al sostenido crecimiento de los salarios y a la estabilidad en las colocaciones de consumo, que detuvieron una caída que se venía observando desde principios del año 2000. Por su lado, la inversión en construcción se vio impulsada por las favorables condiciones de crédito, compensando en parte el débil comportamiento de la inversión en maquinaria. La importante caída en el gasto se reflejó también en un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos de 1,6% del PIB, un punto porcentual por debajo de lo proyectado en el Informe de septiembre

Durante los próximos trimestres, lo más probable es que el crecimiento económico se base de forma más intensa en la demanda interna, lo que sustituirá el notable impulso positivo de la demanda externa en el curso del año pasado. Por el lado del consumo privado, se espera un incremento algo superior al experimentado en el último tiempo. Aunque el aumento del empleo desestacionalizado, que tuvo lugar a mediados del año pasado, se ha moderado de forma sustancial, el empleo en la construcción y la industria ha seguido creciendo en los últimos

6
mg



BANCO CENTRAL DE CHILE

meses, lo que muestra que los aumentos en productividad no prosiguen al mismo ritmo que lo hicieron el año 2000. Por su parte, la política fiscal, en el marco del logro del superávit estructural, inducirá un impulso positivo sobre la demanda agregada en el año 2002. En el presupuesto se considera un crecimiento real del gasto con impacto macroeconómico de 4,9%, esencialmente impulsado por la inversión pública, que crecerá 11%.

Para el año 2002 la proyección de crecimiento promedio se ubica en 3,2%, lo que refleja perspectivas de crecimiento para los principales socios comerciales de Chile casi dos puntos por debajo de lo estimado en septiembre, pero que incorporan el efecto de la fuerte combinación de políticas fiscal y monetaria expansivas en los Estados Unidos. Esto está en línea con la percepción de la mayoría de los analistas, en el sentido que esta recesión internacional no será más duradera que las observadas en el pasado.

Durante el año 2003, también consistente con el repunte esperado de la actividad mundial, se espera un crecimiento doméstico de 5%. Como es habitual, estas proyecciones se realizan bajo el supuesto metodológico que la tasa de política monetaria se mantiene constante en 6,5%. De la misma forma, el supuesto de trabajo utilizado para el tipo de cambio supone una depreciación nominal del orden de 2% en el horizonte de proyección, respecto al tipo de cambio promedio observado durante el mes de diciembre. En este entorno, la proyección para el crecimiento del gasto interno llega a 4,8% anual promedio para el bienio 2002-2003, mientras que el déficit en cuenta corriente alcanzará a 1% del PIB, resultado de la mejora en los términos de intercambio y de una reducción sustancial respecto de septiembre en la cuenta de servicios financieros, como fruto de las reducidas tasas de interés internacionales. Aunque se espera un entorno global más conducente al crecimiento económico sostenido, no es posible anticipar una reversión de los flujos de capitales de la magnitud vista a mediados de los años noventa.

Además de estas perspectivas del crecimiento, la mayor estabilidad del tipo de cambio que se espera durante los próximos trimestres tiene también como contraparte menores presiones inflacionarias. La inflación del IPC y del IPCX se ubicaría en 2,7% y 3,2%, respectivamente, a fines del año 2002, alcanzando variaciones anuales de 2,5% y 2,2% el IPC y el IPCX hacia fines del próximo año. Estos reducidos niveles inflacionarios se explican en parte por el crecimiento de 3,2% proyectado para el 2002, el que hace persistir las dificultades para la descompresión de márgenes vía aumentos en precios finales. Los márgenes, además, se han visto acomodados por perspectivas de un tipo de cambio más apreciado y por la sustitución en el consumo hacia bienes de origen local, o bien importados de menor valor.

A diferencia del último Informe, estas proyecciones indican una mayor inflación en el IPCX que en el IPC durante el año en curso y una menor durante el 2003. Ello, por cuanto las perspectivas para el precio de los combustibles son más bajas que las previstas hace un tiempo, esperándose, en todo caso, una recuperación gradual en los próximos dos años. Inicialmente, tras los atentados de septiembre, los mercados vieron en el desplome del precio del petróleo un fenómeno transitorio. Pero en la medida que se consolidó el escenario deprimido para la actividad mundial, junto con los problemas de la OPEP para coordinar recortes de producción, la proyección para el año se redujo hasta US\$ 21 por barril (una caída de 8% respecto a las perspectivas del último Informe). Este cambio tiene una incidencia de algo menos de medio punto porcentual en promedio sobre la inflación anual a lo largo del año 2002. De hecho, la inflación anual del IPC se mantiene entre 2,5% y 3,0% durante todo el horizonte de proyección. La inflación del IPCX se ubica por sobre esto durante el 2002, para luego alcanzar entre 2,0% y 2,5% hacia fines del 2003. Las expectativas de inflación del sector privado muestran también una reducción respecto de lo esperado hace un par de meses atrás.

Las proyecciones de este Informe se construyen sobre la base de los eventos que el Consejo estima como más probables. Aunque menores que hace unos meses, siempre persisten grados de incertidumbre. En el ámbito externo, se observa hoy una situación recesiva en las tres principales economías del mundo. En todo caso, aparte de Japón, no hay evidencia que indique que la combinación de políticas fiscal y monetaria expansivas, sobre todo en Estados Unidos, no sea capaz de gestar un repunte de la actividad y del gasto en el curso de este año, evitando, además, un colapso de la confianza y de los mercados de activos. En esta situación,



BANCO CENTRAL DE CHILE

se estima que el balance de riesgos, en lo referido a actividad mundial, se encuentra hoy más equilibrado que hace unos meses. A la posibilidad de una recuperación súbita de la economía norteamericana, deben contraponerse las dudas respecto de la velocidad de repunte de las principales economías europeas, así como la situación de permanente incertidumbre en Japón. Por lo mismo, respecto del escenario base se estima que los riesgos para los términos del intercambio se mantienen también balanceados.

La situación financiera en Argentina claramente se deterioró mucho más de lo que se podría haber esperado hace unos meses. En todo caso, la situación de contagio financiero, aparente en el comportamiento del mercado cambiario hace unos meses, parece haberse debilitado de forma importante, lo que puede atribuirse a una serie de factores de carácter interno en el resto de las economías de la región. En el caso de Chile, destaca la solidez de las cuentas fiscales, el fin del proceso de cobertura cambiaria, el impacto de las reformas al mercado de capitales y el régimen de flotación cambiaria. Por otro lado, el efecto directo de la devaluación en Argentina sobre el tipo de cambio nominal en Chile debiera ser proporcional a la importancia del comercio con la vecina nación.

El Consejo estima que, entonces, es en el ámbito interno donde persisten los mayores grados de incertidumbre. El Consejo considera que la desaceleración del gasto durante el año 2001 respondió esencialmente a las turbulencias en los mercados financieros, por lo que debería producirse un repunte en la acumulación de existencias en el primer semestre del próximo año, al igual que un mayor dinamismo en la inversión en maquinaria. Esto se sustenta, en todo caso, en que las condiciones en el mercado laboral sean proclives a incrementos en la ocupación, de forma de sostener en el tiempo la confianza de los hogares, permitiendo tasas de crecimiento del consumo privado y de la inversión inmobiliaria en los próximos años por sobre las cifras del año 2001.

Escenarios alternativos más pesimistas se asocian con un deterioro mayor de la situación en el mercado laboral, con el consiguiente efecto sobre las expectativas de los consumidores y la postergación del proceso de reacumulación de existencias, o con una situación externa donde el crecimiento de la demanda externa se deteriora más allá de lo previsto. El conjunto de estos antecedentes lleva a estimar que el balance de riesgos para la actividad se encuentra sesgado a la baja. Escenarios alternativos de mayor crecimiento aparecen como menos probables que escenarios de menor crecimiento.

Con respecto a la inflación, más allá del impacto de las condiciones en los mercados de bienes y factores y de la trayectoria del tipo de cambio real, el precio del petróleo es una fuente importante de incertidumbre. Es posible que la OPEP consolide su control sobre el mercado del crudo, pero no es descartable que ocurra una situación inversa, con un precio que retorne de forma persistente a niveles bajo US\$ 20 por barril. Un escenario y otro están probablemente ligados al desempeño de la actividad mundial. Por lo tanto, el balance de riesgos para la inflación del IPC aparece como equilibrado.

En cualquier caso, el Banco Central continuará atento a la ocurrencia efectiva de alguno de estos escenarios alternativos, de modo de usar su política monetaria con toda la flexibilidad necesaria para no comprometer el logro de la meta de inflación. El Consejo prestará especial atención en los próximos meses a la velocidad de crecimiento del gasto interno y el empleo, así como a los desarrollos en la economía mundial, en particular el ritmo de crecimiento en Estados Unidos y la situación financiera en el resto de las economías emergentes.

El Presidente ofrece la palabra a los asistentes.

El Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic, manifiesta que su División está básicamente de acuerdo con las proyecciones de términos de intercambio porque son consistentes con la idea de una economía mundial que va a crecer, este año, a un ritmo parecido al del año pasado. Señala que durante el año 2003 va a crecer más rápido, pero



BANCO CENTRAL DE CHILE

solamente en niveles similares al crecimiento de la capacidad del potencial, por lo cual va a persistir una brecha a través del tiempo, lo cual dificulta un aumento más rápido en los términos de intercambio.

En el área donde tiene algunas diferencias con el análisis efectuado, es respecto de las proyecciones del precio del petróleo, que en el Informe se está suponiendo en US\$ 21 por barril para el año 2002 y en US\$ 23 para el año 2003. Su impresión es que nadie sabe con certeza cuáles son esas proyecciones, pero las encuentra un poco sesgadas al alza en el sentido que las cifras de los precios a futuro están indicando, para este año y para el próximo, un precio en torno a US\$ 20 por barril, y los analistas internacionales que han entregado proyecciones actualizadas también las han calculado en torno a US\$ 20 por barril. Supone que es razonable proyectar un aumento a niveles de US\$ 22 por barril, desde la perspectiva que la OPEP, que ha tenido cierto éxito en controlar sus niveles de producción, se muestra satisfecha con ese precio y en la medida que la economía mundial se reactive, el precio pueda ir a ese nivel "piso" de la banda de la OPEP. Pero eso apuntaría, más bien, a niveles en torno a US\$ 22 para el año 2003 y precios más parecidos a los actuales, de US\$ 20 para el 2002. Esto no tiene gran incidencia en los términos de intercambio, porque el precio del petróleo es solamente un componente menor, pero sí tiene importancia, aunque no tan grande, porque sólo se trata de una o dos décimas, sobre las proyecciones de inflación.

El Gerente de División Estudios Interino, don Klaus Schmidt-Hebbel, tiene dos observaciones a lo que ha manifestado el señor Jadresic. Primero, señala que un dólar más o menos depreciado a un 5% está dentro del orden de proyección, incluyendo los errores de la División Internacional y por tanto, no existe una diferencia significativa en la estadística que ha señalado el señor Jadresic. En segundo término, indica que no tienen incorporado el modelo en la inflación. Los efectos de una eventual aplicación de un impuesto a la exportación de gas argentino a Chile y sus efectos inflacionarios, para fines de las proyecciones de inflación y también de crecimiento, podría significar tener un pequeño sesgo hacia arriba, aunque no sea de carácter significativo, respecto de lo que podría ser el escenario central de los analistas internacionales respecto de este precio del petróleo. Por esas dos circunstancias, cree que se justifica la estimación del precio del petróleo que considera este nuevo escenario.

El Gerente de División Internacional, en relación al posible shock del impuesto a las importaciones de gas natural, en Argentina, hace notar que las últimas informaciones indican que las empresas petroleras negociaron con el gobierno argentino y llegaron a un acuerdo de traspasar 1.400 millones de dólares en los próximos 45 días, sin la necesidad de un impuesto. Esto podría revertirse en el futuro, por lo tanto es un riesgo, pero es algo sobre lo cual todavía no existe evidencia de que vaya a ocurrir.

El Consejero señor Desormeaux está de acuerdo, en gran medida, con el diagnóstico que se ha hecho y que es parte del Informe de Política Monetaria, pero desea hacer un contrapunto en dos aspectos en los que tiene algunas aprensiones. La primera es Argentina, donde los desarrollos de las últimas dos semanas muestran que la tesis de que se terminó el contagio, está en discusión, porque hasta el día de hoy, ese país no ha avanzado en la dirección de aprobar el Presupuesto y por el contrario, toma medidas como promesas de subsidiar al sistema financiero, de manera que aquí hay un riesgo, no menor, de que el problema argentino alcance proporciones que no han sido imaginadas ni en los peores escenarios; fundamentalmente, una monetización del déficit argentino e inflación y por tanto, un fenómeno que cuesta hoy día precisar, pero que nos va a afectar a través del tipo de cambio.

El segundo contrapunto es que en la economía mundial, estamos ante un punto de quiebre, en el cual terminaron de ajustarse a la baja las proyecciones y ya muchos analistas y bancos de inversión están comenzando a hacer correcciones hacia arriba, particularmente en la economía norteamericana. Tiene la sensación de que, en los próximos meses, esas proyecciones se van a seguir corrigiendo hacia arriba, y que el estímulo que tiene la economía americana por el lado monetario y el que puede tener por el lado fiscal, es considerable y que por lo tanto, hay una muy buena posibilidad de que, comenzando el año 2003, observemos mucho mejores términos de intercambio y ello se refleje en el crecimiento de la economía mundial.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Naturalmente, dice, aquí se ha seguido exactamente la misma metodología de antes, basada en las proyecciones de Consensus Forecast, pero cuando se está en un punto de quiebre, esa metodología tiene más limitaciones que en circunstancias más normales, lo que es necesario tener presente.

El Gerente de División Internacional, señor Jadresic, manifiesta coincidir en que la proyección respecto al precio del petróleo no es el único riesgo que hay que considerar y que el elemento de Argentina que ha sido destacado aquí es importante, que también se refleja en la evolución del tipo de cambio que hoy día ha cerrado a niveles de casi \$680 por dólar, que tiene aparentemente alguna relación con lo que está sucediendo en el país vecino. En el caso de la economía americana, comenta que efectivamente varios bancos de inversión han estado aumentando sus proyecciones de crecimiento para este año, sin embargo, hace notar que esas revisiones lo que han hecho es acercar las proyecciones de esos bancos de inversión a las proyecciones de Consensus Forecast que son las que se están considerando en este informe.

Mas allá de estos elementos de riesgo, cree que hay un par de elementos adicionales que vale la pena considerar. Por una parte, existe un riesgo de modelo, en el sentido que este modelo pudiese ser muy sensible a los últimos datos disponibles sobre inflación y sobre el tipo de cambio. Como se obtuvo en diciembre una inflación que es baja, eso puede explicar, en parte, las proyecciones de inflación relativamente bajas, pero hay que acordarse que, pocos meses antes, se estaba haciendo una proyección de inflación bastante más alta, en un momento en el cual la inflación había sido alta y el tipo de cambio venía subiendo. Por otra parte, contra este riesgo, vale la pena tener en cuenta, el evento de que no es tanto que el crecimiento sea más bajo de lo que está proyectado aquí de 3,2%, sino que la brecha entre el producto y el producto potencial esté subestimada. Ese riesgo juega un rol similar al del riesgo de un crecimiento más bajo, pero no tiene que ver con un riesgo tanto de crecimiento sino con un riesgo de cuál es el impacto sobre la inflación. En particular, sobre esto recuerda que hay una tasa de desempleo del orden de 9%. Las estimaciones a nivel internacional para la ley de Okun que relaciona la tasa de desempleo con la brecha entre producto potencial y efectivo, indica coeficientes del orden de 2% a 3% en general, y eso implicaría que si se supusiera una tasa de desempleo natural del orden de 6%, se estaría hablando de brechas, con esos parámetros, de entre 6% y 9%. Es probable que en el caso de Chile los coeficientes sean más bajos, pero de todas maneras hay un riesgo en la estimación que se hace de la brecha producto potencial que vale la pena tomar en cuenta, entre otras razones, porque ofrece una explicación posible de por qué la inflación del año 2001 terminó siendo más baja que lo que se proyectaba a inicios de año, no obstante la fuerte devaluación del orden de 20%, si se toman promedios mensuales durante el año. No es fácil explicar que la inflación resultante del año haya sido más baja, a pesar de tener una devaluación más fuerte. Uno de los elementos posibles que puede estar detrás es lo que ha ocurrido con la brecha entre producto y producto potencial.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, se refiere a dos puntos comentados por los señores Desormeaux y Jadresic. Uno, respecto al escenario internacional. Señala que el escenario central incluye ya el supuesto de que la política monetaria en Estados Unidos va a tener efectos. No se está hablando de un supuesto pesimista, sino que todo lo contrario, un supuesto de que efectivamente hay una recuperación bastante vigorosa en ese país. Frente a eso, indica que efectivamente es posible que se dé una solución de mayor dinamismo, pero todavía no hay ningún antecedente de que eso vaya efectivamente a materializarse. Por ello, el balance de riesgos respecto a esa variable, en particular, parecería estar equilibrado hoy día.

En relación al segundo punto que mencionó el señor Jadresic, la inserción de los modelos, manifiesta que es indudable que siempre los sesgos van en una dirección u otra y no existen antecedentes para decir que el sesgo vaya a ir en una dirección particular. Es verdad que la inflación resultó ser inferior a la que se proyectó en su momento, a pesar de una depreciación del tipo de cambio bastante por sobre lo que se esperó también en el modelo, pero fue en el contexto de un crecimiento económico que estuvo muy por debajo de las proyecciones de principios de año. El informe de enero del año pasado proyectó un crecimiento de 5,6% para la economía chilena y se terminó con una cifra de 2,5 puntos por



BANCO CENTRAL DE CHILE

debajo de eso, lo que se refleja prácticamente uno a uno con una mayor brecha de capacidad frente a lo que se proyectó en ese momento. Eso tiene un impacto sobre el escenario internacional.

El señor Ministro de Hacienda tiene dos comentarios. El primero es respecto al tema argentino, señalando que las exportaciones chilenas hacia a Argentina son pequeñas: de cada 25 dólares que se exportan sólo uno va a Argentina. A su vez, a la luz de los recientes episodios de depreciación mundial, es poco probable que la depreciación real de la moneda argentina alcance más de un 30% o 40%. Entonces, uno debiera preguntarse tomando en cuenta los fundamentos, cuánta presión le introduce la depreciación argentina al tipo de cambio en Chile, ¿Dos puntos? ¿Tres puntos? Dice que es cierto que en el corto plazo el costo sobre los distribuidores pueden hacer que ganen 30 o 40 pesos. No obstante, no se podría pensar en un shock persistente de cuatro puntos, cinco puntos derivado de la depreciación argentina. En segundo lugar, le parece que es poco sostenible un análisis que considere sólo los riesgos negativos sobre el tipo de cambio y la inflación de la situación argentina, que se asocian a si van a asegurar el pago de la deuda, si van a hacer pagar un impuesto a la inversión extranjera, si se va a transformar en un polvorín, si va a seguir el ejemplo de Ecuador. En particular se puede privilegiar en su conjunto aquellos riesgos que sean potencialmente mayores, pero a la hora de señalar esos riesgos necesariamente hay que mencionar una forma de proyección condicional. Expresado de otra forma, lo vería como una teoría de qué precio se está dispuesto a pagar por asumir ese riesgo. En el contexto de lo que es la política económica, lo importante es que a la vez que se mencione que hay un escenario de riesgo al alza, también pensar en cuáles son los potenciales riesgos a la baja de actividad e inflación.

El Consejero señor De Gregorio desea hacer un comentario respecto del tema argentino, señalando que no se debiera olvidar la experiencia del segundo semestre del año 2001. Cree que pasamos una prueba en el sentido de que hay fluctuaciones fuera de tendencia que, al final, el mercado se encarga de corregirlas. Esto tiene dos implicancias: la primera, respecto a lo que más preocupa que es la inflación. Parte del menor traspaso inflacionario que habría en regímenes de flotación que en regímenes de tipo de cambio fijo que en el primero no hay certeza de la persistencia de los movimientos del tipo de cambio. En cambio, en regímenes más rígidos existe bastante mayor seguridad.

En segundo lugar, a su juicio, es cierto que Argentina no está pagando sus deudas, que va a tener una o dos monedas, que va a haber una devaluación bastante fuerte. De eso hay bastantes antecedentes, de manera que los mercados financieros ya tienen incorporadas dichas expectativas y si se confía en la fortaleza y el manejo de nuestra economía, cree que es difícil justificar que se pueda tener de manera sistemática presiones sobre el peso y un prolongado contagio que sea dañino en materia de inflación.

El Presidente señor Massad comparte la visión de que existe un riesgo importante con nuestros vecinos, aunque cree que es transitorio. En realidad, dice, mirado desde el punto de vista de mediano plazo, el Ministro ha señalado que la importancia relativa de Argentina en nuestro comercio es muy chica; desde el punto de vista del corto plazo hay probablemente transferencias de activos que pudieran producirse, que llevarán a precios muy atractivos a algunos inversionistas nacionales que quisieran invertir allá o a otros inversionistas a buscar cobertura en el mercado de pesos, pero esas son influencias transitorias como se observó ya el año pasado, que, después de un cierto tiempo, se reviertan en una situación normal. Afortunadamente, al parecer, estas presiones sobre el tipo de cambio están ocurriendo justamente en los momentos en que nuestras presiones inflacionarias parecen ser las menores, de modo que en cierto sentido nos ayudan, tal vez, incluso a estabilizar un poco el ritmo inflacionario de los próximos meses y evitar un salto muy grande en la tasa de inflación.

Cree que el informe, como está presentado, está bastante bien balanceado y muestra con bastante realidad que las perspectivas de inflación hacia el futuro apuntan a tasas de inflación que se mueven por debajo del centro de la meta y que se aproximan hacia su parte inferior. Al mismo tiempo, no se prevén eventos que pudiesen reducir bruscamente la brecha del potencial o que pudieran afectar otras variables que pusieran en riesgo la meta.



BANCO CENTRAL DE CHILE

inflacionaria. Con la confianza en que la política, que está ya definida, apunta en la dirección correcta, piensa que se está en una situación en que se puede mirar hacia adelante y buscar formas de mantener la inflación dentro del rango meta y cerca del centro.

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

Al respecto, el señor Schmidt-Hebbel señala lo siguiente:

El Informe de la División Estudios presenta una situación macroeconómica de menores presiones inflacionarias presentes y proyectadas futuras, en relación a las anticipadas hace un mes. Las perspectivas anteriores se insertan en una situación internacional menos incierta que en el pasado reciente, reflejo de una probable recuperación de la economía mundial a partir del segundo semestre de 2002. La crisis en Argentina aún no parece tocar fondo, pero el grueso de sus efectos financieros parecen haber sido absorbidos en la región y en Chile. No obstante, lo anterior no debe hacer descartar adicionales consecuencias adversas para Chile, de carácter transitorio, de agudizarse el escenario adverso en el país vecino.

Las menores presiones inflacionarias de mediano plazo se deben a la conjunción de los siguientes factores:

- (i) menores tasas de crecimiento real, proyectadas en 4,1% anual promedio para 2002 y 2003, en vez de la estimación de 5,1% para el mismo período del Informe de septiembre,
- (ii) más débiles presiones de demanda, reflejadas en tasas de crecimiento anual promedio del gasto de 5,6% para 2002 y 2003, versus 6,5% en el Informe anterior.
- (iii) menores presiones de costos, debidas a la apreciación del peso chileno a partir de octubre, un traspaso muy bajo de las devaluaciones previas a precios internos y un precio del petróleo en torno a 10% más reducido.

Este panorama se acompaña de una trayectoria de inflación mensual muy reducida, e incluso negativa desde octubre, y que se espera continúe durante enero y febrero.

Las proyecciones de los aumentos anuales para el IPC, el IPCX y el PIB, condicionales a la mantención de la tasa de política monetaria en su nivel actual de 6.5% y a los demás supuestos del escenario base, son las siguientes para los dos próximos años:

	2002	2003
Var. % IPC dic a dic	2,7	2,5
Var. % IPCX dic a dic	3,2	2,2
Var. % PIB anual	3,2	5,0

Por lo tanto, las débiles presiones inflacionarias se reflejarían en un acercamiento gradual de la inflación al límite inferior del rango meta, en condiciones de una brecha entre PIB efectivo y potencial negativa y niveles de desocupación moderadamente elevados. Más aún, no se observa en ningún trimestre del horizonte de proyección 2002-2003, el alcance del límite superior del rango meta de inflación. Ello contrasta con las proyecciones de inflación de los últimos meses, que identificaban una joroba inflacionaria con tasas de inflación cercanas o superiores al límite del 4% para mediados del presente año.

Considerando estas perspectivas para la inflación, insertas en un cuadro de brechas negativas de producto y empleo, se presentan tres opciones para la política monetaria: **reducir la tasa de política monetaria en 25 puntos base, reducir la tasa de política monetaria en 50 puntos base y reducir la tasa de política monetaria en 75 puntos base.** Ciertamente podrían considerarse también opciones más extremas -- como mantener la tasa de política monetaria o reducirla en 100 o más puntos base -- pero las circunstancias descritas no parecen justificar la discusión de opciones de un espectro tan amplio.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Se justificaría tomar la primera opción de política monetaria si el balance de riesgos estuviese sesgado hacia una mayor inflación y/o si la corrección de 25 puntos base en la tasa de política llevase a las proyecciones a niveles cercanos al centro del rango meta en el horizonte de política. La evaluación de la División Estudios es que, condicionado a la mantención de la tasa de política monetaria, el balance de riesgos para el crecimiento se encuentra sesgado a la baja, mientras que para la inflación está balanceado. Por otra parte, la reducción de la tasa de política monetaria en 25 puntos base no parece suficiente para llevar a la inflación hacia 3% en el horizonte, como se desprende de la opción siguiente.

Se justificaría tomar la segunda opción si el balance de riesgos para la inflación estuviese equilibrado y, sobre todo, si la corrección de 50 puntos base en la tasa de política llevase a las proyecciones a niveles cercanos al 3%. La primera condición se cumple, de acuerdo con el informe presentado. La segunda condición también se cumple para la inflación del IPC, como se desprende del siguiente cuadro de proyecciones de inflación y crecimiento, condicionales a una tasa de política monetaria de 6,0% mantenida en los siguientes 24 meses:

	2002	2003
Var. % IPC dic a dic	3,0	3,0
Var. % IPCX dic a dic	3,5	2,6
Var. % PIB anual	3,3	5,3

Las cifras indican que la inflación del IPC, luego de ubicarse entre 2,0% y 2,5% durante el primer semestre de este año, se mantiene en torno a 3,0% durante el año 2002 completo y durante 2003. En cambio, la inflación del IPCX se eleva a 3,5% durante 2002, disminuyendo luego a 2,6% a fines del horizonte de proyección. El crecimiento del PIB es algo más elevado que en el escenario base del Informe presentado.

Se justificaría tomar la tercera opción de política monetaria si el balance de riesgos para la inflación estuviese desequilibrado hacia una menor inflación, aumentando el riesgo que la inflación del IPC cruce el límite inferior del rango meta durante 2003. En este caso, la corrección de 75 puntos base en la tasa de política sería necesaria para llevar las proyecciones a niveles más cercanos al 3%. Este no parece ser el caso, debido a que la inflación del IPC, con una reducción de esta magnitud, se ubicaría en torno a 3,5% hacia fines del año 2003. La inflación del IPCX sí alcanzaría 3,0%.

Finalmente, cabe mencionar que el mercado tiene internalizada una reducción de la tasa de política monetaria que está centrada en torno a 50 puntos base y que se ha afianzado con la inflación negativa de diciembre. Luego, una decisión distinta a ésta sería en cierta forma sorpresiva, sobre todo dado que el consenso entre los analistas respecto a la magnitud de la eventual reducción de la tasa de política monetaria parece ser mayor que en otras ocasiones.

Mientras más significativa (y diferente del mercado) sea la corrección de la tasa de política monetaria, mayor es la probabilidad que los mercados financieros intenten deducir que el Banco quiere comunicar alguna novedad en el diagnóstico. En el caso de una reducción de 25 puntos base, se puede inferir que existe preocupación por la situación en Argentina y por su impacto en el tipo de cambio. En cambio, una reducción de 75 puntos base sería consistente con evidencia firme que la demanda seguirá débil durante el primer trimestre, al igual que las presiones inflacionarias.

En balance, las consideraciones anteriores reducen méritos a la primera y tercera opción, en comparación a la segunda opción de política monetaria.

El Presidente ofrece la palabra a los asistentes.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de División Internacional, señor Jadresic, señala que, no obstante las diferencias ya expuestas en términos de las proyecciones del precio del petróleo, comparte el análisis y la recomendación hecha por la División de Estudios, porque si bien existen estas diferencias, cree que es importante reconocer el riesgo de los eventos que están ocurriendo en Argentina y el impacto potencial que puede tener en nuestra economía y, adicionalmente, los eventos negativos ya mencionados sobre el riesgo de modelo, en el sentido que sea excesivamente sensible a los últimos datos que se han observado sobre la inflación y el tipo de cambio.

El Presidente consulta si hay otros temas que se quieran plantear en la discusión.

El Consejero señor De Gregorio cree que se enfrentan muchos riesgos, pero el mayor de ellos es una sorpresa inflacionaria que pueda llevar, incluso, la tasa de inflación por debajo del 2% en un par de meses más, y las perspectivas inflacionarias indican que estaremos varios meses en la parte inferior del rango meta. Asimismo, existe un riesgo en cuanto se conozca la cifra definitiva de crecimiento; se podría tener dos trimestres consecutivos con tasas de crecimiento negativas a fines del 2001, lo que técnicamente en Estados Unidos es una recesión, y en Chile, con un crecimiento de tendencia mayor que el de Estados Unidos, es aún peor.

Estima que existen potenciales noticias positivas en el lado de la actividad de la economía americana, sin embargo, cree que ese caso está ya considerado en Consensus Forecast y las desviaciones no van a ser significativas, pues ya se espera una recuperación el segundo semestre. Por el lado de la inflación, también pueden haber algunas noticias que sean alentadoras. Una podría ser el aumento del precio del gas que eventualmente sería muy acotado y otro, las potenciales presiones deflacionarias por la apreciación del peso, aunque en el corto plazo aún puede haber señales negativas cambiarias viniendo de Argentina, aunque el escenario de turbulencias mayores en Chile es poco probable y posiblemente, de ocurrir, poco duradero. A su juicio, ese tipo de riesgos son mucho menores que las noticias y desarrollos que ya están ocurriendo: la economía va a tener un crecimiento bajo el año 2002; el precio del petróleo estará relativamente bajo; el precio del cobre estará relativamente bajo también; el coeficiente de traspaso del tipo de cambio a inflación es relativamente menor dado el esquema de política imperante hoy en día, de manera que cree que hoy día se está en un escenario en el cual comparte la opinión de la División de Estudios en el sentido que ha llegado el momento en el que tiene que haber alguna decisión de relajamiento de la política monetaria. En particular, se ha observado una caída importante en la inflación esperada, lo que lleva a un alza de la tasa de interés real en un momento que lo que se requiere, desde el punto de vista de demanda agregada, es una caída de la tasa de interés real, de manera que también comparte la visión de la División de Estudios. En ese sentido, recuerda que se ha logrado lo que se discutía hace un mes, esto es, la necesidad de que el mercado vaya internalizando lo que es nuestra visión de cómo está evolucionando la economía y cómo se toman las decisiones de política monetaria, de modo que ya el mercado tiene bastante anticipado una baja en la tasa de política monetaria. Cree que sería una mala señal, en estos momentos, no responder a esa percepción, basada en hechos sólidos, en la medida que podría indicar una preocupación sobre el nivel del tipo de cambio más allá de su impacto objetivo sobre la inflación, o que se esperan noticias peores.

El Consejero señor Desormeaux señala que comparte la esencia del estudio que ha preparado la División de Estudios, en el sentido de que el ajuste de la tasa de política monetaria que es requerido para nivelar la tasa de inflación, en el centro del rango meta de mediano plazo, es una rebaja de 50 puntos base. Difiere, sin embargo, en cuanto a su recomendación en un sentido, que es el siguiente: por razones estratégicas es partidario de partir esta rebaja en dos, reduciendo la tasa de política solamente en 25 puntos base, en esta ocasión, porque esa opción tiene, para su gusto, el atractivo de que otorga un valioso tiempo para evaluar el desarrollo de la crisis en Argentina.

La verdad, dice, es que el Banco Central tiene un esquema de política monetaria basado en consideraciones de mediano plazo, las que no debieran ser afectadas en forma



BANCO CENTRAL DE CHILE

significativa por la crisis argentina, pero tiene la inquietud de que esta reunión de política monetaria tiene lugar después de un alza de alrededor de 30 pesos en el tipo de cambio, alrededor de un 5% o algo menos, en poco más de una semana y eso le lleva a tener una preferencia por un ajuste algo más cauteloso.

Señala que esta posibilidad la ha internalizado el mercado y no es cierto que el mercado realmente tenga una posición definida respecto a la rebaja de tasa. Hay muchos agentes que han hecho ver que, posiblemente el Banco Central pueda tomar este curso, y también difiere respecto a qué significaría esta señal. Esta señal no significaría necesariamente que se está extremadamente preocupado por la situación argentina, sino que se está siendo cauteloso: hay elementos que no se conocen y el Banco Central prefiere tener más información antes de adoptar una acción más severa, aunque ello se justifique en base a consideraciones de mediano plazo.

Respecto al hecho de que se podría estar restando un necesario dinamismo a la actividad con un aumento más gradual, ello no le preocupa mucho por dos razones. La primera, es que existen reuniones mensuales de política monetaria y si efectivamente se confirma este diagnóstico en 30 días más, esto se puede revisar de inmediato, y las consecuencias sobre la actividad económica serían imperceptibles. La segunda razón es que está persuadido de que la recuperación de la economía chilena no depende hoy de si la tasa está en 6% o en 6,5%. Cree que el problema está en otra parte, y que desde ese punto de vista, con mucha tranquilidad, puede decir que no ve que se esté realmente hipotecando el crecimiento de la economía chilena con una rebaja de 25 puntos base. Está dispuesto, naturalmente, a revisar su voto más adelante en función de cómo vote el resto de los señores Consejeros, pero ésta sería su primera propuesta.

La Consejera señora Ovalle está de acuerdo en bajar la tasa de política monetaria en 50 puntos base. Cree que el informe de la División Estudios es muy claro en señalar una trayectoria de la inflación mensual muy reducida e incluso negativa desde octubre de 2001 y que se espera que continúe durante enero y febrero. En su informe de opciones justifica la opción de bajar 50 puntos base si el balance de riesgo para la inflación estuviere equilibrado y si esta baja llevara a las proyecciones de inflación a niveles cercanos al 3%. Estas dos condiciones se cumplen. Las cifras indican que el IPC, luego de ubicarse entre 2% y 2,5% durante el primer semestre de 2002, se mantiene en torno al 3% para fines de ese año y durante el año 2002. En cambio, el IPCX se eleva a 3,5% en 2002 para luego disminuir a 2,6% a fines de 2003, por lo tanto, el objetivo del Banco Central de mantener la inflación en el punto medio del rango, se cumple. A esto se agrega que el crecimiento del PIB con esta disminución de tasas, es algo más elevado que en el escenario base del informe presentado para el horizonte de proyección. Esto es deseable aunque no tiene efectos en el crecimiento de corto plazo.

Por estas razones, la señora Ovalle se inclina por una baja de 50 puntos base de la tasa de política monetaria.

El Vicepresidente señor Marshall es partidario de aplicar, en esta ocasión, el mismo criterio que manifestó en la reunión del mes de diciembre en el sentido de que se pudo haber bajado la tasa. Señala que en esa ocasión no se hizo, a su juicio, porque no existían expectativas claras de mercado. En la situación actual, tiene la inclinación de guiarse por las expectativas de mercado, en el sentido de no sorprender ni en una dirección ni en la otra. De modo que, considerando que las expectativas del mercado hoy están más cerca de una reducción de 50 puntos base, es partidario de mantener esa reducción. Estima que otra trayectoria más conservadora también es perfectamente defendible, sin embargo, tiene la impresión que el Banco Central tendría que dar mayor explicación si baja 25 puntos base ahora y deja pendiente el resto. Cree que la explicación debería abarcar tanto por qué se dejó pendiente, como, también, si se está evaluando una situación mayor. Piensa que la explicación introduce un riesgo de más inquietud que ir derechamente ahora a una reducción de 50 puntos base. Estima que es la opción que requiere menos explicaciones, por razones más bien de percepción estratégica, por este motivo cree que es más conveniente hacer ahora la reducción de 50 puntos y ésta es su opción.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 28
Política Monetaria
10.01.2002 13 .

El Presidente señor Massad se refiere a la sesión de política monetaria anterior en la que ya se daban las condiciones para hacer una baja de la tasa de interés, como acaba de señalar el señor Marshall. Manifiesta que en esa oportunidad se decidió ser prudentes para observar las proyecciones que vendrían con el Informe de Política Monetaria y saber, si en esa revisión más a fondo de proyecciones, se consolidaba la tendencia que ya se percibía en diciembre, de un movimiento hacia abajo en las proyecciones de inflación.

Señala que ve claramente que el trabajo que se ha hecho ahora fortalece esa misma conclusión, de hecho, se ha presentado aún más la tendencia hacia abajo en la proyección de inflación bajo el supuesto de una tasa constante de 6,5%. Le da confianza también el hecho de que no se percibe una fuerte reducción en la brecha de producto potencial, por lo que, por ese lado, no habría presiones inflacionarias adicionales y quedan por resolver las incertidumbres que pudiesen haber por el lado argentino; por lo demás, hay un margen de un punto completo en las proyecciones de inflación para resolver y mantenerse aún dentro del rango. Las proyecciones actuales con la situación tal como se prevé en Argentina da 3% en veinticuatro meses, o sea, hay un punto completo hasta el 4% para absorber eventuales riesgos que pudieran producirse por el lado de Argentina y que seguramente tendrían un impacto menor a ése en caso de materializarse, y existe siempre la posibilidad de ir revisando las políticas y ajustándolas al cambio de las proyecciones.

Por último, señala el señor Massad que le da especial confianza de que esta propuesta es apoyada por el Gerente de División Estudios Interino, señor Schmidt-Hebbel, que tradicionalmente, en las discusiones, ha sido el más conservador en materia de movimiento de las tasas hacia abajo. También tiene importancia el hecho de que el staff tenga ahora una posición unánime en relación con esta reducción, lo que indica que la evaluación técnica apunta en la misma dirección. Todo esto le hace pensar que se estaría en una mejor situación si se baja 50 puntos base en lugar de 25 ó 75 por lo que concuerda con los antecedentes que ha presentado la División de Estudios.

El Consejero señor Desormeaux se suma a la mayoría para bajar la tasa de interés en 50 puntos base.

En mérito de todo lo expuesto, el Consejo, por unanimidad, adopta el siguiente Acuerdo:

28-01-020110 – Tasa de Instancia Monetaria.

El Consejo acuerda reducir la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, desde 6,5% anual a 6,0% anual. Asimismo, los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustan en 50 puntos base.

Se retiran de la Sala el señor Ministro de Hacienda, don Nicolás Eyzaguirre y el Coordinador de Política Económica del Ministerio de Hacienda, don Rodrigo Valdés Pulido.

IV. Comunicado

El Presidente propone el siguiente texto para el comunicado:

“ En su reunión mensual de política monetaria realizada el día de hoy, el Consejo del Banco Central de Chile resolvió reducir la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, desde 6,5% anual a 6,0% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez también se ajustaron en 50 puntos base.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Si bien la situación internacional presenta un cuadro de debilidad, se percibe una menor incertidumbre que en el pasado reciente, esperándose una recuperación de la economía mundial a partir de mediados del presente año. Los efectos de la situación argentina sobre la región y Chile parecen haber sido absorbidos en gran medida, aunque no cabe descartar otras consecuencias adversas, pero de carácter esencialmente transitorio.

En el ámbito interno, ha continuado la tendencia hacia menores presiones inflacionarias presentes y proyectadas en el horizonte de política monetaria. Ello se debe a la conjunción de una demanda interna débil, un precio internacional del petróleo que se mantiene moderado y la mantención de brechas negativas del producto y el empleo respecto de sus niveles potenciales.

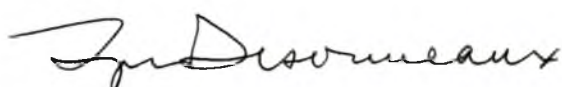
El cuadro anterior justifica la adopción de una política monetaria más expansiva, bajo la cual se proyecta una inflación cercana al centro del rango meta para los siguientes dos años. De esta forma, el Consejo confirma su compromiso con la estabilidad de precios, consistente en mantener la inflación entre 2% y 4% anual, centrada en 3% anual. Para este fin, el Consejo seguirá empleando con flexibilidad su instrumental monetario."

El Consejo aprueba el texto del comunicado.

Se levanta la Sesión a las 18,10 horas.

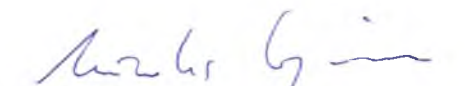

JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente

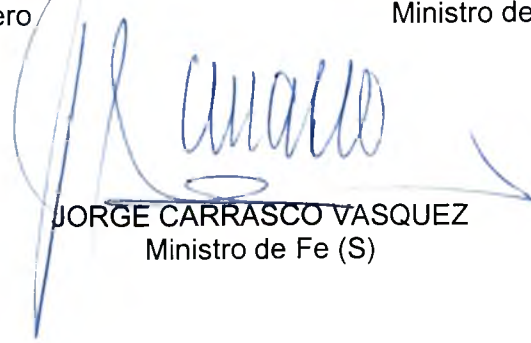

CARLOS MASSAD ABUD
Presidente


JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero


MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera


JOSE DE GREGORIO REBECO
Consejero


NICOLAS EYZAGUIRRE GUZMAN
Ministro de Hacienda


JORGE CARRASCO VASQUEZ
Ministro de Fe (S)



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 29
DE POLITICA MONETARIA
celebrada el 19 de febrero de 2002

En Santiago de Chile, a 19 de febrero de 2002, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Carlos Massad Abud, con la asistencia del Vicepresidente don Jorge Marshall Rivera y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina, señor Jorge Desormeaux Jiménez y señor José De Gregorio Rebeco.

Asiste la Ministra de Hacienda Subrogante, doña María Eugenia Wagner Brizzi.

Asisten también los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Angel Nacrur Gazali;
Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga;
Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;
Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete;
Secretario Ejecutivo Subrogante del Gabinete de la Presidencia,
don Enrique Orellana Cifuentes;
Jefe de Prosecretaría Subrogante, doña María Eugenia Urrutia Thomas.

I. Resolución sobre Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 28, celebrada el 10 de enero de 2002.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo el Proyecto de Acta de la Sesión N° 28, celebrada el 10 de enero de 2002, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

II. Resolución sobre Minuta del Acta correspondiente a la Sesión N° 27, celebrada el 13 de diciembre de 2001.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo la Minuta correspondiente al Acta de la Sesión N° 27, celebrada el 13 de diciembre de 2001, la que se aprueba sin observaciones.

III. Fecha Sesión de Política Monetaria del mes de agosto de 2002.

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de agosto de 2002, para el día 8 de ese mes.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 29
Política Monetaria
19.02.2002

2.

IV. Exposición.

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

SÍNTESIS DEL MES

En términos generales, la evolución de la actividad y los precios, en lo que va del primer trimestre, es acorde con el escenario central contenido en el Informe de Política Monetaria de enero. Por un lado, las perspectivas de crecimiento económico en torno a 3% para el primer trimestre y el transcurso del año se mantienen, gracias a un repunte del gasto en enero, liderado por las importaciones, así como a un entorno internacional que se presenta más dinámico. Por el lado de los precios, las débiles inflaciones mensuales desde octubre, motivadas inicialmente por la caída en el precio de los combustibles y sus efectos en la economía chilena, pero también acompañadas por una desaceleración bastante intensa de la inflación subyacente, permiten esperar inflaciones anuales del orden de 2,5% en el curso de todo el primer semestre.

En todo caso, indudablemente se han producido novedades en diversos ámbitos. En primer lugar, la situación económica mundial, sobre todo en los Estados Unidos de América, es hoy algo más promisorio de lo que se anticipó. En esto influye de forma central el hecho que la actividad en dicho país haya mostrado una expansión durante el cuarto trimestre del año pasado, en vez de la caída cercana a 1% que se preveía. Por otro lado, el precio del cobre se ha incrementado de forma importante, alcanzando los 72 ctvos. de dólar la libra. Aún es temprano para afirmar que estas novedades cambien de forma sustancial el panorama externo que enfrenta la economía chilena. Por el lado de la economía americana, el sorprendente crecimiento hacia fines del cuarto trimestre se explica esencialmente por un incremento muy importante de algunos componentes específicos del gasto en consumo durable, mientras que la inversión sigue mostrando niveles deprimidos. De otro, la recuperación del precio del cobre no se ha visto acompañada de una caída en los inventarios de las principales bolsas. Ambos antecedentes llevan a que sea aún prematuro sindicar el fin de la recesión internacional y el comienzo de un proceso de crecimiento sostenido. El precio del petróleo en tanto se ha comportado dentro de lo previsto.

Por el lado de la economía doméstica, las noticias no han sido del todo positivas. Las importaciones de enero mostraron una recuperación respecto a los deprimidos niveles de noviembre y diciembre, pero las cifras preliminares para febrero indican una nueva caída. Por otro lado, la industria mostró una inusitada debilidad en diciembre, lo que llevó a que el IMACEC del 2001 promediara una variación anual de 2,9%. En tercer lugar, el sector de la construcción muestra niveles bajos de actividad, lo que se refleja en que la velocidad de venta del stock de viviendas se ubica en casi 22 meses, mientras que los permisos de edificación y los insumos del sector han quebrado la tendencia creciente de todo el año 2001. Estos desarrollos ponen una nota de cautela respecto a las perspectivas para el empleo en la construcción, mientras que en los otros sectores que crearon empleos el año pasado, como la industria y el comercio, se aprecia una trayectoria plana. A esto se añade la falta de traspaso, hasta la fecha, de las menores tasas de interés a las operaciones no reajustables de mayor plazo, vinculadas a colocaciones de consumo. Este segmento, aunque no es mayoritario, sigue mostrando un comportamiento bastante errático en términos de sus tasas de interés. Esto permite avizorar un panorama no demasiado positivo para el consumo durante el primer semestre.

El balance de la política fiscal, en tanto, fue mejor a lo esperado, alcanzándose el superávit estructural de 1% del PIB con un déficit global de 0,3% del PIB. No hubo novedades por el lado del gasto fiscal, siendo la noticia el incremento importante de los ingresos tributarios.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Aunque parte de ello probablemente se asocia con menor evasión, otra explicación viene por el lado de que el deflactor del gasto privado ha crecido más que la inflación, debido a la depreciación del peso en el curso del segundo semestre. De ser así, no es evidente que el incremento de los ingresos tributarios indique un menor impulso fiscal a la demanda interna.

Aunque las novedades por el lado externo no han sido menores, los mercados financieros en Chile parecieran estar ponderando de mayor forma los elementos domésticos en su formación de expectativas. La estructura de tasas de interés y la encuesta mensual indican que se espera un relajamiento adicional de 50 puntos base de la política monetaria en Chile en el corto plazo. Esto se ha visto potenciado por los reducidos registros inflacionarios más recientes, así como por perspectivas de mediano plazo para la inflación, cercanas al piso del rango meta. En este panorama, la estabilidad que ha mostrado el tipo de cambio indudablemente es un factor relevante. Aunque en términos nominales se ubica en torno a \$680 durante las últimas semanas, por sobre los niveles de diciembre y principios de enero, en términos reales el peso chileno se ha apreciado del orden de 11% desde su nivel máximo en octubre del año pasado. De esa magnitud, la mitad corresponde al efecto de la devaluación y posterior flotación de la moneda en Argentina. Las expectativas indican que el tipo de cambio real debería mantenerse en torno a los niveles actuales. En todo caso, en el corto plazo los vaivenes del tipo de cambio indudablemente seguirán ligados a las noticias desde Argentina y su impacto en Brasil.

En suma, aunque las perspectivas globales para la economía no difieren de forma sustancial respecto al Informe del mes pasado, comienzan a configurarse diversos escenarios alternativos al escenario base planteado en esa oportunidad. Éste consideraba un crecimiento esperado para este año de 3,3% con inflación del IPC y del IPCX a diciembre de 3,0% y 3,5% respectivamente, mientras que para el próximo año, el crecimiento proyectado alcanzaba 5,3% y la inflación IPC e IPCX a diciembre 3,0% y 2,6%.

Por el lado de la economía mundial el panorama se ve algo más promisorio. De darse un escenario distinto al del IPOM, con un crecimiento de la economía mundial (ponderado por exportaciones) este año de 1,5% en vez de 0,9%, los efectos en Chile se manifestarían sobre todo el próximo año, llegando el crecimiento promedio a 3,5% 2002 y 6% en 2003. Por el lado de la inflación, los efectos serían acotados dentro del horizonte de proyección, llegando la inflación IPC a diciembre a 3,1% y 3,3% este año y el próximo, respectivamente. La inflación subyacente también tendría una trayectoria ligeramente al alza, hasta 3,3% en 2002 y 3,0% el 2003. Esto no considera el efecto lateral sobre tipo de cambio y precio del petróleo, pero ambos factores operan en direcciones opuestas.

Por otro lado, los sectores que empujaron al gasto interno y al empleo en el curso del año pasado muestran señales de debilidad. Aunque los posibles efectos de estos desarrollos sobre la trayectoria del gasto y la actividad son aún difíciles de dilucidar, un escenario de menor expansión de la economía, con un crecimiento de 3,0% este año y 4,0% el próximo reduciría las presiones inflacionarias. La inflación del IPC y del IPCX alcanzaría en esta situación 2,9% y 3,3% en diciembre de este año, llegando a 2,4% y 2,0%, respectivamente, en diciembre del próximo.

Finalmente, las perspectivas para el tipo de cambio como siempre son relevantes. Un escenario alternativo es que se mantenga durante este año la depreciación real del tipo de cambio bilateral entre Argentina y Chile. Suponiendo que el tipo de cambio real con los Estados Unidos se mantiene constante, ello induciría algo menos de presión inflacionaria doméstica: dos décimas menos de inflación este año y una décima menos el próximo. Por otro lado, la posibilidad de turbulencias financieras mayores en Brasil, por un escenario electoral incierto, puede inducir a una depreciación adicional del peso y del real.



BANCO CENTRAL DE CHILE

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA

I. Escenario Internacional

En el transcurso del último mes se ha ido consolidando la visión de que la economía americana se recuperará en el segundo trimestre del año. Además de la cifra de crecimiento para el cuarto trimestre del 2001, los mejores indicadores de actividad industrial, consumo y mercado laboral han contribuido a esta percepción. Así, las proyecciones de crecimiento para esta economía se han corregido al alza, estimándose en 1,4% para el 2002. Estas correcciones han generado una revisión, también al alza, en las economías emergentes de Asia. Con ello, la actividad mundial este año presentaría un crecimiento de 2,3%, algo superior al 2,1% considerado hace un mes. Destaca el crecimiento de nuestros principales socios comerciales que se mantiene en 0,9%, por cuanto América Latina ha registrado revisiones a la baja.

El hecho de que el escenario base de crecimiento mundial, considerado en la reunión anterior, tenga una mayor probabilidad de ocurrencia lleva a mantener las proyecciones de precios de nuestras principales materias primas de exportación. Se continúa estimando un precio de US\$0,72 por libra en el 2002 y US\$0,80 por libra el próximo año, tomando en cuenta que las cifras positivas más recientes se ven algo contrapesadas por inventarios aún elevados. Respecto del petróleo, el valor spot se ubica en la vecindad de US\$ 20 el barril.

En línea con un escenario internacional más consolidado, la Reserva Federal de Estados Unidos detuvo el proceso de relajamiento monetario. Así, se continúa considerando que la Fed Fund se incrementa gradualmente hacia el segundo semestre del año, sobre la base de la recuperación esperada de la actividad. Por el lado de la zona euro, en la actualidad no se esperan movimientos a la baja en la tasa repo, debido al repunte reciente de la inflación. Hacia el segundo semestre se verificaría un aumento gradual, con la recuperación en la actividad doméstica y externa.

Por el lado de los mercados emergentes, respecto de Argentina la situación se mantiene crítica y con incierto pronóstico, aunque se han hecho avances en términos de una mayor flexibilización del "corralito" y de la política cambiaria. Cabe destacar que el spread soberano de Chile ha continuado con un gradual movimiento a la baja y el peso chileno muestra una escasa correlación con la moneda argentina. La relación con el Real brasileiro sí sigue siendo intensa.

II. Mercados Financieros

Desde la reunión de política monetaria del 10 de enero, en que la tasa de política monetaria se redujo en 50 puntos bases, las tasas de interés de todos los documentos del Banco Central han mostrado una trayectoria descendente, alcanzando los pagarés reajustables mínimos históricos de UF+4,33% y UF+4,82% para los PRC8 y PRC20 años, respectivamente. Todo ello, en un escenario interno en que se observa una tendencia de menores presiones inflacionarias, debido a una demanda interna débil y un precio del petróleo que se mantiene moderado. La reducción en la tasa de política monetaria y las expectativas de una nueva disminución han impactado con fuerza en las tasas de interés de los documentos nominales, que descendieron en el margen hasta 80 puntos base.

Producto de las menores expectativas de inflación el mercado anticipa una reducción de la tasa de política monetaria de 50 puntos base. Ello se aprecia tanto en la curva forward como en la encuesta mensual de expectativas.

El recargo respecto del PRC, de las letras hipotecarias y de los bonos corporativos ha aumentado desde diciembre. Por un lado, la caída en las tasas de las letras hipotecarias ha



BANCO CENTRAL DE CHILE

sido menor que la de los PRC. Por otro, las tasas de los bonos han aumentado derivado de un alza en el nivel de riesgo de algunas empresas con fuerte presencia en Argentina (Endesa, Enersis, Falabella, Parque Arauco). Con todo, las tasas hipotecarias se sitúan actualmente en 6,3% y la de los bonos de empresa en torno a 7,0%.

De igual manera, el sistema financiero ha traspasado sólo parcialmente la reducción de la tasa de política monetaria a las tasas que aplica a sus operaciones nominales con el público. Sólo las tasas de captación han reaccionado a la baja. En tanto que, las de colocación de plazos más largos, asociadas a créditos de consumo, han aumentado respecto de los meses anteriores, ampliando en forma considerable los spreads. Sin embargo, esta situación debería revertirse en marzo, cuando la banca realice una reducción de hasta un 30% en las tasas de los créditos de consumo que ofrece al público.

En enero, el dinero mantuvo el dinamismo de los meses previos. De este modo, la variación real anual de este agregado permanece en niveles sobre los dos dígitos (17,7%). Los agregados monetarios más amplios muestran un ritmo de expansión anual menor. Destaca, la caída de los Documentos del Banco Central del sector privado, explicada por la mayor demanda de los bancos dadas las necesidades de calce y de Reserva Técnica, y el bajo dinamismo de las Letras de Crédito y de los depósitos a plazo.

Las colocaciones totales —al sector público y privado— registraron, por segundo mes consecutivo, un descenso en enero. Este comportamiento probablemente obedeció a una postergación en la toma de créditos por parte de los agentes, producto de las expectativas de baja de la tasa de política monetaria. En efecto, ya en febrero se observa un aumento de las colocaciones. En tanto, los créditos al sector privado finalizaron el 2001 con una evolución positiva, explicada principalmente por la trayectoria de los créditos destinados a empresas, y la recuperación de los préstamos de consumo en los últimos meses.

En enero, la crisis argentina obligó a ese país primero a devaluar y luego a flotar el tipo de cambio. La devaluación inicial, de 40%, provocó que las economías de la región también experimentaran depreciaciones en sus monedas. Durante febrero se ha observado que el precio de la moneda argentina con respecto al dólar, tras liberalizarse el mercado, alcanza una depreciación del orden de 100%. En este escenario, el peso chileno pasó desde \$653 a principios de enero a \$683 por dólar promedio en febrero, mientras que el real brasileño cambió su cotización desde R\$2,31 a R\$2,43 por dólar, durante el mismo período.

En términos reales, por el contrario, se observa una apreciación cambiaria. En efecto, desde diciembre a la fecha sobre la base de proyecciones de índices de precios de Consensus Forecast, se observa que el tipo de cambio real se aprecia poco más de 5%, explicado principalmente por Argentina, que en términos bilaterales presenta una apreciación de 44%.

A futuro, las expectativas de los agentes obtenidas de la encuesta de expectativas del Banco Central, indican una mantención del tipo de cambio de aquí a fin de año y una trayectoria de depreciación para el 2003, que finaliza en torno a \$690 por dólar. Por otro lado, tanto los precios de los contratos forward peso-dólar, como las cotizaciones de los operadores obtenidas de Bloomberg señalan una trayectoria similar a la de la encuesta, pero con valores para el tipo de cambio más elevados.

La actividad bursátil chilena tampoco ha estado al margen de la situación argentina, registrándose un mayor castigo a las acciones de las empresas con presencia en el mercado transandino. Así, los indicadores accionarios acumulan caídas, en lo que va corrido de año, de 8% y 5% para el IPSA e IGPA respectivamente (medidos en dólares). Asimismo, el Bovespa presenta una caída del orden de 7%, en igual período.



III. Actividad y Empleo

Actividad y Gasto

En el 2001 el PIB aumentó 2,9% mientras que el gasto disminuyó 1,3%. Aunque para el caso del PIB el incremento estimado es similar a lo previsto hace unos meses, la caída en el gasto es mayor. Ello, por un dinamismo mayor al esperado en las exportaciones y un menor crecimiento de la formación bruta de capital. Para el primer trimestre del 2002 las expectativas de crecimiento del PIB se mantienen en 3,2%, pero las de la demanda interna se reducen a una expansión de 1,3%.

Para el segundo trimestre del 2002 las perspectivas para el PIB son de un crecimiento anual de 3,0%, mientras que para la demanda interna se espera una expansión de 1,8%.

Demanda Interna

Las ventas del comercio minorista y de supermercados (CNC) siguen mostrando una evolución creciente, y con ello una aparente sustitución de bienes de origen importado. En efecto, las importaciones de bienes de consumo y las ventas de vehículos nuevos continuaron cayendo en el último mes del 2001, 2,2% y 7,3% anual, respectivamente.

La sustitución por el lado de la inversión tuvo una fuerte reversión a fines del año pasado. Así, las importaciones de bienes de capital cayeron 2,1% en promedio durante el 2001, siendo los peores meses del año noviembre y diciembre. Simultáneamente, el índice de ventas de bienes de capital disminuyó 25% anual en promedio, en noviembre y diciembre.

A esto se añade un bajo dinamismo del sector construcción durante diciembre. Si bien las ventas de viviendas nuevas aumentaron 2,6%, los stocks crecieron 6,4%, por lo que volvió a empinarse el número de meses necesarios para agotarlos, desde 17,7 a 21,7. Asimismo, los permisos de edificación habitacionales y de establecimientos cayeron 39,8% y 64,0%, respectivamente, lo que sin duda tendrá un fuerte impacto en este componente de la inversión en los próximos meses.

Respecto al sector externo, el cierre del 2001 es diferente a la información incluida en el último Informe. El volumen total de exportaciones aumentó 8,9% en el año, por sobre el 7,5% estimado anteriormente. Esto se explica por el favorable comportamiento de los productos no tradicionales, especialmente salmones y truchas, jugos de fruta y vinos, con una variación de 14,6% en el período. Las exportaciones tradicionales distintas de cobre crecieron 6,9%, mientras que el volumen de las exportaciones de cobre se incrementó 4,3%.

Los volúmenes de importaciones cayeron 0,8% debido a las contracción de las importaciones de bienes de consumo (3,6%) e intermedios (0,4%) –las de petróleo registraron un leve aumento de 0,2%–. Sólo el volumen de las importaciones de bienes de capital registró un comportamiento diferente, con un incremento de 0,5% (debido a un fuerte dinamismo en la primera parte del año).

Contando ya con la información para enero, las proyecciones para el primer trimestre del 2002 se ubican levemente por debajo de las publicadas en el Informe de enero. Así, se espera que las exportaciones de bienes y servicios aumenten 3,4% a/a, mientras que las importaciones muestren un crecimiento nulo.

Mercado Laboral

Por efectos de la estacionalidad positiva del verano, la tasa de desocupación nacional se situó en 7,9% en el cuarto trimestre del año pasado, la más baja desde febrero de 1999. Al desestacionalizar las cifras, la tasa de desempleo fue 8,7%, lo que refleja una caída marginal respecto del trimestre móvil anterior, 8,8%.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Aunque de la comparación con igual trimestre del 2000 se observa un importante repunte del empleo (93 mil personas), éste continúa siendo explicado fuertemente por los programas gubernamentales. De hecho, si éstos son excluidos, el empleo muestra una tendencia a la baja.

Las perspectivas para el empleo en el corto plazo no son muy auspiciosas. Aunque el empleo en la construcción aumentó 1,8% respecto del trimestre inmediatamente anterior, fenómeno asociable a la expansión de los permisos de edificación a partir del segundo trimestre del 2001, el importante descenso de estos últimos, en los meses más recientes, puede anticipar una fuerte caída en la ocupación de este sector durante el segundo trimestre del año.

La industria y el comercio, que incidieron de forma central en la creación de empleo el año pasado, muestran un estancamiento de los niveles de ocupación desde mediados del 2001.

Finalmente, se espera una reducción de magnitud en los programas de empleo de emergencia. Ya un 50% de las personas que pertenecían a los planes de empleo directo (entre 30 y 40 mil a diciembre de 2001) aceptaron el bono de reinserción laboral. En todo caso, la estacionalidad del verano seguirá contribuyendo a mantener la tasas de desocupación en niveles de un dígito.

Política Fiscal

Durante el año 2001 las cuentas fiscales arrojaron un déficit de 0,3% del PIB, que se ubicó entre el déficit proyectado en la ley de presupuesto para el 2001 (0,1 % del PIB) y el que había sido estimado durante el año (0,5% del PIB). El superávit estructural alcanzó 1% del PIB.

El gasto público con efecto macroeconómico creció 6,5% en términos reales, en el trimestre octubre-diciembre, respecto de igual período del 2000, por lo que se mantuvo muy cercano con lo proyectado en noviembre pasado. Con ello, durante el año el gasto público con efecto macro se expandió 5,2% en términos reales, con lo que se ejecutó el 99,8% del presupuesto aprobado para el 2001.

En este comportamiento destacó el crecimiento de la inversión real, del ISAR (Inversión Sectorial de Asignación Regional) y de las transferencias de capital, que alcanzó 9% real.

Lo mejores resultados fiscales se asocian con un importante incremento de los ingresos, sobre todo los tributarios –producto de la menor evasión y de las diferencias en la evolución de los deflatores de la base tributaria y el IPC– y de los ingresos provenientes del cobre (17,4%). Además, dado el mayor valor del tipo de cambio empleado en la conversión a pesos, se produjo un efecto neto positivo sobre la finanzas públicas, derivado del hecho que el gobierno central es superavitario en dólares.

Los mayores ingresos registrados por transferencias y otros ingresos se utilizaron en financiar el prepago de intereses de la deuda con el Banco Central, dejando el presupuesto para el 2002 totalmente financiado. Además, los mayores ingresos provenientes de concesiones permitieron compensar en parte la caída de los ingresos de operación, explicada por la fuerte incidencia financiera de las privatizaciones de empresas sanitarias en la base de comparación 2000.

Para el 2002 se proyecta un déficit fiscal de 0,6% del PIB, sobre la base de un crecimiento del PIB de 3,5% y un precio del cobre de 71 centavos de dólar la libra. Estas cifras son consistentes con un crecimiento del gasto público con impacto macro de 4,9%, un aumento de la inversión pública de 11%, y un ahorro público de 3,7%.



IV. Precios y Costos

En enero, por segundo mes consecutivo, la inflación del IPC tuvo una variación negativa (-0,1%). La estacionalidad histórica jugó un rol preponderante en las caídas de los precios de los perecibles y del vestuario. A ello se sumó el efecto de la apreciación del peso en noviembre y diciembre. Las tarifas del servicio telefónico, electricidad, microbuses y el costo del pasaje aéreo (no regulado, pero afectado por el dólar) sumaron una incidencia negativa de -0,15pp. del IPC.

Si bien se ha discutido, por parte de los analistas privados, las implicancias de dos inflaciones negativas consecutivas como un elemento que señalaría la debilidad de la demanda, se debe clarificar este análisis desde la perspectiva de la inflación subyacente. Las mediciones disponibles, IPCX e IPCX1, muestran tasas de crecimiento mensual positivas y mucho más estables que las del IPC en su conjunto. En el caso del IPCX1, su tasa de crecimiento anual se mantiene en torno al 3,0%.

La observación de la trayectoria reciente de la inflación del IPC e IPCX1, permite vislumbrar que el episodio de aceleración inflacionaria, que se observó en el curso del tercer trimestre del 2001, asociado al traspaso de la depreciación del peso, tuvo un carácter eminentemente transitorio. Para el IPCX1, eliminados los efectos estacionales, sus tasas de variación mensual anualizadas indican niveles similares a los observados en el pasado.

Aún más, en el corto plazo –a abril 2002– se espera una desaceleración más marcada de la inflación subyacente, en contraste al escenario central del Informe. Éste incorporaba una aceleración adicional de esta variable hasta cifras del orden de 3,5% a mediados de año, producto del traspaso residual de la depreciación del segundo semestre del 2001.

Al mismo tiempo, las expectativas del sector privado respecto de la inflación han mostrado significativos ajustes. Si bien, la encuesta de expectativas que efectúa el Banco Central de Chile señala inflaciones para fin de este año y el próximo en torno al 3,0%, el diferencial que se obtiene de las tasas de mercado de papeles nominales y reales muestra caídas de consideración. Ambas medidas del premio por inflación a un año muestran valores por debajo del 2% en la última semana de enero, caída significativa respecto de los niveles por sobre el 4% que observaron entre septiembre y octubre.

La debilidad de la demanda interna, junto con la estabilidad del tipo de cambio, están detrás de este cambio en las expectativas.

Respecto de los salarios nominales, como se esperaba, durante diciembre se revirtió la tendencia a la baja en las tasas de crecimiento anual, aumentando de 4,7% en noviembre a 5,3% en diciembre. Esto se debió, en parte, al efecto de la mayor inflación de agosto y septiembre, incorporado a los salarios vía cláusulas de indización. Se sumó a lo anterior, el incremento en los salarios del sector servicios comunales, sociales y personales (SCSP) de la medición del INE, que aumentó 7,4% en doce meses, por sobre el promedio de las restantes categorías incorporadas en el índice (4,6%), similar al reajuste negociado con el sector público. El aumento de 11,6% en los salarios del subsector salud, con una ponderación en el índice del SCSP de 22%, provocaron parte importante del mencionado incremento.

En cuanto a las remuneraciones reales, al incremento nominal en diciembre se sumó una caída en la inflación, con lo que éstas crecieron 1,7% en relación con el mes anterior, y cerraron el 2001 con un aumento de 2,6% en doce meses. De cualquier forma, este incremento de los salarios reales, descontado el aumento de la productividad en el 2001, permite suponer que no se esperan presiones inflacionarias desde el lado de los costos.



Se espera que en los próximos meses se observe un menor crecimiento de los salarios nominales, dada la menor inflación observada durante los últimos meses.

Perspectivas de corto plazo

Para el trimestre venidero, febrero-abril, se anticipan inflaciones mensuales promedio de 0,3%, con lo cual el IPC acumularía un incremento anual de 2,4% a abril. En primer lugar, febrero tendría una variación de 0% en el IPC, esperándose que los descensos estacionales de perecibles y vestuario, se compensen con el mayor precio de los combustibles. En marzo, el incremento mensual del IPC sería de 0,6%, por los reajustes de los servicios de educación. En abril, por último, el IPC aumentaría 0,3%. El IPCX por su parte, mostraría incrementos mensuales similares a los del IPC, finalizando abril con un incremento en doce meses de 3,2%.

El Presidente ofrece la palabra a los asistentes.

El Gerente General, don Camilo Carrasco, estima que se ha hecho una referencia muy somera a las tasas de interés, lo que le ha llamado bastante la atención. Manifiesta que las tasas de interés de los papeles del Banco Central han disminuido, a partir de septiembre, en forma significativa, y es lo único que se menciona acerca de las tasas de interés. Señala que él hizo un ejercicio simple y comparó las tasas de colocación de enero del 2001 y enero del 2002 donde se encontró con una situación que, al menos, sorprende.

Las colocaciones reajustables entre 90 y 365 días que son, en términos bancarios, el grueso de las colocaciones del sistema bancario, tienen una tasa de 6,85% en enero del 2001 y de 7,53% en enero del 2002, vale decir, hubo un aumento de 68 puntos. En las colocaciones reajustables de 1 a 3 años, pasa de 6,91% a 6,97%, con un aumento de 6 puntos base. En las colocaciones no reajustables de 90 a 365 días, o sea, las nominales, la tasa de colocación pasa de 18,44% a 17,60%, vale decir, una baja marginal que posiblemente se explica por la inflación proyectada menor de enero de este año.

Las colocaciones no reajustables de 1 a 3 años pasan de 21,27% a 22,71%, vale decir, aumenta la tasa de interés. Solamente en las colocaciones no reajustables de 30 a 89 días, es decir, las de muy corto plazo, se aprecia una baja de 13,62% a 9,64%, casi 400 puntos base, pero que sin duda está explicado por la inflación negativa del mes de enero de este año comparado con la inflación positiva de enero del año anterior. En consecuencia, en términos de costo del crédito bancario, por lo menos en los últimos 12 meses, no sólo no se ha producido una baja en las tasas de interés, sino que más bien un alza.

El señor Carrasco consulta qué explicación puede darse para esta situación.

El Presidente agrega que el aumento se observa no sólo en las tasas reales donde se podría esperar por efectos de tasa nominal e inflación negativa, sino también en las tasas nominales directamente, o sea, no es sólo un tema de inflaciones negativas transitorias en un par de meses sino que hay también algo que está ocurriendo en las tasas nominales.

El Gerente de División Política Financiera, señor Herrera, cree que es un punto que ha aparecido en forma reiterada en relación con la transmisión de la política monetaria y piensa que es algo que ha estado permeando la discusión sobre la eventual efectividad o ineffectividad de los movimientos de política monetaria que se han realizado. A su juicio, cree que el comentario general que está en el ambiente es erróneo en el sentido de que los antecedentes de que se dispone indican que la política monetaria sí ha sido efectiva en este período y sí ha generado condiciones más expansivas.

Señala que se pueden clasificar tres canales tradicionales, o los más típicos, de transmisión de la política monetaria. El primero: agregados monetarios y créditos. Tanto los



agregados monetarios M1 hacia arriba, como el crédito, han crecido en forma significativa por encima del crecimiento del PIB nominal. M1 ha crecido sobre un 17% y de hecho habría que explicar por qué ha crecido tanto. M7 ha crecido en torno a un 8% o 9%; el crédito y el PIB en el mismo período analizado creció cerca de 5,5%, así que un primer factor es que este año, en relación con los agregados, ha habido una expansión por encima del promedio. Se puede decir que esto ha sido en sustitución del financiamiento externo, lo cual es cierto, pero el efecto directo de los agregados financieros, ha sido compensar los otros factores que están presentes en la situación internacional como son la restricción del crédito externo. Esto, ciertamente, tiene un impacto negativo sobre la demanda que estos factores internos del sistema financiero doméstico compensan. En todo caso, cree que no hay que perder de vista que este canal de transmisión de la política monetaria sí ha estado funcionando.

Segundo: respecto del tipo de cambio. Obviamente, dice, ha habido una depreciación del tipo de cambio y algo que cree sería necesario precisar más en el análisis de la evolución de la coyuntura, es el impacto que esto ha tenido sobre la demanda externa neta. Se había hablado en este período de un importante incremento de la demanda externa neta, ya que, a pesar del deterioro de las condiciones externas, se tienen tasas de crecimiento de las exportaciones no tradicionales del orden del 14% y una sustitución de importaciones en el neto, eso significa que hasta el tercer trimestre los cálculos que se tenía eran de alrededor de tres puntos del crecimiento acumulado en ese período, entonces eso también hace un segundo factor que también hay que incluir en el análisis.

Tercero: sobre las tasas de interés. En primer lugar las tasas de los instrumentos de largo plazo, públicos y privados se han movido a la baja. Las tasas de los instrumentos del Banco Central están en niveles de 4,3%, desechando algunas teorías que se habían levantado sobre por qué ahora la política monetaria es mucho más contractiva en relación con el retorno que tenía una pendiente mucho más alta que los niveles históricos. Ese factor que en algún minuto estuvo presente, se ha corregido en los últimos meses frente a la disminución del circulante. En segundo lugar, respecto a las tasas de las letras de crédito, también es importante señalar que esas tasas, si bien hoy día el promedio se mantiene en niveles de 6,5%, eso refleja aspectos financieros propios de este instrumento, por cuanto estas tasas tienen opciones de recompra. Si se observan las tasas de las familias que han sido emitidas con tasas de entre 4% y 6%, esas tasas ya están por debajo del 6%. Si se miran las tasas de las familias que han sido emitidas con tasas del orden de 6% a 8%, esas tasas están en el orden de 6,5% y no debieran bajar de esos niveles porque tienen una opción de recompra a esos niveles. Por lo tanto, en las tasas, donde sí se puede reflejar una disminución, ello se está viendo. Se podrá discutir si el spread es algo mayor que los niveles históricos, que de hecho lo es, pero efectivamente ha habido una disminución que ha acompañado a la disminución de las tasas largas.

En relación a las tasas del sistema financiero, cree el señor Herrera que también es importante señalar que la evidencia que se tiene sobre los márgenes, independientemente de las informaciones sobre operaciones puntuales de un mes, indica que el margen de intermediación bruto que se dio en el año 2001 para el sistema financiero es del orden de un 5%. Este margen es equivalente al margen que ha tenido en promedio el sistema entre el año 1997 y el año 2000, es 30 puntos base más alto que el que existía en el año 2000 que era de 4,7%, y en este año, hay un margen bruto del 5%. Sin duda, agrega, hay un incremento, pero que no se condice con la disminución que en el mismo período han tenido las tasas de interés que en el caso de la tasa de política monetaria y de las tasas de captación del sistema en general, ha sido del orden de 200 puntos base.

Por consiguiente, en promedio, si se observa un índice global de las tasas a las cuales se está colocando el crédito del sistema financiero, los spread promedio del conjunto de tasas se mantienen en sus niveles históricos. Y finalmente, esto no es impedimento para decir que en ciertos segmentos del mercado sí se están viendo tasas que permanecen altas y tasas que no han disminuido, como se ha señalado anteriormente, especialmente lo que se refiere a



BANCO CENTRAL DE CHILE

colocaciones de consumo en pesos, de plazos superiores a un año. Y esos son también los segmentos del crédito donde éste no se ha incrementado. Pueden haber factores puntuales relacionados a esos efectos, pero estima que el punto más importante es señalar que, efectivamente, ha habido una transmisión de la política monetaria hacia la economía en su conjunto, donde se puede distinguir si es más o menos relevante que los años anteriores, pero no se puede decir que la cadena se ha roto.

El Vicepresidente, don Jorge Marshall, desea hacer un comentario al documento en dos niveles. Señala que el primero es tomar el Informe de esta reunión como un informe que está basado en el escenario central del Informe de Política Monetaria de enero y ve innovaciones a partir de ese escenario. Desde ese punto de vista, en el Informe se enfatiza que en la parte externa hay pocas innovaciones relevantes, pero sí habría algunos antecedentes internos que podrían llevar a una revisión del escenario. Sin embargo, acá se puede tener dos visiones. Una, decir "hay información sustantiva", es decir, hay hechos nuevos o estimar que en realidad lo que estamos presenciando son cifras para el último trimestre que de alguna manera son enteramente coherentes con lo que estaba en el escenario central y cree que lo que se está observando, más bien, es esto último. Sostiene esto porque las variables principales que están con niveles por debajo de lo esperado son justamente aquéllas que en el documento se sostenía que podrían ser más afectadas por la incertidumbre que el mismo IPOM o escenario central sostenía, o sea, lo que se sostenía en el escenario central es que en la segunda mitad del año 2001 se había presenciado una incertidumbre más fuerte que la primera mitad. Cuando se decía "la incertidumbre se tiende a despejar", tal vez se pensaba que eso debiera tener un correlato más o menos inmediato en cifras y, la verdad de las cosas, es que es posible que, entre que la incertidumbre se tienda a despejar (lo que se percibía en enero), y que eso se refleje en las cifras, es probable que puedan pasar dos meses. Es decir, no hay necesariamente un efecto automático de despeje de la incertidumbre internacional, que sí se está observando, y que eso se refleje en un aumento de las importaciones de bienes de capital. No hay nada que indique que la relación entre ambas cosas no tenga un rezago de un par de meses; entonces, a su juicio, lo que se está observando son factores por el lado de inversión, factores ocasionados probablemente por acumulación de inventarios, permisos de edificación, importación de bienes de capital, las cuales son todas variables que responden al mismo diagnóstico que estaba en el escenario central, o sea, no cree que el diagnóstico se altere en este Informe. Tal vez lo que se modifica algo es la presunción de que entre la percepción que el Consejo tenía en enero, de que había una tendencia a menor incertidumbre es que ello no se va a reflejar tan inmediatamente en las cifras porque, probablemente, el proceso es algo más lento. En ese sentido, el señor Marshall sigue sosteniendo que el diagnóstico del escenario central en sus aspectos de causas o fenómenos subyacentes, sigue plenamente válido, no cree que se esté en presencia de un cambio de escenario, aunque piensa que hay algunos efectos, como los que se han mencionado o los que están en el mismo documento, que es posible que tengan un rezago mayor. Además, cree que es coherente ese diagnóstico con este fenómeno de la tasa de interés. Obviamente, dice, las cifras que plantea don Camilo Carrasco son sorprendentes y hay que buscar más explicaciones, pero también es cierto que en enero del año 2001 la tasa de crecimiento de la economía esperada para el próximo año, o dos años, era del orden de 5,5% y 6% y en enero del 2002 es del orden de 2% a 3%. O sea, la economía es distinta y si el crecimiento esperado es muy distinto, los factores de riesgo son también distintos. Se podría buscar la explicación por ese lado, o hay mayor incertidumbre, que este ambiente de incertidumbre, que en enero se dijo tendía a despejarse, tal vez era un diagnóstico que, todavía, en materia de variable económica, tiene algún rezago, en caso de que efectivamente se materialice. Sin embargo, ese es un primer nivel del análisis que quiere hacer.

Existe un segundo nivel y es el siguiente: Si se tuviese que hacer un diagnóstico, suponiendo que no se tiene escenario central, no se tiene información de cuál es la tasa de crecimiento a la cual se está apuntando y solamente lo que se tiene son las cifras de inflación y a partir de la inflación se quiere inferir por dónde están los equilibrios de esta economía. Señala que el fenómeno más sustantivo, y aquí sí cree que hay un salto cualitativo respecto de las



cifras que se observaban en enero, es la baja radical, drástica, importante que hay en materia de expectativas de inflación, de la tendencia inflacionaria: si bien se puede argumentar de que el **IPCX** todavía está apuntando en el mediano plazo hacia el 3%, piensa que aquí, por lo menos, se están moviendo todas las cifras inflacionarias en el tramo inferior del rango meta y probablemente esto ocurra por primera vez, desde que existe rango meta. Siempre había habido cifras inflacionarias que estaban moviéndose en el rango de entre el 3% y el 4% e incluso por sobre el 4%. Ahora se tienen cifras inflacionarias que se están viendo claramente entre el 2% y el 3%, con expectativas de inflación claramente en ese rango. Si se toma solamente esta información como relevante, probablemente lo que eso indica es una economía que, desde el punto de vista de las expectativas de los agentes económicos, admite movimientos en las variables financieras, en particular, de la tasa de interés.

Manifiesta el señor Marshall que aunque su comentario se está refiriendo un poco hacia la segunda parte de la reunión, ésta es la deducción principal que puede sacar de este análisis: tasa de interés más baja. Desea, en síntesis, en la presentación de su opinión sobre diagnóstico, decir "creo que en términos de escenario, me sigo quedando con el escenario central de enero y no creo que haya cambios importantes excepto en este comportamiento de inflación tan radicalmente por debajo de lo esperado".

El Consejero señor Desormeaux comparte una parte del juicio que hay en el informe, pero echa de menos un aspecto que ha mencionado también el señor Marshall y que tiene que ver con el entender bien qué está pasando con la demanda interna. No hay duda, dice, que es allí donde están las novedades más importantes, esta menor expansión de la demanda interna no tiene que ver con cambios en las políticas, ni en la política fiscal ni en la política monetaria. Cuando se observa cuáles son los componentes que están mostrando esta debilidad, claramente son todos los componentes que se definen como inversión en las cuentas nacionales, o sea, se continúa con un proceso de desacumulación de inventarios, sigue cayendo la inversión en capital fijo, y ahora, el único componente que aparecía dinámico, que es la construcción, se suma a estas señales de debilidad. En cambio, el consumo muestra una tendencia bastante más estable y que está directamente relacionada con la evolución del empleo y los salarios. Cree que aquí el Banco Central va a tener que considerar, en el futuro, información sobre un punto que recibe mucho interés en los países desarrollados, y que son índices de confianza. Piensa que aquí el problema de fondo es que hay un deterioro en la confianza en el sector empresarial, que significa que nuestras políticas económicas tienen menor efectividad: una baja en la tasa de interés no va a llevar a un empresario a invertir si es que tiene serias dudas respecto de las rentabilidades futuras que él va a lograr en su negocio y cree que tiene razón el señor Marshall al decir que el escenario central probablemente es el mismo, pero la verdad es que se sabe muy poco respecto de la evolución futura que van a tener variables tan relevantes en la inversión como es la confianza. Estima que la capacidad del propio Banco Central para influir sobre variables como la inversión es muy limitada mientras no se superen estos problemas de confianza en el futuro.

El Presidente señor Massad señala que hará un breve comentario mirando un poco más la tendencia que se ha tenido en los últimos dos o tres años en materia de inflación y de crecimiento. Lo hace, porque mirando la serie de tendencia del IMACEC en el año 2000, observa que, si bien hacia mediados de año aparecía una débil recuperación con tasas de crecimiento mensual de 0,3%, terminó el año con una tendencia cero, reiterada en noviembre y en diciembre. Esta es, como cifra de tendencia, la más baja que se ha tenido desde comienzos del año 1999, cuando venía una recuperación de la recesión que se originó en el año 1998. Por supuesto, dice, las cifras originales reflejan estos mismos datos porque de ahí fueron extraídas mediante algún grado de elaboración. La serie de costo de factores, que viene ahora un poquito diferente, muestra casi exactamente lo mismo. Terminó el año 2001 con una tasa de crecimiento mensual de la economía que es la más baja que se ha tenido desde mediados del año 1999.



Una segunda observación es que todas las novedades que se han producido en este período, novedades en el sentido de comparar la estimación preliminar de la División de Estudios con las cifras finales en materia de actividad, han sido sistemáticamente negativas durante dos años. Es cierto, dice, que también ha ocurrido lo mismo en otras economías en el mundo, pero en la nuestra es claramente así respecto de proyecciones que se hacen con el mejor conocimiento, mirando cifras de corto plazo muy cercanas y cree que, sin excepción alguna, todas las situaciones nuevas en este período, en materia de actividad, han sido negativas. En este mismo período se ha mantenido una política monetaria crecientemente expansiva, reaccionando al hecho de que la tasa de inflación no se convierte en un problema, mientras que la actividad comienza a caer, lo que significa que a la misma tasa de inflación se podría tener más actividad.

La pregunta es si estas bajas han sido en magnitud apropiada y oportunas, y para eso se tiene que mirar cuáles son los factores que han estado influyendo en la economía, aparte de los que son analizados habitualmente en las discusiones, como son la influencia de las economías externas y algunas otras que son parte normal de esas discusiones. Pero hay que considerar que desde fines de 1998 se han producido en nuestra economía, en materia de política económica, tres reformas estructurales importantes. Una es la flotación cambiaria a mediados de 1999, la segunda es la operación de la política fiscal mediante una regla fiscal operativa en el 2000 y 2001 y la tercera es la nominalización de la tasa de interés a partir del año 2001.

Con respecto a la flotación cambiaria, señala que el período ha sido suficientemente largo como para pensar que cualquier transición a ese cambio estructural ya esté relativamente completa y, por lo demás, hubo por nuestra parte una preparación previa al mercado para la flotación, que no causó ninguna alteración en la economía de modo que en este ámbito no percibe que puedan haber problemas que estén repercutiendo en el resto de la economía.

En relación a la regla fiscal, no se sabe si se ha evaluado correctamente el efecto menos expansivo que pueda tener la conducta fiscal actual, basada en reglas, respecto de la conducta fiscal de períodos anteriores. Podría ocurrir, por ejemplo, que la operación fiscal fuera ahora de carácter menos expansivo del que tenía antes y eso supone dos posibles respuestas de política: una, pensar que la tasa de interés neutral es más baja de lo que se ha pensado en el pasado y por tanto que lo que se ha estado haciendo al bajar la tasa, nos acerca a la tasa neutral, más que llevarnos por debajo de ella. Alternativamente, una respuesta de política sería un manejo fiscal algo más expansivo. Pero lo primero que hay que aclarar es si efectivamente se ha evaluado correctamente el efecto de la política fiscal en el cuadro completo. Si resulta que la hipótesis de que se está subestimando el efecto menos expansivo de la política fiscal resulta ser correcta, la respuesta podría ser pensar en términos de que la tasa de interés neutral es más baja de lo que se cree y que por tanto, lo que se está haciendo es acercarnos a la tasa neutral y por consiguiente que se tiene, por delante, todavía un período de alivio desde el punto de vista monetario adicional en el tiempo. Habría que discutir en ese caso, muy seriamente, cuál es la mejor estrategia para lograr eso, si se hace un cambio rápido que nos acerque a la tasa neutral o que nos deje por debajo de la tasa neutral o hacer cambios lentos y más pausados en esa dirección. Es un tema que requiere todavía investigación. No tiene una respuesta para eso, manifestando que convendría que se destinaran algunos recursos para aclarar ese aspecto, mirado esencialmente desde el ángulo de la tasa neutral, esto es, si la tasa neutral hoy día es más baja por esta razón o por otras, de las que se han estimado en el pasado.

El tercer cambio estructural, la nominalización de la tasa de interés de política monetaria, también puede estar ejerciendo un efecto por un período de transición que no se ha completado. De hecho, el período de transición aquí es lento debido a que el flujo de crédito es pequeño en relación al stock y la composición deseada del stock se va concretando al ritmo del flujo, de modo que aquí hay un proceso lento de transformación de la conversión del stock de



BANCO CENTRAL DE CHILE

deuda entre deuda reajutable y deuda en pesos, que va a estar presente todavía por algún tiempo. Señala el señor Massad que está en las manos del Banco la posibilidad de acelerar un poco ese período de transición, dándole claras señales al mercado y, probablemente, lo que se hará en alguna fecha próxima, de emitir papeles nominales a más plazo, sea un paso muy importante en esa dirección.

En resumen y observando la tendencia que muestra la actividad y las proyecciones de inflación que hoy día se tiene, no le cabe duda que se tiene que ajustar la tasa de interés de política monetaria hacia abajo. Lo que mantiene como pregunta es si en el futuro se debe pensar en que la tasa neutral es algo más baja de lo que se había estimado anteriormente y, en ese caso, se discute la estrategia de cómo acercarse a esa tasa. Señala que ahora es imposible hacer eso, pues no se cuenta con los estudios base, pero sugiere que se orienten algunos recursos en esa dirección para que, una vez con un documento a la vista, se pueda analizar este tema con mayor profundidad.

Manifiesta el señor Massad que esto es consistente con lo que decía el señor Marshall en el sentido de que no han cambiado las condiciones básicas que estaban influyendo en enero. Se refiere a que todos estos elementos estaban presentes en enero también, no han cambiado las condiciones básicas y a lo que apunta su comentario es que a lo mejor lo que ha cambiado es la tasa neutral y por consiguiente, si bien lo que se ha hecho va en la dirección correcta, probablemente habría que rediscutir cómo seguir haciéndolo hacia el futuro.

Finalmente, se refiere a un tema adicional que planteó el Consejero señor Desormeaux y también el Vicepresidente señor Marshall, que es el de las incertidumbres y de las confianzas. Señala que son temas que hay que observar porque, sin duda, están presentes, aunque también harían pensar que la tasa neutral es más baja de lo que sería lo normal, en la medida en que hay un grado menor de confianza entre los agentes y los incentivos tienen que ser más fuertes para inducirlos a actuar en una dirección.

Su resumen de comentario es que cree que se vive un momento en que está claramente presente la necesidad de hacer una reducción en la tasa de política monetaria.

A continuación, el Presidente solicita al Gerente de División Estudios que presente las opciones de política monetaria. El señor Valdés expresa que, por esta vez, lo hará el Gerente de Investigación Económica.

Al respecto, el señor Schmidt-Hebbel señala lo siguiente:

1. En enero de 2002 el Consejo decidió reducir la tasa de política monetaria en 50 puntos base, de manera de permitir una convergencia de la inflación (tanto la medida total como la subyacente) hacia el centro del rango meta durante el horizonte de política. Las proyecciones de ambas medidas de inflación, después de considerar la reducción de la tasa de política monetaria a 6,0%, fueron de 3,0% promedio para 2002-2003.
2. La Minuta de Política Monetaria recién expuesta presenta una situación macroeconómica de menores presiones inflacionarias presentes y proyectadas futuras, con relación a las anticipadas hace un mes. Las perspectivas anteriores se insertan en una situación internacional que no muestra cambios importantes, con excepción de las repercusiones más negativas de la crisis argentina sobre las exportaciones chilenas a Argentina y los precios de las acciones en Chile y las mejores perspectivas para el crecimiento de la economía de Estados Unidos, compensadas por un menor crecimiento de otros socios comerciales.
3. En lo doméstico se han acumulado antecedentes que, en balance, hacen más probable una dinámica más débil del gasto (y por lo tanto del crecimiento) de lo que se preveía en el



BANCO CENTRAL DE CHILE

escenario base del Informe de Política Monetaria de enero. Esto involucraría menores presiones inflacionarias durante los próximos trimestres, lo que se suma a una la inflación efectiva que ha seguido la moderada trayectoria prevista en el Informe de Política Monetaria y a una drástica disminución en las expectativas inflacionarias.

En particular, se han producido las siguientes noticias que indican una coyuntura más débil que la prevista:

- * Importaciones más débiles en diciembre de 2001 y en todo el año 2001, con continuación de la caída de las importaciones de consumo y de automóviles en diciembre del 2001 y una mayor caída de importaciones de bienes de capital en todo el 2001. Además, una caída de importaciones en las primeras semanas de febrero de este año.
- Una caída muy significativa, de 25%, en las ventas de bienes de capital en noviembre/diciembre del 2001.
- Una intensa caída en permisos de edificación, de 40% (habitacionales) y 64% (establecimientos) en diciembre del 2001.
- Un fuerte incremento en el stock de viviendas disponibles en diciembre del 2001
- Una débil producción manufacturera en diciembre del 2001.
- Una caída en los índices accionarios chilenos en el 2002 (hasta la fecha) de 5% a 8%, fundamentalmente por las pérdidas de capital de empresas chilenas en Argentina, en circunstancias que las bolsas mundiales han ido recuperándose.

Además se han configurado algunos desarrollos positivos para la actividad y la inflación:

- Una profundización de la disminución del spread soberano hasta niveles de 140 puntos base (en el caso del bono Chile09).
 - La apreciación del tipo de cambio real multilateral de 10% desde octubre, la mitad de lo cual es por depreciación de Argentina (5%). Esta apreciación, no obstante, puede ser muy poco relevante para los precios domésticos porque es improbable que los precios en dólares de los productos argentinos exportados a Chile disminuyan en la proporción de la apreciación del dólar en Argentina, en particular si son bienes altamente sustitutos de bienes provenientes de otros países.
4. Los antecedentes presentados indican que se está configurando un cambio en el escenario central del último Informe de Política Monetaria respecto de la evolución del gasto doméstico. Este cambio podría asentarse durante los próximos meses. Los efectos en inflación y crecimiento de un cambio como el mencionado, bajo el supuesto de tasa de interés nominal constante en el horizonte de proyección, son:

	IPoM enero 02		Gasto Interno Menor – feb 02	
	2002	2003	2002	2003
Var % IPC dic/dic	3,0	3,0	2,9	2,4
Var % IPCX dic/dic	3,5	2,6	3,3	2,0
Var % PIB	3,3	5,3	3,0	4,0

Este nuevo escenario podría verse complementado con una evolución internacional más satisfactoria. Sin embargo, los antecedentes disponibles indican que la probabilidad de ocurrencia de este escenario no es tan evidente y su eventual impacto sobre inflación sería acotado.

5. Además de indicadores que apuntan a una mayor debilidad del gasto, se ha intensificado recientemente una drástica disminución de las expectativas de inflación del sector privado,



BANCO CENTRAL DE CHILE

especialmente las implícitas en los premios en papeles nominales. El siguiente cuadro refleja los niveles actuales de expectativas de inflación y los correspondientes cambios en meses recientes (datos de fines de enero/principios de febrero, incluyen cambios por premios por riesgo inflacionario):

Indicador Expectativas Inflación	Nivel	Cambio en 1 mes	Cambio en 3 meses
Premio PRBC360	1,6%	-1,0%	-2,1%
Premio TAB 1 año	1,7%	-0,5%	-1,7%
Encuesta BC	3,1%	-0,1%	-0,8%

Esta reducción en la inflación esperada implica un correspondiente aumento en la tasa de interés real esperada a 1 año, si el premio por riesgo inflación se mantiene inalterado. Por ejemplo, si las expectativas de inflación (y el premio por riesgo) han caído en promedio 130 puntos base en los últimos 3 meses, la reducción de la tasa de política monetaria en enero por 50 puntos base implica que la tasa de interés real esperada (manteniendo constante el premio por riesgo) ha aumentado en 80 puntos base en los últimos 3 meses. Ello implica que la política monetaria se ha tornado menos expansiva durante los últimos meses, en lo que se refiere al canal tradicional de tasa de interés real y gasto. Este elemento no se captura plenamente en las proyecciones descritas anteriormente, toda vez que las expectativas de inflación consideradas en las proyecciones son las contenidas en el último Informe de Política Monetaria. Además, este cambio de expectativas podría asimismo implicar menores presiones inflacionarias en forma directa.

6. Considerando las anteriores perspectivas para la inflación y la actividad, insertas en un cuadro de brechas negativas de producto y empleo, al igual que el mes pasado se presentan tres opciones para la política monetaria: **reducir la tasa de política monetaria en 25 puntos base, reducir la tasa de política monetaria en 50 puntos base y reducir la tasa de política monetaria en 75 puntos base**. Ciertamente podrían considerarse también opciones más extremas – como mantener la tasa de política monetaria o reducirla en 100 o más puntos base – pero las circunstancias descritas no parecen justificar la discusión de opciones de un espectro tan amplio.

Cabe recordar que los efectos estimados de un cambio de 50 puntos base en la tasa de política monetaria sobre las variaciones del IPC y del IPCX (diciembre a diciembre) y del crecimiento del PIB (promedio anual) son las siguientes, para este año y el siguiente:

	2002	2003
Var% IPC dic a dic	0,3	0,5
Var% IPCX dic a dic	0,3	0,4
Var% PIB anual promedio	0,1	0,4

Nota: estas elasticidades corresponden a un promedio de los tres modelos utilizados por la División Estudios.

7. Se justificaría tomar la primera opción de política monetaria (reducir la tasa de política monetaria en 25 puntos base) si se estima que el escenario de gasto débil tiene una alta probabilidad de rápida reversión, que un escenario de rápida recuperación del crecimiento mundial tiene una alta probabilidad de ocurrencia y/o que el cambio reciente en las expectativas de inflación (en particular las implícitas en los diferenciales de tasas) no tiene una mayor relevancia, por lo que con una medida de esa magnitud se mantendría la inflación en torno al 3% en el horizonte habitual.



BANCO CENTRAL DE CHILE

De acuerdo a la misma lógica, se justificaría tomar la segunda opción (reducir en 50 puntos base) si el escenario de gasto débil está más asentado y/o se considera que el cambio de expectativas de inflación tiene efectos deflacionarios moderados, y que por tanto con una reducción de 50 puntos base se mantiene la proyección de inflación en torno a 3%. De forma similar a la reunión pasada, esto es el caso para la inflación del IPC, pero no para la del IPCX, que seguiría en torno a 2,5% hacia fines de 2003, sin considerar un eventual efecto de cambio de expectativas. Por último, cabe mencionar que una reducción de la tasa de política monetaria en 50 puntos base contribuye a una mayor inflación (promedio IPC e IPCX) de 30 puntos base en 2002 y de 45 puntos base en 2003. Con ello se reduciría la tasa de interés real anticipada en 12 meses (febrero 2002 a febrero 2003) en aproximadamente 85 puntos base, revirtiendo el aumento en 80 puntos base de la misma tasa observado en los últimos 3 meses, si el premio por riesgo inflación de mantuviese inalterado.

Se justificaría tomar la tercera opción de política monetaria (reducir en 75 puntos base) si se estima que el cambio de expectativas de inflación (medido por el diferencial de tasas) es más permanente o tiene efectos contractivos y deflacionarios intensos.

8. Más allá de la actual coyuntura y del efecto de la decisión de hoy sobre las proyecciones de inflación, como siempre se presentan consideraciones estratégicas y de *timing* que son relevantes. Ello, en particular en lo que se refiere a los movimientos esperados de tasas de interés y las expectativas privadas de crecimiento e inflación.

Una reducción pequeña (de 25 puntos base) probablemente induzca expectativas de reducciones adicionales en la tasa de política monetaria, dado el persistente estado de desánimo que existe en la actualidad. Constituye, además, un cambio algo pequeño en un marco de política monetaria nominal y en el que se han verificado cambios en expectativas de inflación de al menos esa magnitud. Por otra parte, una reducción mayor a lo que mayoritariamente espera el mercado, de 75 puntos base, señalaría que el Banco Central estima que existe un cambio de magnitud en el escenario de crecimiento e inflación (como de hecho es el escenario de gasto débil). Aunque los antecedentes más recientes van en esa dirección, aún es temprano para señalar que efectivamente se ha producido un nuevo escenario central, muy distinto al del Informe de Política Monetaria.

En conclusión, la reducción de 50 puntos base parece ser la más recomendable. Es un relajamiento monetario acorde con las expectativas de inflación y de tasas de interés que tiene el mercado. No es un movimiento sorpresivo que indique un cambio en la visión de mediano plazo que el Banco Central tiene de la economía, pero permite acomodar de forma anticipada la configuración de una situación de mayor debilidad en las presiones inflacionarias.

El Presidente cede la palabra a la señora María Eugenia Wagner, quien expresa lo siguiente:

El nuevo diseño macro que hemos construido e implementado en Chile considera una política fiscal que mantiene un superávit estructural del 1%, la flotación del tipo de cambio y la conducción de una política monetaria que busca lograr una meta inflacionaria dentro de un rango.

La política de superávit estructural permite amortiguar los ciclos económicos y aumentar en forma notable la certidumbre respecto del curso futuro de la política fiscal, reforzando la credibilidad de los inversionistas en el país, lo que abre espacios para tener tasas de interés en promedio más bajas. La regla fiscal permite la operación de los estabilizadores automáticos, pero éstos sólo permiten amortiguar o suavizar la caída o expansión en la actividad. Sin embargo, la aplicación de esta regla es incapaz, por construcción, de revertir por sí sola la



BANCO CENTRAL DE CHILE

dirección del ciclo. Así, la política fiscal de cumplimiento de la regla de superávit estructural del 1% debe ir acompañada de la política monetaria, para enfrentar en forma más eficiente los ciclos económicos. El instrumento de política monetaria tiene una mayor incidencia para revertir los efectos negativos de la fase de un ciclo económico como el que estamos enfrentando, en la medida que la política fiscal se utilice correctamente.

En una perspectiva más larga si observamos lo ocurrido en los últimos dos años, desde el segundo semestre del 2000 la demanda interna registra una persistente desaceleración, incluso con crecimiento negativo en los últimos meses. Si bien es cierto que esto se ha agravado por la desaceleración en la actividad mundial, las restricciones al acceso del crédito que enfrentan las economías emergentes, los acontecimientos del 11 de septiembre, la inestabilidad de nuestros vecinos de la región y la pérdida de ingresos que ha generado la caída en los términos de intercambio, no es menos efectivo que la política macroeconómica ha tenido efecto pero no ha sido capaz de revertir esta coyuntura.

La política fiscal ha seguido rigurosamente la regla anunciada, registrándose en el año 2001 el superávit estructural del 1%, lo que ha permitido cumplir el rol de amortiguación del ciclo que le corresponde, por diseño, a este instrumento.

A nuestro juicio, la política monetaria aún no ha logrado desempeñar plenamente su rol contracíclico, debido a las graves turbulencias que enfrentamos en el segundo semestre del año pasado. Si comparamos la tasa de interés nominal con la evolución del producto nominal, medida generalmente aceptada para medir si la política monetaria es expansiva o contractiva, observamos en el último tiempo que, a pesar de las reducciones en la tasa de instancia, la tasa de interés en los últimos meses ha sido mayor que la tasa de crecimiento del producto nominal, lo que es indicativo de una política monetaria insuficientemente expansiva.

Lo anterior puede deberse a que, en la práctica, los shocks de costos han sido más transitorios que permanentes y la propagación ha sido menor a lo proyectado.

Hoy vemos que la tasa de inflación se acerca al piso de la banda y que la demanda interna ha seguido cayendo, llegando incluso a tener tasas de crecimiento negativas. Mirado en retrospectiva, ahora con más información es posible pensar que se haya subutilizado el potencial de la política monetaria. Vemos que, tanto desde el punto de vista de la capacidad ociosa, como de la capacidad de endeudamiento, hay espacio para alcanzar un mayor crecimiento de la demanda interna y creemos que sería eficiente y adecuado utilizar la política monetaria para ese propósito.

Y por último, un punto importante que no puedo dejar de mencionar, es que en la medida que no se materialice una reactivación de la demanda interna y al mismo tiempo se observen las holguras de capacidad ociosa y acceso a financiamiento externo mencionadas, podría llegar a ser insostenible para el Gobierno, y en particular para el Ministerio de Hacienda, contener las presiones políticas que piden abandonar la regla de política fiscal y asumir un rol más activo. Demás está aquí explicar las consecuencias negativas que ello podría tener para nuestra economía.

El Consejero señor De Gregorio señala lo siguiente:

La coyuntura económica tal como lo describió la División de Estudios puede ser caracterizada de la siguiente manera:

La actividad está débil y la desaceleración probablemente ha sido mayor de lo esperado. Por el lado de la inflación ésta se encuentra cómodamente dentro del rango meta y si hay posibles desviaciones, éstas serían hacia su límite inferior.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Desde el punto de vista de las variables financieras, se observa que las tasas de interés en UF han sido impactadas al alza por las UF negativas, y en conjunto con expectativas inflacionarias decrecientes la tasa de interés real ha estado subiendo. Es decir, la actual instancia de política monetaria, dado el actual esquema de fijación de tasas nominales, se ha estado haciendo más restrictiva desde el punto de vista de la demanda agregada.

Sin embargo, en mi opinión, el escenario central no ha cambiado significativamente del observado en el mes anterior. Más aún, uno podría tener la tentación de decir, tal como lo afirman algunos analistas, que dado que el escenario no ha cambiado significativamente, no correspondería un movimiento de tasas. Mi impresión es que hemos estado operando bajo esta lógica en los últimos meses, y eso se refleja también en la presentación de opciones de política monetaria que nos acaba de presentar la División de Estudios. No obstante, dado incluso un mejor escenario internacional (Estados Unidos escapó apenas de la recesión técnica), o que, al menos, la recuperación de Estados Unidos se consolida, se podría argumentar que los cambios presentados no justificarían una reducción de la instancia de política monetaria.

Creo que este enfoque, el de mirar los cambios en el escenario central mes a mes y sobre la base de eso recomendar cambios de tasa, es parcial, por cuanto supone implícitamente que hemos seguido permanentemente una política de fijar la tasa de interés óptima dadas las condiciones coyunturales de la economía, y ésta por lo tanto debería cambiar sólo cuando dichas condiciones cambian. Digo que esta visión es parcial porque la tasa de interés actual no es la óptima, ya que una buena decisión de política monetaria depende no sólo del estado actual y las perspectivas de la economía, sino que además de la tasa de interés vigente. Es decir, en mi opinión, la tasa de política monetaria que aquí fijamos sería una combinación entre la tasa vigente al momento de la toma de la decisión y la tasa óptima (aquella que prevalecería en la ausencia de restricciones al movimiento de las tasas).

Entonces, lo que deberíamos preguntarnos es cuál sería esa tasa óptima en estos momentos y ajustarnos a ella de manera gradual, en el entendido que esta es una decisión en permanente evaluación. Dado el estado actual de la economía, creo que deberíamos tener una instancia de política monetaria expansiva. Cuán expansiva: de uno a dos puntos bajo la tasa neutral (definida como aquella que no genera impulsos de demanda). Por lo tanto una primera pregunta es cuál es esa tasa neutral.

En la época pre-nominalización, la idea, derivada de la regla de oro, era que la tasa de interés real debería ser igual a la tasa de crecimiento (a iguales plazos para la tasas de interés y crecimiento), pero en un esquema nominal y como se planteó en reuniones anteriores, la tasa de interés neutral debería ser algo como así el crecimiento del PIB nominal, lo que se sitúa entre 5 y 6%. Es decir la tasa vigente hoy sería una tasa neutra, a pesar que estemos enfrentando las tasas de interés más bajas de muchos años.

Que la tasa neutra sea menor que lo que se pensaba era en los años 90, década de un alto crecimiento, se ve reforzado por el hecho que estamos frente a una política fiscal más conservadora que la de años pasados, la que deja mayores espacios para bajas tasas de interés. Esto claramente es reflejado en las cifras de riesgo país.

En consecuencia, una tasa expansiva se situaría entre un 4% y 5%, y esa es tal vez la tasa que a mi juicio debería prevalecer si no hubiera ninguna restricción a los movimientos de tasas.

Esta visión se ve confirmada al comparar la situación de Chile con la situación internacional. Nuestra posición cíclica es similar a la de los Estados Unidos--e incluso se podría argumentar que estamos peor debido a la lentitud de nuestra recuperación y la consolidación de un pronto repunte en los Estados Unidos--, que tiene una tasa expansiva de política monetaria a un nivel de 1,75%, la que agregando, como cálculos conservadores, unos 175 puntos base de riesgo



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 29
Política Monetaria
19.02.2002

20.

país y un punto de diferencial de inflación, nos lleva a que una tasa equivalente de política monetaria en Chile debería ser de 4,5%.

Por supuesto, no se puede abogar por una drástica baja de tasas, porque esto tiene costos y riesgos que recomiendan prudencia, y por ello los movimientos son graduales. Sin embargo, siendo partidario de una baja gradual de 50 puntos base, creo que dada la coyuntura actual y sus perspectivas, hay espacio para reducir la tasa en 100 o 200 puntos base, y es por ello que de confirmarse un escenario como el que prevé la División de Estudios que se irá desarrollando durante el año, habrá espacio para bajas posteriores sin necesidad de que haya novedades o cambios importantes en el panorama general.

Es por lo anterior que en mi opinión deberíamos bajar la tasa de interés 50 puntos base, y quisiera dejar de manifiesto que de no haber cambios en la dirección de un deterioro significativo en el panorama inflacionario, creo que estaremos en condiciones de continuar bajando la tasa de interés en nuestras reuniones de política monetaria futuras.

Tal vez se pueda pensar en hacer un ajuste brusco de tasas, más allá de lo esperado por el mercado. La ventaja de esto es que evita un proceso largo de bajas de tasas, el que presumiblemente podría generar ciertas conductas no deseadas, como por ejemplo esperar antes de tomar decisiones de gasto a la espera de baja de tasas futuras. No obstante, esta estrategia tiene la desventaja que genera movimiento en los precios de los activos financieros que pueden tener efectos negativos. Si la baja de tasas es plenamente anticipada por el mercado, los efectos cambiarios de validar dichas expectativas reduciendo la tasa de política monetaria son mínimos. Sin embargo, una baja más allá de lo esperado puede generar un debilitamiento del peso exagerado en el muy corto plazo, limitando la fuerza de la señal de baja de tasas y el compromiso anti inflacionario. Creo que en esta coyuntura pesan más estos últimos efectos y por ello creo que 50 puntos base es lo mejor en esta ocasión.

Finalmente, quisiera pedirle a la División de Estudios, con la colaboración del resto de las Divisiones, que se abordaran dentro de sus planes de trabajo dos temas que requieren de análisis cuidadoso, algunos de los cuales ya se han estado realizando, y que han surgido como importantes a la luz de la discusión actual. Primero, cómo medir y cuánto debería ser una tasa de interés neutral. Y segundo, cómo se transmite la tasa rectora del Banco Central al resto de las tasas de mercado financiero.

El Vicepresidente señor Marshall señala que el determinar cuál es la tasa neutral, implica la corrección de la tasa de política monetaria, lo que significa una discusión distinta que no debiera ser analizada al tratarse las opciones. Posteriormente, se refiere a la pregunta planteada por el Presidente señor Massad acerca del nivel de la tasa de interés neutral y las experiencias existentes en la materia, teniendo presente que es difícil encontrar una economía con una tasa de interés real superior al 4%. Por otra parte, estima que si lo que se quiere es buscar la tasa de interés neutral para la política monetaria, hacerlo mediante rebajas sucesivas de sólo 25 puntos base resulta negativo.

Por lo anterior, cree que deben efectuarse los estudios necesarios con el objeto de que el Consejo analice la posibilidad de efectuar rebajas superiores a la actual tasa de política monetaria.

El señor Presidente solicita que en la Minuta que se elabore correspondiente a la presente Acta no se incorporen cifras respecto de la estimación que se hace por parte de los señores Consejeros, del monto en que estiman debe rebajarse la tasa de política monetaria. Asimismo, pide que se revise la forma en que se está tratando la manera de efectuar la rebaja de la tasa de interés.

El Gerente de División Internacional, señor Jadresic, plantea la necesidad de considerar las tasas de interés en relación con el modelo que usa el Banco y las variaciones de



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 29
Política Monetaria
19.02.2002

21.

la inflación, lo que, en su opinión, podría dar lugar a una revisión de las tasas sin afectar al modelo.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor García, señala que si bien existe una brecha en la inflación proyectada, no hay un cambio sustancial en el modelo, sin perjuicio de que como la inflación subyacente es más baja, ello podría afectar los próximos meses.

El Consejero señor De Gregorio opina que es el cambio de escenario el que incide en una nueva tasa de política monetaria. Al respecto, plantea si una baja más brusca lleva a preguntarse la importancia que reviste el anticiparse al mercado. Estima que los precios de los activos debieran reflejar esta anticipación, por lo que se pregunta acerca de cuáles serían los resultados si ya estuviera anticipada una mayor baja de la tasa de interés y en tal caso, se justificaría una mayor cautela.

El señor Presidente, antes de proceder a la votación, desea hacer un brevísimo comentario adicional que le sugieren las palabras de la Ministra Subrogante y expresa lo siguiente: De hecho, cuando se mantiene un manejo fiscal por reglas, parte importante del manejo macro a corto plazo es responsabilidad del Banco Central, pero naturalmente eso no significa que es responsable de lo que le ocurre a la economía porque hay muchos otros elementos, aparte de lo que resuelve el Banco Central, que están influyendo sobre la situación económica y que no son manejables a través de la tasa de interés. Lo que esto significa es que de hecho la responsabilidad es conjunta, aun cuando uno pudiera decir que teóricamente hay responsabilidades separadas, que a uno le corresponde una cosa y al otro otra. Por ello, la coordinación entre Ministerio de Hacienda y Banco Central es esencial para el mejor éxito de la política económica.

Piensa que el análisis que se ha realizado ha sido muy importante y ahora espera que, con la mayor rapidez posible, las Divisiones responsables puedan proveer la información suficiente para hacer una discusión, tanto sobre el nivel de tasa como la estrategia para alcanzarla.

En mérito de todo lo expuesto, el Consejo, por unanimidad, adopta el siguiente Acuerdo:

29-01-020219 – Tasa de Instancia Monetaria.

El Consejo acuerda reducir la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, desde 6,0% anual a 5,5% anual. Asimismo, los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustan en 50 puntos base.

IV. Comunicado

El Presidente propone el siguiente texto para el comunicado:

“ En su reunión mensual de política monetaria realizada el día de hoy, el Consejo del Banco Central de Chile resolvió reducir la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, desde 6,0% anual a 5,5% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez también se ajustaron en 50 puntos base.

La situación internacional no presenta cambios fundamentales respecto de lo anticipado hace un mes. Si bien se observan indicios de una recuperación algo más dinámica de la economía de Estados Unidos, otros socios comerciales de Chile en América Latina presentan signos de mayor debilidad. La situación de Argentina se mantiene en estado crítico, afectando a exportadores e inversionistas chilenos en ese país, pero ni la economía chilena ni otras economías de la región han sufrido efectos más allá de lo previsto en enero.



BANCO CENTRAL DE CHILE

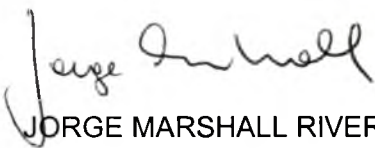
En el ámbito interno se ha reforzado el escenario de menores presiones inflacionarias futuras. Por un lado, el gasto doméstico ha seguido una trayectoria más débil de lo anticipado y los distintos indicadores parciales sugieren que esta trayectoria no se revertiría por sí sola en el corto plazo. Esta evolución, unida a un precio internacional del petróleo que se mantiene moderado, implica una trayectoria esperada de inflación que cae por debajo del centro del rango meta hacia fines del horizonte de proyección. Por otro lado, las expectativas privadas de inflación han disminuido significativamente, en especial aquellas implícitas en las tasas de interés a un año plazo.

Los antecedentes anteriores justifican la adopción de una política monetaria más expansiva, que contribuya a dinamizar el gasto sin poner en riesgo la meta de inflación.

El Consejo reafirma su compromiso de emplear con flexibilidad su instrumental monetario para encauzar la inflación dentro del rango meta de 2% a 4% anual, centrada en 3%."

El Consejo aprueba el texto del comunicado.

Se levanta la Sesión a las 17,30 horas.



JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente



CARLOS MASSAD ABUD
Presidente



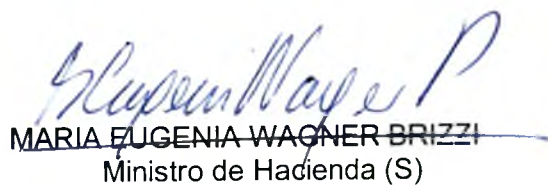
JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero



MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera



JOSE DE GREGORIO REBECO
Consejero



MARIA EUGENIA WAGNER BRIZZI
Ministro de Hacienda (S)



MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 30
DE POLITICA MONETARIA
celebrada el 12 de marzo de 2002

En Santiago de Chile, a 12 de marzo de 2002, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Carlos Massad Abud, con la asistencia del Vicepresidente don Jorge Marshall Rivera y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina, señor Jorge Desormeaux Jiménez y señor José De Gregorio Rebeco.

Asiste la Ministra de Hacienda Subrogante, doña María Eugenia Wagner Brizzi.

Asisten también los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Angel Nacrur Gazali;
Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;
Gerente de Análisis y Operaciones Internacionales, don Sergio Lehmann Beresi;
Secretaria Ejecutiva del Gabinete de la Presidencia,
doña Cecilia Feliú Carrizo;
Jefe de Prosecretaría, doña Cecilia Navarro García.

I. Resolución sobre Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 29, celebrada el 19 de febrero de 2002.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo el Proyecto de Acta de la Sesión N° 29, celebrada el 19 de febrero de 2002, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

II. Resolución sobre Minuta del Acta correspondiente a la Sesión N° 28, celebrada el 10 de enero de 2002.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo la Minuta correspondiente al Acta de la Sesión N° 28, celebrada el 10 de enero de 2002, la que se aprueba sin observaciones.

III. Fecha Sesión de Política Monetaria del mes de septiembre de 2002.

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de septiembre de 2002, para el día 5 de ese mes.



BANCO CENTRAL DE CHILE

IV. Exposición.

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

SÍNTESIS DEL MES

Se continúan apreciando indicadores que señalan perspectivas de debilidad para el gasto interno en el corto plazo. Esto se ve en particular en el comportamiento de las importaciones, cuyo repunte durante el mes de enero fue efímero, observándose en febrero una caída en doce meses del valor de 24%. Por el lado de la actividad, las noticias han sido positivas, destacando el mejor panorama para la economía de los Estados Unidos para este año, lo que de hecho ya ha redundado en un incremento en las proyecciones privadas de crecimiento para el año 2003, desde 4,1% a 4,5%, respecto de lo anticipado en la reunión de política monetaria pasada. Para este año, en todo caso, se mantienen perspectivas de crecimiento del orden de 3%. La encuesta de expectativas de marzo sitúa la inflación esperada en 2,8% y 3% a fines del 2002 y 2003, y espera relajamientos adicionales de la política monetaria en el corto plazo.

En febrero ya se destacó que los sectores que habían impulsado el crecimiento del gasto interno durante el año pasado revelaban signos preocupantes de debilidad. La información más reciente confirma este diagnóstico. La inversión en construcción se ha visto impactada negativamente por el menor dinamismo del mercado de la vivienda hacia fines del año pasado. La fuerte caída en los permisos de edificación ya se refleja en menor demanda por insumos, lo que además anticipa una caída en el empleo del sector durante el segundo trimestre del presente año. La inversión en maquinaria importada sigue con una tendencia declinante, a lo que se añade ahora tres meses consecutivos de caídas de las ventas domésticas de bienes de capital.

El consumo privado durante el segundo semestre del año pasado mantuvo tasas de crecimiento relativamente elevadas, sustentado por un incremento en los ingresos de trabajo (3,6% promedio anual), gracias al mayor empleo en sectores importantes de la economía, como la construcción, la industria y comercio. Como se mencionó, el panorama para el empleo en la construcción durante los próximos trimestres se aprecia bastante negativo, pero para el caso de la industria el repunte de la producción de enero, que revirtió la fuerte caída de diciembre, junto con un modesto incremento del empleo, permiten ser algo menos pesimistas. El empleo en comercio se aprecia estancado. En términos globales, se ve difícil un incremento importante de la ocupación en los próximos trimestres que permita mantener el crecimiento del consumo y las ventas del comercio al ritmo que muestran en la actualidad.

La proyección de crecimiento de la demanda interna para el primer trimestre se ha corregido a -1,0%, desde la cifra entre 2% y 3% que se incorporó en las proyecciones del Informe de Política Monetaria de enero. Esto indica que el repunte en la acumulación de existencias aún no se afianza, a pesar de la situación más estable que presentan los mercados financieros.

El tipo de cambio muestra una tendencia a la apreciación. En lo que va de marzo el tipo de cambio observado promedió \$669 por dólar, mientras que el tipo de cambio real 5, que excluye la fuerte apreciación bilateral con Argentina, se ubica en un nivel muy similar respecto del promedio de enero. Esta situación en el mercado cambiario se puede asociar con la persistente tendencia a la reducción que presenta el *spread* de la deuda soberana chilena, que ha alcanzado en los últimos días cifras ligeramente por sobre los 130 puntos base. Esto ha ocurrido en paralelo con reducciones de los *spreads* de deuda de otras economías emergentes importantes, como Brasil y México, y a pesar de la latente crisis económica y social en Argentina. Las tasas de interés de largo plazo en Chile han seguido esta tendencia. En el



BANCO CENTRAL DE CHILE

caso de las tasas de mercado, la información disponible a marzo muestra que se ha producido una leve caída en las tasas de colocación nominales de 1 a 3 años, probablemente asociadas a las ofertas de créditos de consumo anunciadas en la prensa. Las tasas de 90 días a 1 año en todo caso continúan con tendencia al alza.

En contraste con las débiles perspectivas para el gasto interno, el panorama para la actividad se ve algo más promisorio, gracias a la mejoría en el entorno internacional. En todo caso esto hasta ahora se aprecia mayormente sólo en los Estados Unidos, y se ha visto compensado con el deterioro del crecimiento de otros socios comerciales importantes para Chile. Por último, cabe mencionar que los efectos domésticos de este eventual mejor escenario internacional no se apreciarían en lo inmediato.

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA

I. Escenario Internacional

En las últimas semanas se ha ido consolidando la visión que la economía norteamericana muestra una recuperación más rápida de lo esperado. Las cifras para el cuarto trimestre del 2001 fueron corregidas al alza desde 0,2% a 1,4%, y los indicadores de actividad industrial, de consumo y del mercado laboral han mejorado respecto de las observaciones previas. Se ha producido una nueva revisión al alza en las proyecciones de crecimiento para esta economía, alcanzando en la actualidad a 2,1% para el 2002, cifra que se compara con el 1,4% considerado en la reunión de política monetaria de febrero.

Las correcciones anteriores han generado una revisión también al alza en las economías emergentes de Asia. De esta forma, la actividad mundial durante el presente año presentaría un crecimiento de 2,5%, cifra superior al 2,1% considerado en enero pasado. El crecimiento de los principales socios comerciales de Chile también se modifica al alza, aunque sólo 0,1 punto porcentual, puesto que América Latina ha registrado revisiones a la baja en su crecimiento.

Las proyecciones de precios del cobre se mantienen sin modificación respecto de la reunión pasada. Se espera un precio de US\$0,72 por libra en el 2002 y US\$0,80 por libra el próximo año. No obstante las mejores perspectivas de crecimiento, los inventarios del metal rojo continúan incrementándose. Respecto del petróleo, su valor *spot* fluctúa entre US\$20 – US\$22 por barril y no se han verificado mayores noticias que sugieran modificar las proyecciones de enero.

No se esperan nuevos movimientos expansivos en la política monetaria de las principales economías del globo. Por el contrario, se producirían aumentos graduales de las tasas de interés de política a partir de la segunda mitad del 2002.

Desde fines del 2001 se ha observado un mejoramiento importante de los flujos de capitales hacia las economías emergentes, tanto en los mercados de bonos, como accionarios, estos últimos principalmente luego del caso ENRON. Esto ha significado la reducción de los *spreads* soberanos de estas economías, dentro de las cuales destacan en América Latina Chile, Brasil y México.

En Argentina se mantiene la situación de *default* y congelamiento de depósitos ("*corralito*"), pese a que se han verificado avances en términos de su flexibilización. El peso argentino ha registrado una depreciación de 55% desde su liberalización, magnitud que podría ser mayor de no mediar las restricciones aún existentes en el sistema financiero.



BANCO CENTRAL DE CHILE

II. Mercados Financieros

Durante febrero las tasas de interés de todos los documentos del Banco Central mostraron una trayectoria descendente, acorde a la evolución de la tasa de política monetaria. Los pagarés reajustables alcanzaron valores mínimos de UF+4,2% y UF+4,7% para los PRC-8 y PRC-20 años, respectivamente, en tanto que los documentos nominales descendieron hasta 30 puntos base durante el mes. Esta disminución se traspasó prácticamente sólo a las tasas nominales de captación. Las tasas de colocación han seguido aumentando, en particular en los plazos superiores a 90 días, lo que ha significado un incremento considerable en los *spreads*. Durante los primeros días de marzo las tasas de interés de las colocaciones nominales denotan las mayores caídas en las operaciones de largo plazo (1 a 3 años), en tanto que las de 90 días a un año, continúan con tasas de interés al alza.

De acuerdo a la encuesta de expectativas de marzo, que realiza el Banco Central, el mercado espera un nuevo recorte de la tasa de política monetaria del orden de 50 puntos base en el corto plazo. La curva *forward* arroja un resultado similar, para mostrar posteriormente incrementos en los trimestres venideros, finalizando el año con una tasa en torno a 6,3%.

Debido a la escasez de transacciones, por la menor actividad de los mercados financieros típica de esta época del año, fenómeno que se adiciona al menor plazo de madurez de las operaciones, se observó un alza de la tasa de interés real media de los bonos corporativos. Esto produjo un mayor recargo de estos instrumentos respecto del PRC, alcanzando el nivel más alto desde septiembre de 1998. En efecto, en marzo esta situación se ha corregido y el recargo ha disminuido más de 50 puntos base. Las tasas hipotecarias, en tanto, mostraron una evolución a la baja, pero menor a la de los PRC, no obstante en las letras con tasas de emisión menor al 6% se ha observado una significativa disminución (niveles cercanos a 6%). Con todo, la tasa de interés real media de las tasas hipotecarias se sitúa actualmente en torno a 6,2% y las de los bonos de empresa, en torno a 6,7%.

Los agregados más líquidos —circulante y M1A— mantienen variaciones reales anuales sobre los dos dígitos. A lo largo de marzo se espera que esta variación sea sustancialmente menor que la de los meses previos, dada la mayor base de comparación (marzo 2001).

Las colocaciones totales —al sector público y privado— registraron un magro resultado en febrero. Este resultado puede obedecer, por una parte, a factores de demanda basados en la postergación de la toma de créditos ante los anuncios de bajas en las tasas de los créditos de consumo en marzo. Por otra, puede estar asociado a factores de oferta —no del todo especificados— que han significado incrementos en las tasas de interés de colocaciones para algunos plazos. Los créditos al sector privado continúan con una evolución positiva de los créditos destinados a empresas y a consumo.

En febrero, el tipo de cambio presentó una fuerte volatilidad, principalmente durante la primera quincena, explicada por la flotación del tipo de cambio argentino. La segunda parte del mes, en tanto, mostró un peso más estable, con cotizaciones en torno a \$675 por dólar. El recorte de la tasa de política monetaria efectuado el 19 de febrero no tuvo un efecto posterior en la cotización del dólar, lo que indica que esta medida monetaria ya estaba asimilada por los precios de mercado.

Con respecto a las monedas de la región, el real brasileño también se mostró estable (R\$2,4 por dólar). El peso argentino, que comenzó el mes cotizándose en Ar\$2 por dólar, posteriormente se depreció 5% (desde la última reunión de política monetaria).

Las expectativas de más corto plazo (tres meses) que se obtienen de las cotizaciones de los operadores *Bloomberg* y de los contratos *forward*, mantienen un nivel del tipo de cambio de \$680 por dólar. Para los plazos posteriores se observa una tendencia moderada de



BANCO CENTRAL DE CHILE

depreciación, en línea con las expectativas de recuperación de la economía de Estados Unidos.

Considerando las expectativas de inflación y tipo de cambio de *Consensus Forecast*, se estima que desde diciembre a la fecha el TCR5 se ha apreciado cerca de 1%. Se espera que este escenario para el TCR se mantenga durante la primera mitad del año 2002.

La actividad bursátil chilena se mostró débil en el último tiempo, presentando una caída de 3,7% acumulada a febrero. Esta caída tiene su origen en las disminuciones que han presentado las acciones de empresas que se encuentran relacionadas con la situación argentina. Si a la evolución del IPSA se le quitan las 14 empresas (38% de incidencia en el índice), con presencia en Argentina, se observa un crecimiento de este índice del orden de 1,5%, para igual período. De igual forma, el IGPA también presenta una caída de 2,2% en lo que va corrido del año. Sin embargo, en la última semana, tanto el IPSA como el IGPA han mostrado una importante recuperación en términos mensuales (5,0% y 3,2%, respectivamente). Incidieron en el alza de estos índices, los positivos indicadores de la economía de Estados Unidos y las perspectivas de una pronta solución de la crisis argentina.

III. Actividad y Empleo

Actividad y Gasto

Respecto a la minuta de febrero, las proyecciones de PIB para el primer trimestre del 2002 se corrigen a la baja, con un crecimiento anual esperado de 2,5% con base 1996.

La fuerte caída experimentada por las importaciones durante febrero (-24%) y la perspectiva de una disminución similar para marzo —dada la alta base de comparación— sustentan peores perspectivas para la demanda interna respecto de lo previsto en la reunión pasada. Así, durante el primer trimestre del 2002 se prevé que el gasto se contraiga 1,0%.

Se espera que las exportaciones de bienes y servicios crezcan 5,2% durante el primer trimestre del 2002, mientras que las importaciones descendan 6,1% anual, bastante por debajo de la estimaciones previas, debido al pobre desempeño reciente de las mismas.

Demanda Interna

Durante enero, el consumo privado habría mostrado un moderado aumento. Esto se explica por el incremento de las ventas de consumo habitual (7,8% anual), el que se compensa en parte, por la disminución de las ventas de bienes durables (-24,2%), las cuales revirtieron la leve recuperación que habían mostrado a fines del año pasado. Las importaciones de bienes de consumo, continuaron cayendo en enero (-7,2%), por lo que se mantendría la hipótesis de la sustitución de bienes importados.

Respecto de la inversión, se prevé un pobre desempeño en los próximos meses, debido a la fuerte contracción prevista en la construcción y a la debilidad de la evolución de las ventas e importaciones de capital. En efecto, los permisos de edificación habitacionales y de establecimientos cayeron sustancialmente por segundo mes consecutivo en enero del 2002.

En enero se registró una leve recuperación de las importaciones de bienes de capital (1,5%), luego de un fin de año muy deprimido. No obstante ello, cifras preliminares de febrero anticiparían una reversión de este crecimiento. Por su parte, el índice de ventas de bienes de capital, sigue mostrando niveles muy deprimidos.

De acuerdo a la nueva información del catastro de inversión de diciembre 2001, se observa una corrección a la baja en las estimaciones de inversión para los próximos años. Dadas las



BANCO CENTRAL DE CHILE

características de esta información, las cifras de este catastro están sujetas a ajustes en adelante, tal como ha sido la tónica de los últimos informes.

La actual corrección se debe principalmente a la postergación de proyectos en el sector telecomunicaciones y a los cambios en el programa de inversiones en minería (explicados por algunos cambios de propiedad). No obstante, para el 2002 destaca la inversión en puertos, específicamente Mejillones, en proyectos de expansión minera, además de las licitaciones de obras viales e inversiones sanitarias. Para los siguientes años sobresalen proyectos industriales, como ALUMYSA, y la construcción de nuevas plantas generadoras de energía.

Respecto al sector externo, durante enero continuó el dinamismo en las exportaciones, en particular en aquellos componentes no tradicionales.

El volumen total de exportaciones aumentó en 9,3% en enero, explicado por el favorable comportamiento de los productos no tradicionales —salmones y truchas, jugos de fruta, vinos, y químicos— con una variación de 20,8% en el período. Las exportaciones tradicionales distintas de cobre crecieron 5,5% y las de cobre 2,1%.

Las importaciones, por su parte, aumentaron sus volúmenes 2,7% en el mes, con una caída en las de consumo de 1,8%. Esta disminución se vio más que compensada por el incremento en las importaciones de bienes de capital (5,4%) e intermedios (3%), dentro de las cuales distinguieron las de combustibles, con un incremento de 5%.

Mercado Laboral

Durante el trimestre móvil finalizado en enero del 2002, la tasa de desocupación nacional registró una leve alza respecto al trimestre anterior al situarse en 8,0%. Al aislar los efectos estacionales, la tasa de desempleo se mantiene estable en torno a 9,0%.

En todo caso, luego de descontar los programas de empleo estatales de las cifras globales, se observa un incremento del empleo privado durante enero.

A nivel sectorial, luego de desestacionalizar las series, en el comercio se acentúa la trayectoria decreciente que se venía observando desde fines del 2001, mientras que en la industria la ocupación continúa mostrando una recuperación. Esta dinámica de la industria contrasta con la información de empleo de SOFOFA, la que muestra una trayectoria decreciente desde febrero del 2001.

Las cifras de los permisos de edificación de enero, permiten reafirmar el diagnóstico previo sobre la anticipación de una fuerte caída en la ocupación del sector construcción durante el segundo trimestre del 2002, a pesar de los incrementos puntuales del empleo de este sector en las observaciones recientes.

Para los meses de febrero y marzo se espera que la cifra de desempleo se mantenga en niveles cercanos a los del último trimestre. Sin embargo, para los meses de invierno es probable que las tasas de desempleo se acerquen a dos dígitos, debido a la estacionalidad propia de este período.

IV. Precios y Costos

En febrero el IPC registró una variación nula. Como era de esperar, el grupo alimentación presentó una caída importante, conforme al patrón estacional que se observa en esta época del año, con una incidencia negativa de 0,25pp. del índice total. En el mismo sentido, los precios que se agrupan bajo la categoría de vestuario mostraron una caída también en línea con la temporada. Los factores más relevantes que anularon estas disminuciones tienen su origen en el alza de precios observada en todos los subgrupos de la categoría salud, que

43
43



BANCO CENTRAL DE CHILE

afectó positivamente al IPC en 0,21pp. El ítem con mayor variación dentro del rubro es el referido a productos médicos, con algo más de la mitad de incidencia. La expansión en los precios de estos productos valida el diagnóstico previo de algún grado de traspaso del incremento del tipo de cambio a precios.

Por otro lado, se observa que la dinámica del IPCX muestra un crecimiento anual de 3,4%, siguiendo con la tendencia al alza anticipada en la anterior reunión de política monetaria. En el caso específico del IPCX1, que considera los precios mayormente determinados por la fuerza de oferta y demanda, su tasa de crecimiento anual se ubicó en febrero en 3,2%, por sobre el 3% del mes anterior. En el próximo trimestre se espera que este indicador fluctúe en torno a un valor promedio anual de 3,1%.

Por el lado de las expectativas de los agentes, la encuesta de marzo realizada por el Banco Central señala que la inflación a fines del 2002 se situará en 2,8%, por primera vez bajo el valor central del rango meta y 1,1% inferior al valor máximo registrado a comienzos de noviembre. Para diciembre del 2003, se espera se ubique en 3%, inferior a las observaciones previas y similar a lo que se esperaba en agosto del 2001.

Por su parte, el diferencial que se obtiene de las tasas de mercado de papeles nominales y reales muestra caídas de la inflación de consideración a un año plazo. En efecto, éstas se ubican por debajo del 2%, cifra que contrasta ampliamente con el 4% implícito a principios del cuarto trimestre del 2001. Esta señal implícita puede estar siendo distorsionada por el efecto conjunto de una mayor demanda de este tipo de documentos respecto a su cupo de licitación, y primas por riesgo más elevadas, debido a cuatro meses consecutivos de IPC en torno a 0%.

Tal como se esperaba, durante enero el índice nominal de remuneraciones por hora denotó un menor crecimiento anual respecto de diciembre (5,3%), producto de las cláusulas de indización asociadas a las menores inflaciones a partir de octubre del 2001. Los salarios reales, por el contrario, experimentaron un incremento respecto de los meses previos, debido a la baja inflación de enero. A futuro se espera un menor crecimiento de los salarios nominales, dada la trayectoria de inflación de los últimos meses.

V. Perspectivas de corto plazo

Para el trimestre venidero se anticipan inflaciones mensuales promedio de 0,4%, con lo cual el IPC acumularía un incremento anual de 2,3% a mayo. Se espera que en marzo, el incremento mensual del IPC sea de 0,6%, similar a lo habitual, fundamentalmente basado en los reajustes de los servicios de educación. Tanto en abril como en mayo el IPC aumentaría 0,3%. El IPCX, por su parte, mostrará incrementos mensuales similares a los del IPC, finalizando mayo con un incremento en doce meses de 3,3%.

El Presidente ofrece la palabra a los asistentes.

La Consejera señora Ovalle señala que en la reunión de política monetaria del mes de febrero, hace sólo 20 días, el escenario central del Informe de Política Monetaria de enero se mantenía constante con un comienzo de despeje de la situación internacional, principalmente gracias a la recuperación más pronta de Estados Unidos; los antecedentes de la economía interna que preocupaban seguían mostrando signos de debilidad y se manifestó que probablemente habría un rezago en su mejoramiento. Las variables que presentaban niveles bajo lo proyectado, eran las mismas que según el Informe de Política Monetaria podían verse más afectadas, es decir, el escenario no había variado pero la incertidumbre en estas variables continuaba más de lo esperado. Se concluyó que no hay necesariamente un efecto automático del mejoramiento de la actividad mundial que se refleje inmediatamente en nuestra economía y se estimó en esa ocasión, un rezago en torno a dos meses.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Las perspectivas de crecimiento para la economía chilena, según el Informe presentado hoy, se mantienen en torno a 3%, pese a que hay mayor optimismo entre algunos analistas, por las positivas noticias externas: perspectivas de crecimiento de exportaciones y de términos de intercambio, bajo nivel de spreads de deuda, lo cual redundaría en un crecimiento mayor. Es cierto que en materia de actividad las proyecciones no son optimistas debido a que la demanda interna está débil. Los componentes que muestran esta debilidad son los relativos a inversión: a la desacumulación de inventarios y a la falta de inversión en capital fijo, se suman señales de debilidad de la construcción y respecto del consumo su evolución está directamente relacionada con la evolución del mercado del trabajo. Según el Informe presentado, el panorama para los próximos trimestres es peor al actual, de modo que será difícil mantener el ritmo actual de crecimiento del consumo y ventas de comercio.

Considera que los antecedentes presentados por la División Estudios son más pesimistas que los análisis de mercado, especialmente en relación a la situación de Estados Unidos y del crecimiento de Chile para el año 2002, por lo tanto, solicita al Gerente de Estudios más detalle del por qué de esta situación.

Otro punto es conocer el avance sobre algunos temas que quedaron pendientes en la reunión pasada que considera de gran importancia. Le gustaría saber cómo están siendo abordados por la División Estudios los siguientes temas: El traspaso de la tasa de política monetaria a los créditos bancarios; el estudio sobre el nivel de tasa neutral y cómo alcanzarla, respecto a lo cual el Presidente informó esta mañana que habría un seminario el próximo viernes; estudio acerca de efectos de la política fiscal sobre la economía y necesidad de tener información sobre índices de confianza, que parece ser una de las problemáticas que está afectando el nivel de efectividad de las políticas.

Un tercer tema que desea plantear la Consejera señora Ovalle está en relación con la nueva información de cuentas nacionales. Manifiesta que su efecto no fue considerado en la minuta de Política Monetaria presentada para esta reunión, pero sí tomó relevancia en la presentación de las opciones. Además, hay que considerar que estas cifras se darán a conocer el 25 de marzo. Le gustaría que la División Estudios ampliara su opinión al respecto, ya que estas cifras no son en absoluto definitivas y su publicación, 13 días después de esta reunión, podría generar presiones para un nuevo recorte de tasas. Señala que es necesario considerar que esta nueva información de "carácter excesivamente preliminar", frase que fue utilizada en la opción para bajar 75 puntos base, cambia las perspectivas inflacionarias y de crecimiento. Consulta cuál es el mensaje que se quiere transmitir al mercado y cómo afecta la credibilidad del Banco Central el hecho de que una parte de la baja de la tasa de interés se deba a este factor que no puede estar considerado en el comunicado debido a la fecha posterior en que se darán a conocer las cuentas nacionales con base 1996.

El Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés, explica, respecto de cómo compatibilizar el mayor optimismo que existe hoy en el mercado y las proyecciones que presentó la División Estudios en la reunión anterior, que el escenario que se presentó en la reunión pasada contenía una mayor debilidad del gasto, lo que implicaba riesgos a la baja, no menores, para el crecimiento de este año y el próximo. Indica que desde ese tiempo a esta parte se han configurado básicamente dos cosas: primero, mayor optimismo en el panorama internacional, lo que es reflejo de cifras de Estados Unidos y permite ser algo más positivo de lo que se indicó en febrero en términos de actividad, aunque no del gasto, porque este desarrollo produce básicamente un efecto de demanda externa. Y segundo, la disminución misma de la tasa de interés en 50 puntos base hace que ese escenario más bien negativo sea amortiguado, al menos, parcialmente.

Con respecto a las implicancias de las nuevas series de cuentas nacionales, hace presente que no fue fácil decidir su forma de presentación para esta reunión. Debido a que se trata de un cambio que ocurre cada siete o cada diez años, se decidió sacarlo de la



BANCO CENTRAL DE CHILE

minuta, considerando que es un antecedente, en principio, bastante diferente al seguimiento normal que se hace de las variables. Por lo tanto, cree que merece un tratamiento aparte, y por tal motivo se incluye en la discusión de opciones. De hecho, hay un cuadro en el documento de opciones, al que se podría volver después, que justamente resume las implicancias que podría tener la revisión de cuentas nacionales.

Manifiesta el señor Valdés que lo decidido corresponde sólo a una forma de ordenar la información, lo que puede ser materia de discusión. No obstante, señala que vale la pena tener presente que la revisión de cuentas no puede, por sí misma, cambiar la realidad. La realidad sigue siendo la misma y, en ese sentido, los nuevos datos se complementan con algo que ya se discutió en la reunión pasada, y es que quizás las brechas de actividad se estaban subestimando. O, lo que es lo mismo, que el grado de expansividad que tiene la política monetaria podría ser inferior a lo adecuado. Esta discusión respecto del tamaño de las brechas, en todo caso, es un tema que calza mejor con la discusión de opciones de política monetaria, que es el momento en que se hace la evaluación respecto si la expansividad de la política monetaria es la correcta o no, dado el conjunto de antecedentes de la economía internacional y nacional.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor García, respecto al mayor optimismo que se mencionaba como antecedente de la economía doméstica, agrega que éste se manifiesta, sobre todo, en las expectativas de crecimiento que se dan en la encuesta para el año 2003. Estas están ahora algo por encima de lo que se observaba el mes anterior, un 4,5% en vez de 4,1%. Sin embargo, hay que notar que estas dos cifras siguen estando por debajo de las que el Banco Central presentó en su Informe de Política Monetaria de enero, de 5,3%. Por ello, el reciente ajuste al alza de las proyecciones privadas se puede interpretar como una corrección de un excesivo pesimismo de hace algún tiempo.

La Consejera señora Ovalle consulta respecto a los avances de lo solicitado.

El señor Valdés señala que las minutas están listas y que el próximo viernes habrá un seminario interno respecto de la tasa neutral y del traspaso de tasas. Quizás, dice, lo más relevante de los resultados para la discusión de esta reunión es que, respecto de la tasa neutral, el diagnóstico que mantiene el Banco no estaría en lo sustancial equivocado, por lo que no amerita un cambio de visión respecto de la política monetaria.

El Consejero señor De Gregorio tiene una duda respecto del traspaso de tasa. Manifiesta que del análisis presentado en la minuta respectiva, desde una perspectiva de mediano plazo, se observa que desde el año 2000, cuando comenzó el relajamiento de la política monetaria, hay traspasos desde la tasa de política monetaria a las tasas bancarias. Sin embargo, hace notar que se advierte cierta mayor dificultad en el traspaso en los últimos meses. Parte de eso tiene que ver con la dinámica propia de la operación del sistema financiero, pero también puede haber influido la nominalización, en particular, en los meses de inflación muy baja, cuando subieron fuertemente las tasas en UF. Por lo anterior, tal vez tomen un tiempo en materializarse nuevas bajas de tasas en el sistema financiero. Señala que le gustaría saber si el staff tiene alguna noción de cómo y en qué horizonte de tiempo ocurre el traspaso desde la tasa de política monetaria hacia las tasas de mercado.

El Gerente de División Política Financiera, señor Herrera, señala sobre el tema del traspaso, que lo que se ha observado es que efectivamente se produce un traspaso, pero que depende del tipo de operaciones. Es algo que se verá en mayor detalle en un próximo seminario. Manifiesta que el efecto traspaso debe distinguirse de un efecto distinto, dado que en los últimos meses ha habido tasas de inflación muy bajas y ello ha implicado que la tasa de política monetaria, medida en términos indizados, ha aumentado en este período y para las tasas que son equivalentes, tanto de captación en UF como de colocación en UF, también ha



BANCO CENTRAL DE CHILE

habido un aumento, cuyas perspectivas hacia adelante dependen de lo que sea la evolución futura de la inflación, ex post de lo que ha pasado.

Se refiere a un tema que aparece en la Minuta que repartió la División Estudios y que señala que se produce una tendencia al alza en las tasas de colocación de 90 a 365 días y en eso, cree que es necesario ser más cauteloso en calificar lo que es una tendencia al alza o no. Estas tasas, la tasa de colocación, para igual tasa de captación, tiene una volatilidad de más o menos 50 puntos base para igual nivel. Señala que es muy volátil mes a mes, lo mismo para las tasas nominales. Por lo tanto, no se puede extrapolar una conclusión de tendencia al alza en la forma en que está puesta en la minuta. En términos generales, el principal efecto que se ha visto en los últimos meses de alzas de tasa, son las que son derivadas de registros de inflación más bajos en estos meses puntuales y su efecto sobre los premios y sobre la UF.

El Presidente estima que en esta materia hay que tener en cuenta una información importante y es que la tasa de rentabilidad del sistema financiero es, sin duda, altísima en comparación con cualquier otro sector de la economía chilena y eso probablemente contiene alguna información en materia del grado de competencia que existe en el sector. Ahí se tiene que ver que, en una condición relativamente débil de la economía, que normalmente se refleja con rapidez en los sectores financieros, se han mantenido tasas muy altas de rentabilidad, desusadamente altas en comparación con cualquier otro sector. Señala que ésa es una información que se tiene que procesar porque algo indica y valdría la pena ponerla en conjunto con el análisis de las tasas de interés. No está haciendo ninguna afirmación al respecto, pero cree que esa indicación, en conjunto con las observaciones que existen sobre tasas de interés tiene que ser mirada cuidadosamente, hay algo allí que no le deja tranquilo por decirlo de manera suave.

El Gerente de División Estudios desea complementar el comentario anterior con un elemento que permite entender la discusión existente alrededor de este tema. Señala que las cifras comentadas son cifras agregadas, pero que si se separan las cifras por tamaño de los créditos, la realidad es muy distinta para los créditos más pequeños que corresponden a la mayor parte de los clientes del sistema. De hecho, en los créditos inferiores a 500 UF existe un comportamiento diferente, con rebajas menores o nulas. Dice que obviamente hay que buscar cuáles son las explicaciones de esto, pero quiere decir también que al interior del sistema hay distintas realidades y eso ayuda a entender también las distintas perspectivas que hay detrás de la evaluación que hace el público, el mercado y el mundo político.

El Presidente manifiesta que es cierto que los clientes más pequeños son generalmente también más riesgosos, pero al mismo tiempo son clientes cautivos. Señala que es muy difícil para un cliente pequeño cambiarse de banco cuando tiene comprometidas sus garantías en un banco determinado, ya que alzar las garantías de un banco es tarea complicada y difícil, además que tiene un impuesto, de modo que ahí hay elementos que influyen sobre el tema de la competencia que pueden estar afectando también el sistema.

El Gerente General, señor Carrasco, señala que el Informe que se difundió habla de una perspectiva de inflación para el próximo trimestre que va a ser del 0,4% promedio mensual y acá se habló de 0,3%, no sabe si hay algún cambio explícito en eso o alguna equivocación. En todo caso, para el argumento que desea hacer no es muy relevante.

Señala que ha surgido una interpretación de parte de un connotado economista, sobre la eficacia de la política monetaria actual en Chile, en cuanto a que los demandantes de créditos bancarios tomarían su decisión de endeudarse más o endeudarse menos, según las perspectivas de tasas reales de tres o cuatro meses. Y por el contrario el Banco Central fijaría su tasa de política monetaria en función de los próximos 12 ó 24 meses, lo cual podría llevar a un dilema sin solución, salvo que se volviera a hacer política monetaria con tasas reales. Si se sigue esa argumentación, el último cuatrimestre se habría estado con tasas reales altísimas ya que la inflación fue 0% en promedio, lo cual sin duda habría sido un elemento bastante adverso



para una mayor reactivación. Ahora, si esto tuviera algo de verdadero sería bastante preocupante, ya que el Banco Central habría cometido un error importante. También crearía un problema de aquí en adelante porque se está proyectando, o el mercado proyecta, tener una inflación de entre 0,3% y 0,4% lo cual indicaría que se estaría iniciando un período de política monetaria ultra expansiva con tasa de interés real casi cero, para decisiones de pedir o no pedir créditos, entonces, la política monetaria habría pasado de ultra restrictiva a ultra expansiva. Estima que es conveniente plantearse si hay algo de efectivo en esto; las opiniones se pueden simplemente no considerar, pero cree que vale la pena hacer un análisis porque es algo en que si existiera alguna duda, el Banco Central podría ser objeto de fuertes críticas. En lo personal, estima que ese economista está totalmente equivocado, pero piensa que habría que hacer algún esfuerzo por analizar ese argumento.

El Gerente de División Política Financiera cree que el corazón de ese argumento, sin entrar en todos los puntos, es efectivamente decir que para los empresarios o los agentes lo fundamental es mirar la tasa en UF y por tanto, sus decisiones dependerán de eso y que no entenderían que, en el fondo, si cae la UF y aumenta la tasa, el monto a pagar en pesos y la tasa real esperada para estos agentes, no cambia. En cambio, para las personas, la tasa relevante es la tasa en pesos. Todos los créditos de consumo o el 95% de ellos, a uno o dos años, son en pesos. Para los agentes menos sofisticados del sistema las operaciones son en pesos, y para los agentes más sofisticados el tema debiera ser indiferente. En todo caso, la cantidad de créditos en operaciones reajustables ha caído a la mitad de lo que eran hace seis meses. Indica que hace seis meses los flujos de colocación de créditos reajustables, antes de la nominalización, eran un 45% de las operaciones que se estaban haciendo. Hoy día esos agentes, ante una nueva realidad de tasas, han traspasado sus decisiones de créditos a colocaciones nominales.

El Presidente manifiesta que si fuera cierto que en el pasado reciente la tasa ha sido restrictiva para los inversionistas grandes, no se habría visto el traslado hacia emitir instrumentos en el mercado doméstico, que ocurrió masivamente durante una buena parte del año pasado, de modo que no ve cómo pueda sostenerse el argumento del economista. Sin duda, dice, hay un mérito en el argumento en el sentido que para alguien que está con un préstamo amarrado a tasa fija y que no se puede cambiar de ninguna manera, se le introduce un poco más volatilidad a la tasa, pero también se le introduce volatilidad al capital a través del precio de la UF, de modo que son cosas que tienden a compensarse en el proceso, pero probablemente también, desde el punto de vista de los bancos, que tenían un calce distinto entre operaciones en UF y operaciones en pesos durante un período transitorio, y es posible que se vean inducidos a ampliar los spreads para cubrirse de incertidumbres. Estima que esas son cosas eminentemente transitorias y como muy bien se señala, están en proceso de corregirse por la vía de los flujos, de modo que realmente no ve que se pudiera sostener ese argumento con demasiada fuerza y si se sostuviera querría decir que la política monetaria es de aquí en adelante exageradamente expansiva.

El Presidente desea hacer un comentario más general que los puntos específicos que ha mencionado hasta ahora.

Tiene la sensación de que se está entrando en un período de reversión de tendencia que va a generar las típicas dificultades que originan los períodos de reversión. Tiene confianza de que se está entrando en un período de esa naturaleza, pero naturalmente no se está entrando de manera monótonica, sino que habrán ahí altibajos durante algún tiempo que habrá que enfrentar, pero tiene la impresión que dada la situación de la economía mundial, van a existir algunos impulsos positivos desde ese lado, lo que unido a los impulsos positivos que se le pueda dar a la economía, desde el punto de vista de la política monetaria, pueden conducirnos por una senda de crecimiento algo más rápido que el que está previsto. Piensa que los analistas, en general, van a revisar sus proyecciones de la economía chilena hacia arriba, lo que es una buena noticia, porque ayuda desde el punto de vista de las expectativas



BANCO CENTRAL DE CHILE

del mercado mirando hacia adelante. Ya algunas de esas revisiones se han producido, entiende que hay otras en proceso de producirse, que van a ir afianzando la idea de que la economía entra en un proceso de crecimiento algo más rápido de lo que se observaba. Señala que por ahora, lo que está ocurriendo es que las expectativas de los analistas se están acercando a las del Banco Central, cuando antes estaban por debajo de ellas, pero cree que eventualmente en el curso del año pueden tender incluso a superar las expectativas del Banco Central. Pero este proceso no va a ser un proceso sin retrocesos: van a existir algunos reveses parciales, probablemente se va a observar que las importaciones de algún mes caen de nuevo, que algunas cifras de venta o de producción no son tan fuertes como se hubiera deseado, pero se compensan con los meses siguientes; es lo típico de los procesos de reversión de tendencia en que se ven signos bastante mezclados. Piensa que desde ese punto de vista y en la medida que estas tendencias se vayan afirmando, hay que transmitir un mensaje más optimista hacia el futuro del que se ha estado transmitiendo hasta ahora para contribuir a este proceso de afianzamiento de mejores expectativas. Estima que los datos que existen hasta este momento nos ponen sí en un riesgo y es que todo este proceso se realice sin un efecto visible en el tema del empleo y que ese tema más que el de la velocidad del crecimiento dentro de ciertos ritmos, sea el elemento que complique la economía en el futuro. Considera que va a haber un proceso de crecimiento un poco más acelerado del que se ha visto bajo el supuesto que las tendencias mundiales se afianzan, lo que parece ser así por toda la evidencia que hoy día se tiene, aunque no está plenamente garantizado, pero el tema del desempleo va a ser algo que va a estar todavía con nosotros por un tiempo relativamente largo y cree que mirar lo relativo al empleo requiere analizar, no sólo la política monetaria, sino también otros aspectos de las políticas, que incluyen, por ejemplo, lo que ocurre con los salarios mínimos, que generan cierto margen de inflexibilidad al nivel del mercado de trabajo.

Va a hacer otros comentarios sobre estos temas cuando se llegue al punto de las opciones, pero encuentra cierta dificultad para entender algunos de los ejercicios que se han hecho con las nuevas cifras de producto. De hecho, agrega, hemos sido muy exitosos en el pasado en predecir la inflación con las viejas cifras de producto. Ahora se nos dice que las proyecciones de la inflación serán distintas, ¿cómo se concilia el hecho de que fuimos en el pasado muy exitosos en materia de predecir inflación, con el hecho de que las nuevas cifras parecen mostrar brechas distintas, resultados distintos, que nos llevan a corregir las metas de inflación? Cree que aquí hay un tema que hay que mirar muy cuidadosamente, porque la lógica de ese ejercicio, vista así, no le satisface y le gustaría que se analizara ese punto con mucha atención, porque de ahí se pueden desprender aciertos o errores de política en el futuro próximo.

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 última reunión de política monetaria, luego de analizar antecedentes que mostraban una evolución del gasto más lenta que la prevista, una velocidad de la inflación subyacente en torno a 2% anual, un entorno internacional marginalmente más positivo—al compensarse una trayectoria más dinámica de Estados Unidos con problemas más graves en Argentina—y una disminución de las expectativas privadas de inflación, el Consejo acordó una rebaja en la tasa de política monetaria de 50 puntos base. En la reunión algunos consejeros consideraron la posibilidad de un recorte de la tasa de política monetaria mayor a los 50 puntos base, pero se estimó que una disminución de esta magnitud podría no ser bien comprendida por el mercado.
2. Los antecedentes acumulados desde la última reunión de política monetaria confirman y profundizan el escenario descrito en ese momento. En particular:

[Handwritten signature]



BANCO CENTRAL DE CHILE

- Las importaciones de febrero, los indicadores del sector construcción y la evolución del empleo, entre otros, son consistentes con la perspectiva de un gasto deprimido. De hecho, las proyecciones de crecimiento de la demanda interna para el primer trimestre del 2002 han disminuido desde 2,5% en el último Informe de Política Monetaria a -1% en la actualidad (modificación que incluye el cambio de año base). Los positivos datos de importaciones de la primera semana de marzo aún son insuficientes para cambiar este diagnóstico.
 - La evolución de la economía mundial y sus perspectivas son más positivas que lo esperado hace un mes, en particular de la economía norteamericana, cuestión que ya ha tenido efectos en el precio del cobre. En todo caso, sería prematuro cambiar los supuestos de precio en las proyecciones. Por otro lado, las malas perspectivas de crecimiento de algunos socios comerciales latinoamericanos continúan contrapesando este mejor escenario mundial.
 - La revisión de expectativas de inflación del sector privado observada desde fines del año pasado ha tendido a consolidarse, observándose una disminución de entre 100 y 200 puntos bases dependiendo de si se considera la encuesta o diferenciales de tasas de interés. Esta rebaja en las expectativas no ha sido considerada en las proyecciones de inflación y crecimiento.
 - Durante los últimos días también se han acumulado antecedentes respecto de dos elementos adicionales de riesgo para la inflación que tampoco están incluidos en las proyecciones. El primero es un precio del petróleo algo más elevado que el considerado en el escenario central, aunque aún se mantiene en el mercado la idea de que este aumento puede tener un carácter transitorio. El segundo es un tipo de cambio más apreciado, lo que se vincula a perspectivas más estables en los mercados financieros emergentes. En efecto, durante los últimos días el tipo de cambio nominal ha fluctuado entre \$660 y \$670, valores que estarían indicando que el supuesto implícito en el Informe de Política Monetaria de \$690 a fin de año y \$700 a fines del 2003 puede ser pesimista. Los spreads soberanos de Chile, en tanto, han disminuido a 120 puntos base (bono 09) y 140 puntos base (bono 12), en línea con las caídas en los spreads de la mayoría de los países emergentes.
3. Además de analizar los indicadores macroeconómicos habituales, en esta reunión de política monetaria existe información preliminar de las nuevas cuentas nacionales en base 1996. Los antecedentes permiten concluir tentativamente lo siguiente:
- El crecimiento del PIB potencial para 2001-2002 sería menor a lo previsto en el Informe de Política Monetaria en 0,3%, con un promedio de 3,5%. Si bien se mantiene el supuesto de crecimiento potencial en torno a 5% en el mediano plazo (2005), es posible esperar que la convergencia hacia ese nivel sea más lenta.
 - La brecha entre PIB y PIB potencial para 2001-2002 sería aproximadamente 0,5% mayor que lo estimado previamente.
 - La trayectoria actual del PIB y del gasto sería algo más dinámica con las nuevas cuentas, aunque el patrón de desaceleración se mantiene. Las estimaciones preliminares del crecimiento de estas variables durante el último trimestre del año pasado son las siguientes:

Crecimiento PIB y Gasto 2001T4



BANCO CENTRAL DE CHILE

	Base 1986		Base 1996	
	Var 12 Meses	Velocidad (*)	Var 12 Meses	Velocidad (*)
PIB	2,1	2,6	1,8	3,3
Gasto	-5,2	-7,6	-3,4	-4,4

(*) Variación trimestral desestacionalizada anualizada controlando por días de trabajo.

4. La nueva información de cuentas nacionales cambia las perspectivas inflacionarias y de crecimiento. La estimación de este cambio es aún preliminar y se basa en dos ejercicios de proyección que se comparan con el escenario de gasto débil de la reunión de política monetaria de febrero de 2002 actualizado con la rebaja de tasa de política monetaria acordada en ese momento. El primer ejercicio considera las proyecciones incluyendo los nuevos datos de PIB y brecha de la nueva base usando el mismo modelo que se utilizó para el Informe de Política Monetaria de enero. El segundo es una proyección que incluye una estimación preliminar del modelo con las nuevas cuentas considerando el mismo escenario anterior. (Estos ejercicios son diferentes a los presentados en el seminario de Nuevas Cuentas Nacionales que se basaron en el escenario no actualizado descrito en el Informe de Política Monetaria.)

Los resultados de estos ejercicios muestran que la nueva información de cuentas nacionales produce una proyección de inflación hacia fines del horizonte de política que es entre 4 y 5 décimas menor a la proyección base. La proyección de crecimiento, por su parte, se ve corregida marginalmente al alza. Detrás de ambos cambios de proyección está la estimación de una mayor brecha.

Ejercicios de Proyección con Nuevas Cuentas Nacionales

	Escenario Febrero 2002 Gasto débil – TPM 5,5%		Efecto de nuevas CCNN		Efecto de nuevas estimaciones	
	2002	2003	2002	2003	2002	2003
Inflación IPC dic/dic	3,1	2,8	2,7	2,3	2,7	2,4
Inflación IPCX dic/dic 3,5	2,4	3,1	2,0 (2)	3,1	2,1 (3)	
Crecimiento promedio	3,1	5,1 (1)	3,1	5,2 (2)	3,1	5,3 (3)

(1) Menor crecimiento se ve parcialmente compensado por reducción de TPM de febrero

(2) Mayor brecha estimada con nuevo AB afecta sobre todo a la inflación, teniendo un pequeño efecto sobre crecimiento durante 2003.

(3) Las nuevas estimaciones impactan en la aceleración del crecimiento ligeramente retardada en el tiempo, con algo más de inflación y crecimiento en el 2003.

5. Independientemente del cambio que producen las nuevas cuentas nacionales, las perspectivas para la inflación en el corto plazo, es decir, hasta mediados de año, se mantienen en torno a 2,5% en 12 meses para el IPC y en torno a 3,4% para el IPCX.
6. Las expectativas de consenso de mercado para esta reunión de política monetaria indican una rebaja de 50 puntos base, aunque también algunos analistas apuestan por una rebaja mayor, de hasta 100 puntos base. Unos pocos analistas, en cambio, han recomendado la mantención de la tasa de política monetaria. Cabe mencionar que estas expectativas de mercado se forman de manera simultánea a las expectativas de inflación decreciente—es decir, las expectativas de inflación antes comentadas están construidas considerando una rebaja en la tasa de política monetaria.
7. Con estos antecedentes se proponen como opciones para esta reunión de política monetaria disminuir la tasa de política monetaria en 50, 75 ó 100 puntos base. Como



BANCO CENTRAL DE CHILE

siempre, es posible considerar otras opciones, por ejemplo, mantener la tasa de interés o disminuirla en más de 100 puntos base. Esas alternativas, sin embargo, al estar excesivamente alejadas del consenso de mercado podrían tener consecuencias desestabilizadoras.

- La alternativa de 50 puntos base podría ser la más adecuada si se considera que las conclusiones del análisis de las nuevas cuentas nacionales no tienen consecuencias definitivas sobre las perspectivas de inflación. En este caso sólo la ratificación de una trayectoria de gasto más deprimido sería el elemento distintivo del análisis.
- La alternativa de 75 puntos base podría ser la más adecuada si se considera que la nueva información de cuentas nacionales es relevante, aunque aún preliminar como para cambiar en forma sustancial la trayectoria de la política monetaria.
- Por último, la alternativa de 100 puntos base podría ser preferida si se evalúa como algo definitorio la percepción de que las brechas de capacidad son significativamente mayores a las previstas.

8. Como es usual, existen consideraciones estratégicas que podrían hacer recomendable repartir un recorte de la tasa de política monetaria en más de una reunión. A los argumentos habituales que se basan en los efectos de un cambio no anticipado de la política monetaria sobre los precios de los activos y la credibilidad, y en eventuales postergaciones de decisiones de gasto si existen rebajas ulteriores anticipadas, en este caso se agrega la publicación de la nueva información de cuentas nacionales el día 25 de marzo próximo. En este sentido, en la medida que se considere que estas nuevas cifras cambian las perspectivas de inflación, podría ser inadecuado repartir un eventual recorte de tasas en dos o más reuniones, puesto que el Banco Central aparecería reaccionando sólo parcialmente a información disponible pero no pública.

El Presidente ofrece la palabra a los asistentes.

El Gerente de Investigación Económica, señor Schmidt-Hebbel, señala que si se compara la evaluación de la situación coyuntural actual con la realizada hace un mes, después de la reducción de la tasa de política monetaria a 5,5%, la evaluación actual (suponiendo la misma regla de política imperante en febrero) refleja tres cambios: 1°) la nueva información que se ha podido recoger en los últimos 30 días, 2°) los cambios reflejados por las nuevas cuentas nacionales, y 3°) los cambios en el modelo que, aunque preliminares, contienen reestimaciones producto de las nuevas cuentas nacionales. Estas tres fuentes de cambios en las perspectivas inflacionarias, se reflejan en una reducción promedio (si se promedian los cuatro indicadores de inflación IPC, IPCX, en 2002 y 2003), 2002-2003 de IPC e IPCX de 37,5 puntos base, vale decir, casi de 0,4 %. Esto sugiere una corrección de la tasa de política monetaria en aproximadamente 40 puntos base hacia abajo, considerando un coeficiente de respuesta de la inflación de mediano plazo a la tasa de política monetaria aproximadamente igual a 1.

La segunda consideración está relacionada con las ponderaciones otorgadas a cada indicador de inflación. Las proyecciones anuales a diciembre de 2003 varían entre 2,1% de inflación IPCX y 2,4% de inflación IPC. El compromiso con la sociedad es, ciertamente, con el IPC total, y además en un horizonte de política en el cual es factible de influir sobre la inflación (el segundo año de proyección). Sin embargo, desea también recordar aquí que existen mayores errores de proyección (un intervalo de confianza más amplio) en el segundo año que en el primer año. En ese sentido, aunque el Banco Central no afecte en nada a la inflación durante el año 2002 con un cambio de tasa, las tasas proyectadas de inflación para el año 2002 pueden ser un elemento de predicción alternativo de la inflación del año 2003. En resumen, señala que no ponderaría exclusivamente uno de esos cuatro indicadores sino que



BANCO CENTRAL DE CHILE

alguna combinación de ellos, lo que llevaría a descartar (por constituir un extremo) una reducción de la tasa de política en 90 puntos base.

Ante la consulta del Consejero señor De Gregorio en relación a que esos cálculos que está haciendo el señor Schmidt-Hebbel que sugieren un cambio de 90 puntos base es sólo diferencial, éste contesta que el segundo cálculo sí es solo diferencial, mientras que el primero no. Aclara que él dijo, precisamente, que si se mantiene la misma regla monetaria y el mismo "atraso" en la reacción de política que se observaba en febrero, se corrige en 37,5 puntos base la inflación proyectada en los cuatro indicadores.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor García, se refiere a un tema relacionado con el rol del tipo de cambio en las proyecciones, tanto las actuales que están incluidas en el cuadro indicado precedentemente, como las que se han revisado en el curso de los últimos informes de política monetaria. Señala que, en primer lugar, efectivamente ha habido proyecciones que han estado muy cercanas con las cifras efectivas de inflación que se han producido tanto a fines del año 2000 como a fines del 2001 y ello a pesar de una trayectoria del tipo de cambio que sistemáticamente sorprendió, siendo más hacia el alza de lo que se había supuesto. Ahora, la interpretación que se ha dado es que se debió a que el fenómeno del traspaso del tipo de cambio a inflación era menor que el histórico, y se hicieron diversas correcciones a los modelos de proyección. Una interpretación alternativa, que se ha considerado más recientemente, en particular por el Gerente de la División Internacional, y que a la luz de las nuevas informaciones de cuentas nacionales parece tener cierto asidero, es que en realidad no es solamente un problema asociado con el traspaso sino que también es un problema asociado a que la brecha de la capacidad ha sido superior a la que en esos momentos se pudo estimar. Manifiesta que efectivamente las cuentas nacionales todavía están en estado de revisión, sobre todo para dos tipos de cifras, una que es el crecimiento del año 2001, y otra, referida al perfil trimestral de gasto y actividad dentro de cada año. Las cifras anuales de crecimiento hasta el año 2000 ya están bastante afinadas, en particular las del año 2000 que es un 4,4% y por eso se podría deducir de ahí que se tiene una brecha a partir de métodos estadísticos tradicionales que sería en torno a medio punto más alta que la que se estimó el último mes. Eso es un factor que podría explicar por qué, a pesar de observarse una depreciación del tipo de cambio por sobre lo que se suponía en las proyecciones, la inflación finalmente terminó siendo similar a la que señaló el Banco públicamente.

En la situación actual, las proyecciones siguen con el tipo de cambio que se supuso en política monetaria, mientras que hoy día está apreciado alrededor de 3% en términos reales. No se incluyó esa cifra debido a la incertidumbre natural que supone esta variable y debido a que es el Consejo quien debe finalmente hacer el supuesto respecto a qué trayectoria es razonable para el tipo de cambio. Solamente como punto de referencia, un tipo de cambio 3% más apreciado tiene un impacto de entre 0,5% y un punto en la inflación a dos años plazo y eso suponiendo que hay un traspaso de tipo de cambio más bajo de lo que fue históricamente. Es decir, las proyecciones de inflación, de suponerse que el tipo de cambio persiste en el tiempo, debieran reducirse entre medio punto y un punto hacia el año 2003.

El Presidente consulta si lo anterior es simétrico respecto al riesgo al alza del tipo de cambio. Contesta el señor García señalando que el efecto es simétrico. En todo caso, se considera que en estas proyecciones parte del efecto sobre inflación de la depreciación que se produjo el año pasado todavía se estaba desarrollando. Entonces, ese efecto no se daría, de tener este escenario alternativo de tipo de cambio.

El Gerente de División Política Financiera, señor Herrera, expresa que si sólo se trata de un cambio de base, ese cambio debe ser neutral para efectos del comportamiento de las brechas. Afecta tanto al producto potencial que ahora va a estar evaluado a precios distintos, como al producto medido que va a estar medido por precios. Sin embargo, en esta



BANCO CENTRAL DE CHILE

revisión se incorpora un segundo factor: nueva información que no estaba disponible cuando se construyeron las antiguas cuentas. Si esa nueva información es la que está haciendo cambiar la estimación del producto, entonces mientras el PIB potencial sigue creciendo al mismo ritmo, el producto lo hace a una tasa menor y, por lo tanto, aumenta la brecha de producto.

El Consejero señor De Gregorio señala que le sorprende algo en las brechas sectoriales porque, si se analiza, piensa que hay un cambio de composición, el sector construcción es el sector que tiene más brecha y aumenta su participación.

El señor Herrera dice que es posible que se produzca eso, pero no hay forma de medirlo. Tampoco por la metodología estadística que se ha usado acá, pues la estimación del PIB potencial, dado que hay un cambio en la base, también debería reconocer estadísticamente que hay un quiebre estructural en el año 1996, si se está hablando de un PIB distinto, entonces, ocupar el filtro HP común y corriente o cualquier método de ese estilo sin reconocer que hay un quiebre estructural del PIB potencial, puede inducir a error de evaluación. Distinto es que se incorpore nueva información. El punto final es que cree que anclar el argumento sobre la debilidad de la economía en el cambio del año base tiene un sustento teórico cuestionable.

El señor García indica que efectivamente, en el estado estacionario, un cambio de año base debería cambiar el crecimiento del PIB potencial. Además, a lo largo del ciclo los cambios de ponderadores que han ocurrido realmente tienen un efecto que no deberían aplicarse en el potencial. El PIB potencial es un concepto abstracto, que se supone que es menos volátil o más suave. Por ello, el menor crecimiento estimado para el año 2000 con la nueva base no se puede, completamente, atribuir a un cambio en el crecimiento potencial, debido a que precisamente el cambio en la estimación se asocia a los factores más cíclicos detrás del crecimiento.

El Gerente de División Estudios, señor Valdés, manifiesta que las dudas que ha planteado el señor Herrera son razonables, pero señala que hay un supuesto de trabajo que siempre se ha tenido respecto del PIB potencial y es que éste se mueve más suavemente que el PIB efectivo. Así, como la revisión de cuentas lleva a una tasa de crecimiento más baja, usando el supuesto habitual, esto implica que el PIB potencial también es menor, aunque no en forma paralela al PIB efectivo. La consecuencia es que las brechas son algo más grandes que lo previsto. En todo caso, esto es efecto directo del supuesto de trabajo, esto es que el PIB potencial se mueve más lento que el PIB efectivo, y hay que reconocer que no tiene por qué ser exactamente así. No se ha hecho la suposición que plantea el señor Herrera en el sentido de que el cambio de ponderadores contenga a priori información. Sin embargo, señala que es probable que las brechas sectoriales se ponderen ahora en forma diferente y que sectores más dinámicos, de menor brecha, sean ahora algo menos importantes.

El señor Herrera cree que no se puede seguir usando el argumento de que el PIB potencial tiene una tendencia suave y estable si hay un cambio de base.

El Presidente agrega un punto adicional que se refiere a las cifras de desempleo y las cifras de inflación que se calculan independientemente, señalando que cuando se tiene que ajustar un modelo a ciertas cifras de inflación con ciertas brechas y lo que se está cambiando son sólo las brechas, cambia la estimación del modelo y es muy probable que el modelo haya absorbido esas diferencias porque lo que había que explicar era una cierta tasa de inflación. Cree que es un tema que hay que explorar todavía bastante más antes de poder



BANCO CENTRAL DE CHILE

poner demasiado énfasis en este punto como un elemento decisivo en la formulación de una política. Desafortunadamente, dice, hay que publicar estas cifras y hay que usar toda la información que se tiene para tomar una decisión en esta reunión. Considera que no sería legítimo que teniendo información no se usara por el hecho de que no es pública todavía. Insiste en que la obligación del Banco es usar toda la información disponible, el problema es lo que significa esa información desde el punto de vista de las proyecciones del Consejo. Se refiere a la visión que plantea el señor Schmidt-Hebbel de buscar un promedio por las imprecisiones que pudieran existir, para propósitos de una primera aproximación lo que le parece bastante razonable, pero en cuanto a tomar esa cifra al pie de la letra, prefiere tener un poco de cuidado hasta que no se la haya explorado más.

El Consejero señor De Gregorio señala que tiene dos comentarios respecto a lo anterior. El primero es respecto a la brecha. Está de acuerdo con lo dicho por el señor Herrera, en el sentido de que si se está tomando una tendencia sobre una nueva serie, no hay razones, a priori, para pensar que aumenta la brecha. Sin embargo, si esa misma tendencia se calcula en forma desagregada, lo mismo que empujó el producto para abajo, es decir, el cambio de composición, también va a empujar para abajo la capacidad, y es de esperar que si los sectores con mayores brechas aumentan su participación, la brecha del producto debería aumentar. Después, si se toman hasta el año 1996 los datos de inversión y se hace un ejercicio en función de producción, también se puede esperar que la brecha va a crecer. Por lo tanto, usando diferentes métodos para estimar la brecha, ve con una alta probabilidad de que si va a ocurrir algo sistemático, esto va a ser un aumento de la brecha. No se sabe cuánto, no se sabe con qué método, pero claramente el análisis apunta hacia eso; apunta hacia que hubo menos crecimiento de tendencia, porque además el ejercicio correcto no es poner un dummy, el ejercicio correcto si se quiere reproducir las cuentas nacionales como lo más cercano a la producción anual de la economía es filtrarla entera desde un principio, no se puede decir ahora cambió la base entonces va haber una nueva manera de ver la economía. En cualquiera de esos escenarios, prevé que se va a obtener una brecha algo más grande.

En segundo lugar, respecto al ejercicio más largo que señala el señor Massad, opina que estos ejercicios normalmente se van haciendo con ecuaciones de inflación con los datos disponibles a ese momento. Sin embargo, lo que echa de menos en todos estos modelos es que se hagan todas las estimaciones sin una regla de Taylor, suponiendo implícitamente un comportamiento pasivo de las autoridades. Es decir, que en las predicciones hasta fines del 2003 se diga que también vienen con una regla activa de política monetaria, la que puede haber ido cambiando. Los ejercicios se deberían hacer con una regla óptima que va a dar, de alguna manera, la pauta de la evolución futura de la economía, que no va a reemplazar la decisión del Consejo, pero va a ser importante para ilustrar el escenario futuro. Cree que incorporar una regla de política no debiera usarse en el IPOM, al menos en un principio, y por lo tanto cree que el supuesto del IPOM de mantener la tasa constante es lo más razonable que hay hasta ahora. No obstante, para efectos del análisis del Consejo, lo fundamental es saber que de aquí a 24 meses la política monetaria algo va a hacer, y eso debe estar incorporado en las estimaciones.

El Presidente agrega que se debe recordar que el problema no es sólo estimar la brecha sino que usarla para estimar la inflación, pero se puede estimar la brecha por muchos procedimientos. El tema es pasar de ahí a estimar la inflación que es lo que interesa aquí.

El Gerente de Análisis y Operaciones Internacionales manifiesta que, tal como ha sido señalado, existen expectativas de una evolución más promisorio para la economía mundial. Eso ha motivado que, a nivel doméstico, algunos analistas hayan llevado a cabo revisiones al alza en el crecimiento de la economía chilena. Si las perspectivas más positivas de la economía mundial se refuerzan, como así espera que ocurra, es probable que las proyecciones de actividad que aquí fueron presentadas deban ser revisadas. De esta manera,



BANCO CENTRAL DE CHILE

se incorporaría información respecto a una recuperación de Estados Unidos más acelerada de lo que se anticipaba, de acuerdo con lo que algunos indicadores de coyuntura están mostrando. Tal como en algún momento se sugirió, si se calcula el crecimiento de socios comerciales excluyendo Argentina, se observa un efecto significativo, de aproximadamente 4 décimas, de un mayor crecimiento, respecto a lo que se suponía en el IPOM de enero. Producto de expectativas de un crecimiento más dinámico en Estados Unidos, se están observando revisiones en las perspectivas de actividad en Europa y Japón, las que si bien aún son menores, reflejan una tendencia. Esta tendencia también se ha observado respecto a países emergentes de Asia. En consecuencia, debería haber también un impacto positivo sobre nuestra economía, el que podría verse reforzado con una visión un poco más optimista de parte de los analistas locales.

Agrega que, en general, consistente con un escenario mundial más promisorio en términos de actividad, las economías más desarrolladas han comenzado una fase de revisión de tasas de interés, las que se moverían hacia el alza. Las expectativas respecto a las tasas de interés externas se ven reflejadas en el comportamiento reciente exhibido por las tasas LIBOR en dólares y euros, como también en el panorama observado en el rendimiento de los bonos de largo plazo, que registran aumentos significativos. Este es un elemento que se debe considerar al tomar la decisión respecto a nuestra tasa de política.

En consecuencia, dada una percepción un poco más optimista que debería comenzar a observarse en relación a la economía doméstica, la que llevaría a proyecciones de mayor crecimiento de la actividad económica, dentro de un marco de recuperación de la economía mundial, pensaría en actuar con cautela respecto a un recorte de tasas demasiado agresivo. En ese sentido, no obstante, comparte el rango de opciones de política que se presentó, sugiriendo que sería más conveniente situarse en una posición más conservadora; es decir, pensar en un alza un poco más modesta, de 50 puntos base.

El Gerente de Investigación Económica, señor Schmidt-Hebbel, en relación a las brechas, afirma que, dado que el Banco tiene el mejor modelo disponible, tiene plena confianza en que la corrección de la brecha de producto hacia el alza de una magnitud de 0,5% es el mejor estimador que se puede tener en este momento del efecto de las nuevas cuentas nacionales sobre la brecha. Sin embargo, hace notar el siguiente punto relativo a las nuevas cuentas nacionales: entre 1986 y 1996 la apreciación del tipo de cambio real fue aproximadamente de un 30%, mientras que la depreciación desde 1996 hasta la fecha, es casi de la misma magnitud. Esto significa que los sectores transables en las nuevas cuentas basadas en los precios relativos de 1996, tienen una ponderación excesivamente baja en relación a la ponderación que deberían tener a precios relativos de hoy y previsibles en el mediano plazo, ocurriendo lo contrario con los sectores no transables. Como varios sectores transables (como la agricultura, la minería, la pesca y sub-sectores industriales) han crecido fuertemente en los últimos años y probablemente crezcan fuertemente en el futuro próximo, es probable que las nuevas cuentas nacionales estén sub-estimando el crecimiento efectivo. Ello, a su vez, lleva a una sobre-estimación de la brecha entre PIB potencial y PIB efectivo, si la ponderación a precios 1996 (con tipo de cambio excesivamente apreciado) afecta más al PIB efectivo que al PIB potencial.

La Ministra de Hacienda Subrogante, señora Wagner, manifiesta lo siguiente:

De acuerdo al Informe del Banco Central, las señales económicas de las últimas semanas indican un escenario en el que la demanda interna no muestra claras señales de reactivación, es más, señales que hace un mes eran alentadoras, sufrieron un quiebre en su tendencia.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Por el lado del consumo, las cifras de importaciones descendieron en un 25% durante febrero después de haber experimentado una desaceleración en su caída durante enero.

Por su parte, las cifras de consumo de bienes durables del INE muestran una importante desaceleración.

Por el lado de la inversión las cifras de edificación del INE y de las importaciones de bienes de capital mostraron una desaceleración importante en enero y febrero respectivamente, y de acuerdo a estimaciones del Banco Central las tasas de crecimiento del gasto interno para el primer trimestre se corrigieron a la baja desde entre un 2% a un 3% a -1%.

Por su parte, la última cifra de inflación de febrero arrojó una variación de 0% alcanzando la variación en 12 meses a 2,5% y, como ya se dijo, la encuesta de expectativas que realiza el Banco Central muestra que la inflación esperada por el mercado se ubica en 2,8% y 2,9% para la inflación total y subyacente, respectivamente. Y para el caso de ambas, las expectativas muestran una tendencia decreciente desde noviembre del año anterior. A su vez la inflación implícita en 12 meses, en los documentos del Banco alcanza el 1,8%.

En tanto, el tipo de cambio se ha apreciado para alcanzar niveles de \$ 661 desde principios de febrero, fecha en la cual se observa un desacoplamiento con el peso argentino y con una evaluación favorable del spread soberano chileno.

Si bien, como se ha dicho, las últimas cifras de la economía norteamericana y las declaraciones de Alan Greenspan confirman que Estados Unidos estaría en una senda de recuperación, la proyección del crecimiento para nuestros socios comerciales ha sido revisada al alza muy marginalmente hasta el momento.

En resumen, a nuestro parecer, las cifras indican que los riesgos por el lado del crecimiento son aún mayores y que no parecen existir riesgos por el lado de la inflación. En este contexto, consideraríamos bienvenida una reducción de la tasa de instancia monetaria.

El Consejero señor De Gregorio señala lo siguiente:

En lo esencial, la actual coyuntura macroeconómica no es significativamente diferente a la del mes pasado, de modo que tal como lo afirmó en la reunión anterior, cree que aún hay espacios para bajar las tasas de interés.

En el ámbito interno, a unas cifras levemente mejores durante el mes de enero, se debe agregar un muy débil comportamiento de las importaciones en febrero, con una caída de 24% para el total y 18% para las que excluyen petróleo. Esto ha llevado a la División Estudios a reducir su proyección de crecimiento del gasto interno a -1% durante el primer trimestre.

En el ámbito externo, algunas señales más alentadoras se han estado recibiendo de la economía de los Estados Unidos, lo que puede tener positivas repercusiones sobre los precios de nuestros bienes exportados, como ya se ha observado en cobre y celulosa. Esto no viene más que a reafirmar un crecimiento del PIB basado en una fuerte demanda externa, mientras la demanda interna sigue deprimida. El único aspecto negativo, viniendo del sector externo, ha sido el repunte del precio del petróleo, pero su impacto debería ser menor dada la evolución del tipo de cambio.

Todo el cuadro descrito en materia de actividad resulta en expectativas de inflación decrecientes, con los riesgos apuntando hacia la parte inferior del rango meta. Las presiones



BANCO CENTRAL DE CHILE

cambiarias están acotadas, y a diferencia de meses anteriores, ésta no es un área donde se presenten riesgos significativos

Es en este contexto en el cual considera hay espacios para seguir bajando la tasa de interés, a niveles más consistentes con una tasa de interés expansiva que debiera estar en un rango de 4% a 5%, tal como afirmó en la reunión anterior.

Seguir bajando las tasas de interés no es algo inusual dado la experiencia internacional. No vale la pena mencionar las bajas en los Estados Unidos, pero se puede mirar al mundo emergente y ver que, excepto en América Latina, en el resto del mundo las tasas son en general bajas. Entre estos casos se puede destacar Australia (4,3%), Corea (4,5%), Malasia (3,2%), Singapur (1,1%), Taiwán (2,2%) y la República Checa (4,2%). Estas se comparan con un 5,1% en Chile, las que ya tienen internalizada una baja de tasas. Excepciones son Indonesia, Polonia y Sudáfrica.

Con los 100 puntos base de baja de tasas en enero y febrero hemos compensado la caída de expectativas de inflación, las que a fines del año pasado estaban en 3,5% para diciembre del 2002, y han bajado sistemáticamente a 2,8% en la última encuesta de expectativas. Esto se verifica también en las expectativas de inflación que se derivan de los diferenciales de tasas de interés. Recién ahora estaríamos entrando en una fase expansiva, respecto de la tasa de 6,5% establecida después de la nominalización en julio del año pasado. Más aún, tal como el staff lo plantea, esta baja de expectativas aún no está incorporada en las proyecciones de inflación y crecimiento. Por lo tanto, estima que la tasa de política monetaria debería reducirse entre 75 y 100 puntos base para dar una señal más fuerte que lo que el mercado espera.

A continuación, se refiere a tres puntos que le parecen relevantes en la coyuntura actual:

1. La importancia de guiar al mercado

El mercado, independientemente de su juicio técnico, tiene internalizado una baja de 50 puntos base. En consecuencia podríamos validar esta expectativa sin mayor impacto en los precios de los activos. Una buena anticipación de nuestras decisiones significa que nuestro "modelo" es entendido en el mercado. Sin embargo, el Banco Central debe guiar este proceso y preguntarse si hay que acomodarse a lo que el mercado espera o dar señales adicionales, es decir una rebaja de más de 50 puntos base. Creo que en esta oportunidad hay razones que justifican una baja adicional a lo que el mercado espera.

Como mencionó anteriormente, recién ahora estamos entrando en una fase realmente expansiva respecto de la tasa vigente al momento de nominalizar. Además, en momentos que se cuestiona la efectividad de la política monetaria, es importante mostrar convicción sobre su efectividad.

Una política más expansiva no resolverá los problemas estructurales de nuestra economía. Pero un buen manejo macroeconómico es condición necesaria para generar confianza y permitir que haya un crecimiento sostenible, y por lo tanto, para mantener una situación macroeconómica sana, con una tasa de inflación baja y estable.

Más aún, dado que la efectividad de la política monetaria depende de manera importante de la credibilidad de las autoridades, señala que éste es un buen momento para indicar al mercado que nosotros sí creemos que la política monetaria tiene efectos en el ciclo económico. Una señal de tasas vale más que cien palabras.

Por otro lado, hay que tener cuidado con la lectura de una baja de tasas de 50 puntos base, porque tal como ha aparecido en algunas interpretaciones de prensa, se podría pensar que se hace lo justo y necesario para tranquilizar las críticas y las presiones sobre la política



BANCO CENTRAL DE CHILE

monetaria, pero sin señalar la convicción que es un movimiento que estimula la demanda. Esta posible lectura refuerza la idea de que debemos bajar más de 50 puntos base.

Además, aunque mi análisis no considera el impacto de la entrega de información de las nuevas cuentas nacionales, ellas claramente indicarán una mayor desaceleración, en especial por los datos de 2001, con implicancias respecto de la brecha, lo que refuerza la necesidad de dar una señal más allá de lo esperado por el mercado. Hoy día, sumado a los nuevos antecedentes de producción, los mayores riesgos están en la parte baja del rango meta.

2. Sobre el ciclo de tasas

Una crítica usual es que es un error bajar tasas, si después, en un breve plazo, habrá que subirlas. Cree que este argumento es, en general equivocado, al menos para shocks de demanda. Precisamente el éxito de una política monetaria expansiva es que en el futuro cercano deberá hacerse restrictiva, de otro modo, no sería efectiva. Piensa que bajar las tasas en la actualidad, acelerando el crecimiento de la demanda, hará más cercano el momento en que debamos realizar un alza de tasas, lo que en vez de revelar malas decisiones de política indica que la política monetaria es de hecho efectiva.

Considera que sí sería un error mover las tasas en la dirección incorrecta, por ejemplo, subirlas cuando lo recomendable sería una baja de tasas. Por ello es que piensa que, a pesar de una leve alza en las expectativas de inflación, producto de la debilidad del peso, a fines del año pasado, la decisión de mantener las tasas resultó ser ex-post la decisión correcta.

Por último, es importante tener una política monetaria simétrica, es decir la misma agresividad en las bajas que en las alzas. Entiende que mientras el Banco Central estuvo construyendo credibilidad anti inflacionaria se haya sido asimétrico, pero le cuesta explicar dicha asimetría hoy día, y deberíamos incorporar con la misma fuerza las malas y buenas noticias de la economía internacional.

3. El clima de opiniones sobre nuestra reunión.

En días recientes hemos sido testigos de muchos comentarios sobre la decisión que deberíamos tomar hoy. Me parece absolutamente legítimo que en una sociedad democrática se discuta la política monetaria.

Incluso, el diario El Mercurio, el día de ayer, en un artículo que raya en lo ofensivo, intenta definir un alineamiento político en un tema que es eminentemente técnico.

Lo que le parece algo más discutible, es que el Ministro de Hacienda haga comentarios explícitos sobre la política monetaria. Entiende sus declaraciones en el contexto actual, dada las presiones recibidas para relajar la política fiscal. Sus declaraciones han sido por lo demás prudentes, sin embargo las interpretaciones que ha dado la prensa muestran una presión que puede cuestionar nuestros grados de autonomía. El Ministro puede presionar y hacer sentir su opinión al Consejo, y está en su derecho. Sin embargo, cuando éstas se transforman en declaraciones públicas se puede llegar a un extremo que pueden perjudicar el manejo macroeconómico, pues el Banco necesita siempre reafirmar su autonomía para, precisamente, poder tener una política monetaria más efectiva y creíble.

Una demostración de autonomía e independencia puede requerir en algún momento actuar contra las presiones, pero también es una muestra de independencia hacer lo que se piensa debe ser lo correcto, independientemente de las presiones políticas. Este último caso es particularmente importante cuando las razones técnicas para una decisión de esta naturaleza están plenamente justificadas, como me parece ser el caso hoy día.



BANCO CENTRAL DE CHILE

4. Conclusión.

Por todo lo anterior, considera que los riesgos de bajar más de 50 puntos base son acotados, mientras que los riesgos de quedarnos atrasados son más costosos dadas las perspectivas económicas presentadas por la División de Estudios, y es por ello que es de la opinión que hay que bajar las tasas de interés entre 75 puntos base y 100 puntos base, con una inclinación hacia los 100 puntos base.

El año pasado la política monetaria estuvo rezagada por una razón de prudencia dados los desarrollos en el mercado cambiario, a pesar de un marcado deterioro en el escenario externo. Durante este año la política monetaria ha sido acomodaticia respecto de las expectativas inflacionarias y como resultado de la incertidumbre reinante. Hoy día, piensa que la política monetaria debe ser decididamente expansiva para guiar el crecimiento pues no hay riesgos de inflación.

El Consejero señor Desormeaux se refiere a la presentación que ha hecho el staff del Departamento de Estudios, señalando que básicamente da un mensaje en el sentido de que elementos que ya habían sido considerados en el mes de febrero, como es la evolución más lenta del gasto y un escenario internacional más favorable, o se han consolidado o se han profundizado, y ello lleva a reconocer que efectivamente la tasa de política monetaria hoy día se encuentra retrasada respecto de lo que debiera ser para alinear la inflación en torno a un 3% en el mediano plazo. A estos elementos se suman otros adicionales que mencionó el Gerente de División Estudios: el alza en el precio del petróleo que de alguna forma, evidentemente, es un riesgo para nuestra meta de inflación, pero con la apreciación del peso, que es un riesgo en la dirección inversa, ambos tienden a neutralizarse.

Se refiere al cuarto elemento que es el elemento de conflicto, y que es la información de nuevas cuentas nacionales basadas en el nuevo año base y que proyecta una mayor brecha del PIB, a raíz de lo cual se estaría proyectando una inflación que en el mediano plazo es entre 0,4% y 0,5% inferior, con un PIB que crece marginalmente más.

Señala que si se toman en consideración los primeros tres puntos, en otras palabras, si se excluye el tema de las nuevas cuentas nacionales, la tasa de política monetaria, siguiendo el ejercicio que hacía el señor Schmidt-Hebbel, promediando las cifras solamente del año 2003 de inflación total y de inflación subyacente, estaría aproximadamente 40 puntos base retrasada respecto de la tasa óptima. Si se agrega el cuarto punto y se va a la tercera columna, la verdad es que se encuentra una diferencia adicional que ya la calculó el señor Schmidt-Hebbel y que es de 37,5 puntos base. Sumando ambos efectos y si es que realmente se puede confiar plenamente en ellos, lo cual cree que se debe hacer, se puede llegar a algo cercano a los 75 puntos base, para una posible rebaja.

Manifiesta que tiene algunas dudas respecto de este cálculo. Una de ellas consiste en que tiene la sensación que el escenario internacional que aquí se ha considerado, y así se lo manifestó al Gerente de División Estudios, le parece que está algo retrasado respecto de la información que existe hoy día en tiempo real. Tiene la impresión de que la metodología usada, que es la que se ha usado siempre, y que utiliza la información de Consensus Forecast, naturalmente tiene un rezago y en estos momentos en que hay un punto de inflexión en las proyecciones de la economía internacional, eso es más marcado y tiene la impresión de que el crecimiento de los socios comerciales ha mejorado más que en una décima como aparece registrado acá y desde ese punto de vista cree que hay un elemento que hace que esta proyección sea tal vez algo pesimista.



BANCO CENTRAL DE CHILE

A eso se suma el hecho de que los datos de cuentas nacionales son, como lo plantea la propia Gerencia de División, excesivamente preliminares y cree que eso también debe llevar a una nota de cautela.

Agrega un tercer punto que le hace tener duda respecto de esa cifra, que es una duda razonable, es el que ha planteado el señor Schmidt-Hebbel en cuanto a que realmente las cuentas nacionales están con precios que probablemente castigan en exceso al sector transable de manera que es muy probable que la brecha que se ha estimado, si bien ha crecido, en realidad esté ligeramente sobreestimada. Pero aún si se aceptara que la corrección que requiere la economía para dejar alineada la tasa de inflación en torno al 3% fuera de 75 puntos base, cree que hay que reconocer el hecho de que el mercado espera una baja de 50 puntos base y entonces la pregunta más bien estratégica es si ésta es realmente una decisión acertada y ya han habido otras opiniones en esta dirección, pero su opinión es distinta: tiene la impresión de que si esto le agrega eficacia a la política monetaria, es bienvenida introducir una sorpresa al mercado; si le resta eficacia, la verdad es que no es bienvenida y él tiene, lamentablemente, esta segunda opinión. La verdad de las cosas, dice, es que el Banco Central al introducir una rebaja de 75 puntos base va a tener que dar una explicación y esa explicación va a tener que contener toda la información que el mercado no tiene y que está basada en las nuevas cuentas nacionales y ella nos lleva a estimar una brecha más alta y por lo tanto, a predecir que la economía requiere una rebaja de tasa más significativa. Teme que el mercado no va a creer esto, con lo que el Banco Central arriesga, de alguna forma, perder credibilidad con esta medida y que esto pueda traducirse en una corrección al alza en las tasas largas, restando eficacia a la política monetaria. Esperar un mes para tener mayor información en relación a las estimaciones basadas en las nuevas cuentas nacionales no solamente agrega un elemento de prudencia elemental, sino que además va a tener la gran ventaja que cuando ello ocurra, el mercado va a tener esta información a su disposición y por lo tanto, no va a constituir ninguna sorpresa que pueda haber una corrección adicional, si los datos así lo ameritan. Por lo tanto, su recomendación es de una baja de 50 puntos base en la tasa de política monetaria.

La Consejera señora Ovalle cree que sobre la base de todos los antecedentes presentados y lo que se ha comentado aquí, es conveniente bajar 50 puntos base. Piensa que es tremendamente importante no dar la impresión de una rebaja excesiva, sobre todo que está basada en cuentas nacionales cuyas cifras son, como se ha repetido varias veces, excesivamente preliminares. Estima que es una acción prudente bajar sólo 50 puntos base.

El Vicepresidente señor Marshall desea concentrar su comentario en el punto que se refiere a si considerar o no las nuevas cuentas nacionales, porque le parece que ahí está el dilema. Señala que casi no tiene diferencias con lo que ha planteado el Consejero señor Desormeaux, ni con las preguntas iniciales de la Consejera señora Ovalle.

Señala que el mercado, con la información disponible, espera 50 puntos base lo que tiene ya internalizado, entonces, con la información que existe 50 puntos base sería, más o menos, continuar con la trayectoria de política que se ha seguido en las últimas reuniones, pero el dilema, como ha dicho, son las cuentas nacionales nuevas. Manifiesta que la disyuntiva es más complicada porque el Consejo ya tiene la información y el Banco Central tiene un deber legal de hacer todo lo que esté en el interés del país. Señala que como Consejero, no puede dejar de usar esa información, y piensa que sería faltar al deber legal si se tiene una información que ayuda al cumplimiento de los objetivos del Banco Central, y no usarla porque el mercado no la conoce. Ahora, si la va a usar, tiene que dar a conocer que la sabe, porque de lo contrario el mercado no lo entendería, por lo que, a su juicio, como consejeros no pueden sino usar esa información. Esta es la reunión siguiente a aquella en la cual se tenía la información, de modo que, a su juicio, se debe utilizar y por lo tanto, se puede discutir exactamente lo que significa.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En el resto de los puntos tiende a compartir que el escenario internacional ha mejorado y que el escenario interno está más débil, y cree que ello se resume en las expectativas del mercado de una baja de tasa de 50 puntos base. El problema es qué se hace con el resto de la información, y eso sucede ahora porque están cambiando las cuentas nacionales, lo que no va a ocurrir a menudo. Que las cuentas nacionales son preliminares, es así y van a seguir siendo preliminares el 25 de marzo y tal vez en un mes más. Señala que el 99% del informe confidencial interno, es también preliminar. Al final, dice, se trabaja con elementos que tienen un rango de certeza.

Señala que no es nueva la discusión sobre la brecha, ella siempre ha existido y se ha mantenido y en esta reunión de política monetaria se ha discutido sobre brechas y se han dado argumentos en las últimas dos o tres o cuatro reuniones en orden a que la brecha podría ser mayor sobre la base de los datos, no de las cuentas nacionales, sino que sobre la base de los datos de inflación, o sea, no es un argumento nuevo. También lo que se está observando en cuentas nacionales no es distinto de lo que ha sido sostenido en esta mesa, en particular, por Esteban Jadresic, que viene argumentando fundado en su trabajo sobre crecimiento. El señor Jadresic ha sostenido que, a su juicio, la brecha probablemente es mayor que la que se está estimando en los modelos del Banco Central.

Desde ese punto de vista, si el Consejo considerara que la información indica que hay un aumento en la brecha que no está contenido en el Informe porque se ha seguido más bien la trayectoria de la demanda, no se puede dejar de usar esa información, por tanto, hay que desprender cuál es la conclusión de política que se deduce de esa información que se va a publicar el 25 de marzo próximo y que ya se tiene. Señala que se puede discutir ese asunto, pero ve que la discusión de política que se desprende de eso es bajar la tasa en 50 puntos base dado la conclusión de estos números. En conclusión, su opinión, distinguiendo los puntos, si no se hiciera uso de este factor, coincide en cien por ciento con la opinión del Consejero señor Desormeaux y de la Consejera señora Ovalle.

Insiste en que la información hay que comunicarla porque no se puede bajar 100 puntos base sin decirlo, pues nadie lo podría entender. Al respecto y consciente de ello, señala que redactó el siguiente párrafo para el comunicado: "Adicionalmente (suponiendo que es un párrafo adicional a los que van a existir) los niveles de actividad que se deducen de la aplicación de los precios del Nuevo Año Base apuntan a una brecha de productos algo mayor que la de la serie anterior. Esta evidencia, si bien preliminar, es coherente con la trayectoria reciente de la inflación y tiene como consecuencia una corrección adicional a la baja en las proyecciones de inflación en el horizonte de 12 a 24 meses." A su juicio, ésta debe ser la comunicación para informar acerca del uso de esta información.

El Presidente señala que no va a comentar alrededor de las cifras sino que se va a referir a dos puntos: muy brevemente al tema de la información y en particular al tema de la situación que hoy día enfrenta el Consejo.

Con respecto al tema de la información, dice que no le cabe la menor duda que el Banco y en particular su Consejo, tiene, como ya lo señaló antes, la obligación de utilizar toda la información disponible al tomar las decisiones que se encuentra obligado a adoptar. Señala que eso no admite discusión, sea o no pública esa información. Lo que admite discusión es la información misma: cuánta confianza se puede tener en ella, qué sesgos puede contener esa información. Eso es legítimo de discutir y es legítimo de tomar en cuenta en cualquier decisión que se adopte en el Consejo. Hoy, dice, los consejeros podrán, alrededor de las estimaciones preliminares que aquí se han presentado, por el mismo carácter de esas estimaciones, darle la validez que cada uno de ellos considere para

100



BANCO CENTRAL DE CHILE

formular una decisión al respecto, pero no le cabe duda que la única actitud posible del Consejo es utilizar toda la información disponible.

En cuanto a la situación que el Consejo enfrenta hoy día, tal vez más que nunca preferiría que tuviesen una decisión unánime. Indica que la razón de esto no sólo es sustantiva, en el sentido que los obliga a discutir no sólo las posiciones que han manifestado sino además el hecho que alrededor de la decisión del Banco Central de hoy se han hecho muchos comentarios que sólo la unanimidad del Banco pudiese despejar completamente. La falta de unanimidad del Consejo, en este caso, transmitiría una señal imperfecta. No lo complica una señal de este tipo, ni pone en riesgo la autonomía del Banco Central, pero sin duda que genera una situación poco deseable. Por eso, desea que se suspenda la sesión por unos minutos antes de recibir la votación, para ver la posibilidad de si entre los consejeros se pueda alcanzar una posición de unanimidad sobre este punto. En todo caso, señala que su propia impresión está en el punto medio de las propuestas que ha hecho la División de Estudios.

El Consejero señor Desormeaux, manifiesta que ha sido aludido directamente en un comentario que se ha hecho y quisiera contestarlo antes de que se haga el receso. Señala que su comentario no ha sido correctamente interpretado, así que desea precisar exactamente cuál fue el contenido de su juicio: "Señalé que el uso o no de esta información no es lo que está en juego, el Banco Central dispone de esta información y tiene que hacer el mejor uso posible de esto, lo importante es que la eficacia de la política monetaria sea la máxima posible y basado en ese criterio es que yo plantee que efectivamente en la medida que el mercado no entendiera adecuadamente un movimiento de 75 puntos base esto le podría restar eficacia a la política monetaria y esto sobre la base precisamente del conocimiento que tenemos de esta información, pero que no es compartido por el público".

El Presidente solicita un receso siendo las 17,55 horas.

El Presidente reinicia la Sesión a las 18,45 horas, solicitando la opinión a cada uno de los componentes del staff, salvo al señor Lehmann que ya ha hecho su comentario.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor García, señala que en su opinión, las rebajas de tasa de política que ha habido en enero y febrero, han acomodado la reducción de las expectativas de inflación. De hecho, esta reducción en las expectativas ha persistido no obstante las menores tasas de interés. Por otro lado, las condiciones generales de la economía llevan a pensar que se necesita una política monetaria más expansiva respecto de lo que se tenía a fines del año pasado, especialmente debido a la mayor formalidad del mercado cambiario y a las señales de debilidad del gasto. Por lo tanto, eso implica que es recomendable una reducción en esta ocasión. Ahora, aunque el mercado espera una reducción de 50 puntos base mayoritariamente, hay analistas que esperan más que eso, entre 75 y 100 puntos base. Hasta ahora ha primado la necesidad de ser cuidadosos en seguir al mercado de forma de no señalar cambios bruscos de dirección debido a las turbulencias que hubo en octubre pasado, lo que ha tendido a aminorarse y por lo tanto, se puede avanzar hacia una reducción más agresiva, de 75 puntos base.

El Gerente de División Estudios, señor Valdés, cree que la discusión de la reunión pasada reflejó claramente que se podría haber disminuido las tasas de interés en forma algo más agresiva. La nueva serie de cuentas nacionales se suma a esa percepción y le hace pensar que es necesario moverse algo más rápido de lo que el mercado espera. Señala que el mercado forma sus expectativas basándose en lo que espera sea la reacción del Banco Central, teniendo en cuenta las decisiones de política monetaria que se han tomado durante el último tiempo. Señala que en el caso actual existen méritos para ir algo más allá de lo que espera el mercado porque, si bien no hay datos duros, y algunas de las preguntas que han aparecido en la reunión son válidas, tiene la percepción de que las brechas de capacidad

14/3



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 30
Política Monetaria
12.03.2002

27.

pueden ser algo mayores. Estima, por lo tanto, apropiado una rebaja de 75 puntos base. Ir más allá de ese número podría no ser bien comprendido por el mercado.

El Gerente de Investigación Económica, señor Schmidt-Hebbel, manifiesta que se debe tomar en consideración la información basada en las nuevas cuentas nacionales (aun cuando es privada), que apunta a una política monetaria más relajada de lo que sería recomendable en ausencia de dicha información. Considera que una reducción entre 0,5% y 0,75% se justifica más que una entre 0,75 y 1,0%, a la luz de todos los elementos presentados y discutidos en esta reunión. Plantea que éste podría ser el momento en que el Consejo alcance un consenso, desviándose de la regla de modificaciones de tasas en múltiplos de 25 puntos base, reduciendo ahora la tasa de política monetaria en un valor intermedio entre 0,5% y 0,75%.

El Gerente de División Política Financiera, señor Herrera, cree que por los antecedentes que se han discutido y que están en el cuadro, independientemente de que el efecto de las cuentas nacionales amerite una baja de tasa, a diferencia del señor Schmidt-Hebbel estima que el cambio de expectativas de inflación es importante en el contexto de la nominalización. En períodos en que ha habido una reducción importante y brusca de las expectativas de inflación, hay mérito para movimientos mayores a los que eran tradicionales para la política monetaria. Sin embargo, por las consideraciones que exponía antes y en lo que se refiere al tema de cuentas nacionales, tiene algunas reservas sobre cuáles son las implicancias de esto para efectos de política monetaria y cree que no sería cauto tomar una decisión sobre la base de esos antecedentes. Sin embargo, volviendo a los primeros antecedentes que son un comportamiento más débil del gasto, perspectivas de crecimiento débil, de una caída de la inflación con una proyección, incluso sin considerar su efecto, del 2,4% de aquí al 2003, piensa que amerita una rebaja independientemente del efecto cuentas nacionales.

El Gerente General, don Camilo Carrasco, estima que se está en un momento bastante crucial en términos de lo que se pueda hacer con la tasa de interés, porque tiene la impresión de que si ahora se baja 50 puntos base como es lo que espera el mercado, va a ser el último movimiento, porque para la próxima reunión va a haber una inflación más alta en el mes de marzo, de 0,4% o 0,5%, tal vez van a haber índices que ya empiecen a mostrar un repunte más claro, de manera que para el Banco va a ser bastante difícil en la próxima reunión hacer un nuevo movimiento. Sin embargo, cree que la situación en este momento es suficientemente crítica como para que el Banco haga un movimiento algo más allá de lo que está esperando el mercado, cree que da una señal fuerte que es necesaria en este momento: dejar la tasa bajo el 5%, esa señal tiene importancia y en definitiva, piensa que igual debería ser éste el último movimiento de tasa. Una tasa del orden de 4,75% es claramente una mejor señal para la reactivación que dejar la tasa a 5%.

El Presidente señala que como hay tres opciones y tratar tres opciones es muy difícil, propone una opción de 0,75 a los señores Consejeros y espera que se pronuncien sobre ella o sobre otra que ellos prefieran respecto a la indicada, fundamentada en los argumentos que se han visto en la opinión del equipo técnico.

El Consejero señor De Gregorio dice que en virtud de la proposición del Presidente y en aras de buscar un consenso, se suma a la proposición del Presidente y apoya una rebaja de 75 puntos base.

El Consejero señor Desormeaux mantiene su posición de 50 puntos base.

La Consejera señora Ovalle mantiene su posición de 50 puntos base.

El Vicepresidente señor Marshall se suma a la proposición del Presidente.

[Handwritten signatures and initials in blue ink]



BANCO CENTRAL DE CHILE

En mérito de todo lo expuesto, el Consejo adopta el siguiente Acuerdo:

30-01-020312 – Tasa de Instancia Monetaria.

El Consejo acuerda reducir la tasa de interés de política monetaria en 75 puntos base, desde 5,5% anual a 4,75% anual. Asimismo, los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustan en 50 puntos base.

IV. Comunicado

El Presidente propone el siguiente texto para el comunicado:

“ En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió reducir la tasa de interés de política en 75 puntos base, desde 5,5% a 4,75% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustaron también en 75 puntos base.

En esta decisión el Consejo ha considerado que el panorama de menores presiones inflacionarias que se ha configurado durante los últimos meses ha tendido a consolidarse.

En el ámbito internacional, aunque todavía no se registra una mejoría sustancial en la actividad del conjunto de los socios comerciales de Chile, se observan mejores perspectivas para el crecimiento de la economía de Estados Unidos. En todo caso, los mercados financieros de las economías emergentes han mostrado crecientes signos de estabilidad, desarrollo que también se ha reflejado en precios financieros claves de la economía chilena.

En el lado doméstico, en tanto, los antecedentes acumulados, incluyendo la información de cuentas nacionales con base en 1996, confirman el diagnóstico que la trayectoria de la demanda interna continúa por debajo de lo anticipado previamente.

Este conjunto de antecedentes consolida un cuadro en que las presiones inflacionarias se mantendrán reducidas en el horizonte de política. La evolución efectiva de los indicadores de precios y las expectativas de mercado corroboran este panorama. En este contexto, una reducción de la tasa de política monetaria como la dispuesta es coherente con una trayectoria de la inflación que converge hacia 3% anual dentro del horizonte de 12 a 24 meses. Además, con este impulso monetario, y en la medida que las últimas tendencias de crecimiento en el mundo se afiancen, es posible esperar una aceleración de la actividad doméstica respecto de las condiciones actuales.

El Banco Central continuará usando la política monetaria con la flexibilidad que las circunstancias exijan, de modo de confrontar las desviaciones que, en cualquier dirección, se proyecten respecto de la trayectoria esperada de la inflación en relación con la meta establecida.”

El Consejo aprueba el texto del comunicado.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Se levanta la Sesión a las 19,15 horas.



JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente



CARLOS MASSAD ABUD
Presidente



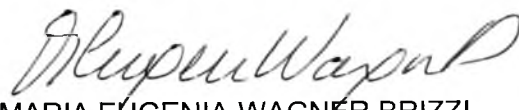
JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero



MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera



JOSE DE GREGORIO REBECO
Consejero



MARIA EUGENIA WAGNER BRIZZI
Ministro de Hacienda (S)



MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 31
DE POLITICA MONETARIA
celebrada el 9 de abril de 2002

En Santiago de Chile, a 9 de abril de 2002, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Carlos Massad Abud, con la asistencia del Vicepresidente don Jorge Marshall Rivera y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina, señor Jorge Desormeaux Jiménez y señor José De Gregorio Rebeco.

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

Asisten también los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Jorge Carrasco Vásquez;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de División Política Financiera Subrogante,
don José Manuel Garrido Bouzo;
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,
Señora Cecilia Feliú Carrizo;
Jefe de Prosecretaría, señora 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° 30, celebrada el 12 de marzo de 2002.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo el Proyecto de Acta de la Sesión N° 30, celebrada el 12 de marzo de 2002, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

II. Resolución sobre Minuta del Acta correspondiente a la Sesión N° 29, celebrada el 19 de febrero de 2002.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo la Minuta correspondiente al Acta de la Sesión N° 29, celebrada el 19 de febrero de 2002, la que se aprueba sin observaciones.

fs



BANCO CENTRAL DE CHILE

III. Fecha Sesión de Política Monetaria del mes de octubre de 2002.

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de octubre de 2002, para el día 8 de ese mes.

IV. Exposición.

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

SÍNTESIS DEL MES

En el último mes han continuado apareciendo indicaciones en orden a que la economía de los Estados Unidos está en un proceso de expansión. Esto ha empujado al alza las proyecciones de crecimiento mundial, pero todavía el efecto de la crisis de Argentina lleva a mantener el crecimiento ponderado de los socios comerciales en sólo algunas décimas por sobre lo considerado hace algunos meses. Se aprecian, en todo caso, señales claras de diferenciación de Argentina respecto del resto de las economías emergentes, lo que ha redundado en caídas sin precedentes en la mayoría de los *spreads* soberanos y una incipiente recuperación de los flujos de capitales a la región. Este mayor dinamismo mundial ha inducido un incremento en el precio del cobre y del precio del crudo, este último potenciado aún más en días recientes por el conflicto bélico del Medio Oriente.

En todo caso, las últimas estimaciones respecto de la evolución del gasto y la actividad doméstica en el primer trimestre se han corregido con bastante intensidad a la baja. En efecto, la estimación de crecimiento del PIB para el primer trimestre del 2002 se ubica más cerca de 2% que del 3,2% que se esperaba en el Informe de Política Monetaria de enero, mientras que la proyección del gasto interno ha empeorado hacia un valor del orden de -2%, desde cifras cercanas a 2,5% del Informe de Política Monetaria pasado. Esta nueva revisión a la baja en las proyecciones de corto plazo responde al muy débil comportamiento de las importaciones en el mes de marzo y al desempeño de la industria durante febrero, que estuvo por debajo de lo proyectado previamente. A lo anterior se agregan correcciones a la baja en las estimaciones trimestrales de minería y transporte.

Las modificaciones a las proyecciones del PIB del primer trimestre del 2002 no están relacionadas directamente con el cambio del año base. En efecto, del análisis de las tendencias de las series de PIB calculadas con base 1986 y 1996, se observan trayectorias similares para los últimos trimestres.

En el caso del gasto los resultados son diferentes. De acuerdo a las proyecciones del último Informe de Política Monetaria se esperaba una trayectoria de la demanda interna que implicaba una recuperación acelerada a partir del tercer trimestre del 2001. Al incorporar la nueva información disponible se observa un cambio fundamental en la evolución del gasto, trayectoria que también se ve alterada parcialmente al incorporarse el efecto del cambio de base. Con todo, el gasto ha mostrado una evolución decreciente desde comienzos del 2001, situación que se ha estabilizado recientemente. Esta trayectoria estuvo de alguna manera ya incorporada en las expectativas de los agentes del mercado. En efecto, la fuerte caída en las tasas de largo plazo durante el primer trimestre del 2002, y el hecho que las reducciones en la tasa de política fueron anticipadas parcialmente, son indicaciones que el mercado ya internalizaba una situación de menor dinamismo en la economía.

Por ahora, las expectativas privadas no indican reducciones adicionales en la tasa de interés de política, lo que se aprecia en la curva de tasas *forward* y en la encuesta de expectativas



BANCO CENTRAL DE CHILE

mensual del Banco Central. Por otro lado, los analistas privados han continuado con una revisión al alza en las proyecciones de crecimiento para el 2003, acercándose en todo caso a las proyecciones del Banco Central contenidas en el Informe de enero. Finalmente, a pesar que el empleo agregado sigue con una trayectoria a la baja, ello se explica sólo por la menor cantidad de empleos de emergencia en la actualidad. El empleo en la construcción ha continuado con una tendencia creciente, en tanto que el empleo industrial ha mostrado un leve estancamiento en relación con el dinamismo de los meses previos.

Los permisos de edificación se mantienen en niveles bajos, sólo con un leve repunte en las últimas cifras. En todo caso, el bajo nivel que presentan en la actualidad, pudiera estar asociado a la mantención de un stock de permisos rezagados por un período más prolongado que lo habitual. Esto validaría el relativo mayor dinamismo del sector inmobiliario de los primeros meses del 2002, donde se ha verificado una disminución de los meses requeridos para agotar los stocks vigentes, respecto de los últimos valores del año anterior.

Las presiones inflacionarias siguen alineadas con el centro del rango meta. En marzo la inflación fue superior a la de los meses previos, aunque en línea con la estacionalidad propia de este mes. De hecho, la tendencia desestacionalizada de la inflación subyacente continúa entre 2% y 3%. Luego de mantenerse en niveles reducidos, las expectativas de inflación se han vuelto a acercar al 3%, luego de la reducción de la tasa de política monetaria en marzo. En el corto plazo la trayectoria del precio del petróleo implicará incrementos puntuales en la inflación del IPC, y probablemente un reajuste de las tarifas de la locomoción colectiva hacia el mes de junio. Sin embargo, y como ha sido la experiencia en los últimos años, en la medida que no se produzca un cambio de proporciones y sostenido en el panorama mundial para el precio del petróleo, el incremento en la inflación sería un fenómeno más bien puntual.

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA

I. Escenario Internacional

Los indicadores de actividad que ha revelado la economía de Estados Unidos en el transcurso del primer trimestre del 2002, han consolidado las expectativas de la mayoría de los bancos de inversión, en cuanto a que la recuperación ya está en marcha. A esta percepción más optimista han contribuido las correcciones al alza que han tenido las cifras de producto del cuarto trimestre de 2001. Este escenario contempla, además, tasas de interés históricamente bajas, así como una agresiva política fiscal. Estos factores, junto con una importante recuperación de los niveles de inventarios en el primer trimestre, han significado revisiones al alza en las proyecciones de crecimiento para esa economía, estimándose en 2,7% para 2002, por encima del 2,1% que se consideraba en la reunión de política monetaria pasada y el 0,7% estimado en el Informe de Política Monetaria de enero.

Estas correcciones al alza han generado una revisión en la actividad de las economías emergentes, particularmente de Asia, cuyo sector externo está fuertemente ligado a la economía norteamericana. Así, la actividad mundial este año presenta un crecimiento de 2,7%, superior al 2,1% estimado en enero. Sin embargo, el crecimiento de los principales socios comerciales es sólo 0,2% superior al del Informe de Política Monetaria de enero, por cuanto América Latina, en particular Argentina, ha registrado significativas revisiones a la baja. Al excluir Argentina, el crecimiento de los socios comerciales llega a 1,8%, el doble que el estimado en el Informe de Política Monetaria de enero.

La recuperación de la demanda mundial, más rápida y profunda de lo que se anticipaba, ha llevado a correcciones en las proyecciones de precios de los principales productos de exportación, en particular del cobre. Sin embargo, el nivel de inventarios que registra este metal, no permite anticipar un incremento muy pronunciado en su precio. En efecto, el nivel

and
5/12



BANCO CENTRAL DE CHILE

actual que presenta el precio del cobre, en torno a US\$0,74 la libra, representaría un techo para su recuperación, lo que llevaría al promedio anual del 2002 en torno a ese nivel. Hacia 2003 se observaría un aumento gradual, en línea con la recuperación de la actividad mundial, para promediar en torno a US\$0,83 centavos la libra.

Respecto del petróleo, el precio *spot* durante los últimos días se ha situado en torno a US\$27 el barril. Ello se sustenta en: i) los acuerdos exitosos de recorte en las cuotas de producción, las que se mantendrían, al menos, hasta junio próximo, ii) la recuperación en la actividad mundial y III) las tensiones en Medio Oriente. Este último factor se ve minimizado ante la posible utilización de los inventarios estratégicos de Estados Unidos.

Como consecuencia de lo anterior, el precio promedio se situaría en US\$24 el barril el 2002 y 2003. La proyección del 2003 se sustenta en que si bien se espera que se fortalezca la demanda mundial del combustible, se estima que Rusia no mantendría los recortes comprometidos el 2002.

Respecto de la política monetaria de las economías desarrolladas, no se prevén cambios durante el primer semestre del año. Por su parte, los rendimientos de los bonos de mayor plazo de Estados Unidos y la zona euro han mostrado incrementos durante las últimas semanas, acorde con las mejores perspectivas de los agentes.

En relación con el desempeño de los *spreads* de deuda de países emergentes, se registró una sostenida disminución durante las últimas semanas, en particular en los casos de Chile y Brasil, y en menor medida de México. Asimismo, se observa que los flujos hacia fondos de deuda emergente se han mantenido en rangos positivos.

En cuanto a la situación argentina, se ha verificado un fuerte aumento del riesgo percibido por los inversionistas externos, reflejado en un *spread* soberano que sube del orden de 1.000 puntos base en el último mes. Asimismo, el peso argentino se ha depreciado marcadamente, a consecuencia de la agitación política, falta de confianza en el sistema financiero y ausencia de ayuda financiera internacional.

II. Mercados Financieros

Durante marzo las tasas de interés de los documentos reajustables del Banco Central continuaron con la trayectoria descendente, acorde con la evolución de la tasa de política monetaria y con una mayor demanda por este tipo de documentos, ante la ausencia de colocaciones de bonos corporativos. En efecto, los PRC alcanzan en las transacciones de bolsa valores en torno a UF+4,0% y UF+4,9% para 8 y 20 años, respectivamente. Los documentos nominales, en tanto, descendieron hasta 90 puntos base durante el mes, sin embargo en las últimas licitaciones mostraron una leve recuperación, conforme a las mayores expectativas de inflación para los meses siguientes, asociadas a las recientes alzas de los precios de los combustibles. Los recortes de la tasa de política monetaria, a diferencia de los meses anteriores, han comenzado a ser traspasados a las tasas que el sistema financiero aplica a sus operaciones con el público. Así, las tasas de colocación, en particular en los plazos superiores a un año han mostrado reducciones considerables, lo que se ha reflejado también en los *spreads*. Esto se ha evidenciado con mayor fuerza en el segmento de medianas y grandes empresas debido a los altos montos involucrados en estas operaciones y a la posibilidad de diferentes alternativas de financiamiento.

Handwritten notes and signatures in the bottom left corner.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Las expectativas respecto de la tasa de política monetaria que se deducen tanto de la curva forward como la encuesta mensual de abril, no incluyen nuevos recortes en la tasa de política monetaria. Por el contrario, los precios de mercado anticipan aumentos del orden de 50pb. hacia fines del 2002. Esto probablemente se basa en las mejores perspectivas para la economía de Estados Unidos, junto a un escenario de mayor inflación futura.

Durante marzo la diferencia entre los retornos promedio de los bonos corporativos y los PRC disminuyó respecto del mes anterior. Esto se debió a operaciones en el mercado de bonos que tuvieron una madurez superior a las registradas en febrero. Las tasas hipotecarias, en tanto, mostraron una evolución a la baja, pero menor a la de los PRC, situándose actualmente entre 5,70% (4 a 6 años) y 6,5% (6 a 8 años).

En marzo, el dinero M1A mostró una variación real anual sustancialmente menor a la de los meses previos (8,7%), debido al efecto de una mayor base de comparación. Los agregados monetarios más amplios, en tanto, anotaron un ritmo de expansión anual menor al del circulante y el M1A. Destaca la trayectoria a la baja de los documentos del Banco Central y de los depósitos de ahorro, fenómeno que se verifica desde diciembre pasado.

Las colocaciones totales —al sector público y privado— registraron una disminución en marzo. Este resultado se ve reforzado al revisar los créditos al sector privado de febrero, en los que se verificó un estancamiento, principalmente en aquellos destinados a consumo y vivienda, junto a un retroceso en los créditos a empresas. Las ofertas de créditos de consumo que han aparecido durante marzo, podrían haber hecho pensar en un aumento de este tipo de colocaciones, sin embargo, en general, estas ofertas están disponibles sólo para un segmento muy acotado de la población.

Durante marzo, el tipo de cambio mostró un desempeño bastante volátil. A comienzos del mes, producto de la renovación de vencimientos de PRD, se produjo una reducción en la cotización de la divisa, que se revirtió en la última semana, producto del alza del peso argentino. Con todo, el peso se apreció en promedio en \$15 respecto de febrero, anotando un promedio mensual de \$663 por dólar durante marzo. En lo que va corrido de abril la divisa se encuentra en torno a \$659 por dólar.

La tendencia observada para el peso chileno continúa siendo similar a la del real brasileño que promedió en marzo R\$2,35 por dólar. El peso argentino, por su parte, promedió en el mes A\$2,38, alcanzando cotizaciones puntuales cercanas a los A\$4 por dólar. En abril esta tendencia alcista se ha mantenido (Gráfico 3).

Las expectativas de más corto plazo (tres meses) que se obtienen de las cotizaciones de los operadores *Bloomberg* y de los contratos *forward*, señalan un nivel del tipo de cambio estable en torno a \$670 por dólar, con un cierre del año cercano a \$680 por dólar.

Considerando las expectativas de inflación y de tipo de cambio de *Consensus Forecast*, se estima que desde diciembre a la fecha el tipo de cambio real se ha apreciado cerca de 10%, mientras que el TCR5 —que incluye las variaciones del dólar, euro, yen y libra esterlina— presenta una apreciación de 3%. Se espera que este escenario se mantenga durante la primera mitad del año 2002.

En marzo, la actividad bursátil chilena anotó un crecimiento en sus índices, tanto en el IGPA (1%) como en el IPSA (1,7%). Esta expansión se verificó principalmente durante las primeras semanas del mes y fue generalizada en las principales bolsas del mundo.

Handwritten signature and initials in blue ink.



BANCO CENTRAL DE CHILE

III. Actividad y Empleo

De acuerdo a información preliminar de las nuevas cuentas nacionales, en el 2001 el PIB aumentó 2,8% mientras que el gasto disminuyó 0,7%. Debe notarse que este cambio en la metodología podría afectar las proyecciones, pues la base de comparación en el 2001 registró un cambio al ser recalculadas con base en 1996 (Anexo 1 al final).

Demanda Interna

El consumo continúa sin mostrar claras señales de recuperación durante los primeros meses del año 2002.

Las importaciones de bienes de consumo registraron una disminución importante en febrero (-20%), esperándose en marzo una evolución similar. Sin embargo, en términos de niveles, continúan con la tendencia positiva iniciada hacia fines del 2001. Por su parte, las ventas del comercio (CNC), si bien anotaron incrementos anuales del orden de 2% en los dos primeros meses del año, redujeron la aceleración de fines del 2001. En todo caso, al contrastar estos valores con las importaciones, se continuaría validando la hipótesis de algún grado de sustitución de importaciones. A su vez, durante febrero las ventas de consumo habitual mantienen la tendencia creciente del mes anterior, en tanto que las de consumo durable agudizan su caída (-24% en doce meses). Otro indicador de consumo que muestra una contracción anual importante en los dos primeros meses del 2002 se refiere a las ventas de automóviles nuevos.

La fuerte disminución que muestra la construcción y la debilidad de las ventas e importaciones de capital, hacen que las perspectivas para la inversión en los próximos meses no sean del todo alentadoras.

Los primeros meses del 2002, nuevamente destacaron por el bajo dinamismo del sector construcción, con marcadas caídas en los permisos de edificación, en particular de establecimientos, los que disminuyeron, principalmente, por aquellos con fines industriales. Sin embargo, la acumulación de permisos rezagados —tienen hasta dos años para materializarse— pudiera ser un elemento a tomar en cuenta al analizar la evolución reciente de los permisos y del sector inmobiliario en general. En efecto, se observa que durante los dos primeros meses del 2001 se produjo una reducción (respecto de diciembre) de los períodos necesarios para agotar los *stock*. Esta situación es explicada tanto por la menor cantidad de viviendas ofrecidas, como por el incremento de las ventas del sector.

Las importaciones de bienes de capital cayeron 23% durante febrero con lo que se revierte la recuperación del mes anterior. El índice de ventas de bienes de capital también se redujo (8,5%) por efecto de una contracción del rubro de construcción y maquinarias.

Durante febrero, las exportaciones totales experimentaron una caída de sus volúmenes (5,6%), principalmente explicada por los menores envíos de cobre al exterior (17,1%). En lo que respecta a las exportaciones no cobre, crecieron del orden de 16% debido a un aumento importante (19,4%) en la cantidad exportada. Dentro de los productos más destacados están el hierro y las frutas frescas, los que aumentaron tanto en precio como en cantidad exportada.

De acuerdo a información preliminar, los volúmenes de importaciones durante febrero arrojaron disminuciones en todos sus sectores (-18,3%). Las mayores bajas fueron en bienes de capital y de consumo, con variaciones de -21% y -15,4%, respectivamente (equivalentes al 40% del total de importaciones). Dentro de los bienes intermedios, que cayeron -18,4% en cantidad, destacó la fuerte disminución de los combustibles (-53%), los que sólo representan un 10% del total.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Para marzo se espera que los volúmenes importados mantengan esta caída, dada la evolución experimentada por los valores durante el mes (-20% en doce meses).

Con todo, las proyecciones actuales para la actividad del primer trimestre del 2002, se sitúan en 2% para el PIB y -2% para la demanda interna. Estos valores representan una corrección a la baja respecto de lo señalado en la reunión de política monetaria de febrero (3,2% y 1,3% para el PIB y gasto, respectivamente).

Desde el punto de vista del origen, las principales diferencias en las estimaciones se deben a sobreestimaciones en las proyecciones de algunos sectores relevantes: minería (se ajustaron a la baja los programas del año); transporte (no se cuantificó del todo el efecto negativo de los atentados terroristas en Estados Unidos en el transporte aéreo) e importaciones, que se preveían más optimistas de lo que fueron. Estas últimas representan el principal ajuste del cambio de las proyecciones del primer trimestre.

Mercado Laboral

La tasa de desocupación nacional continúa mostrando la tendencia al alza observada desde comienzos de año, situándose en 8,3% durante febrero. Este valor se explicó fundamentalmente por el aumento del número de desocupados (3,3%), el mayor desde mayo del 2001. En términos desestacionalizados, se verifica una dinámica similar.

El empleo, excluyendo los programas de empleo directo, muestra una caída respecto del trimestre inmediatamente anterior, revirtiéndose el crecimiento registrado desde septiembre del 2001. A pesar de ello, el empleo privado desestacionalizado muestra una leve expansión en el trimestre móvil finalizado en febrero.

En términos de tendencia sectorial, comercio, agricultura y servicios, muestran caídas importantes durante el trimestre. En el caso específico de la industria, se observa un leve estancamiento en relación con el dinamismo de los meses anteriores.

El empleo en el sector construcción continúa aumentando, ello no obstante la fuerte caída de los últimos meses en los permisos de edificación, hecho que se matizaría, en parte, ante la posible activación de permisos rezagados durante los últimos dos años. Además, hay que tener en cuenta que la información reciente de permisos de edificación se encuentra en proceso de revisión, pues los valores pudieran estar subestimados.

IV. Precios y Costos

Una variación de 0,5% tuvo el IPC en marzo, levemente por debajo de lo anticipado a lo largo del mes. El aumento en el precio de los combustibles y el alza estacional en los costos de los servicios de educación determinaron el IPC del mes. Los restantes rubros mostraron variaciones en línea con lo previsto, a excepción de los perecibles con un incremento algo menor. Con ello, el IPCX aumentó 0,5% en el mes, disminuyendo su incremento en doce meses a 3,3% (3,4% en febrero). El IPCX1 en tanto, aumentó 0,6% en marzo y 2,9% respecto del mismo mes del 2001.

De esta forma, la evolución de la inflación sigue en línea con lo esperado, ubicándose a fines del primer trimestre del 2002 en torno a 2,5% anual, cifra que subiría (2,7%-3,1%) durante el segundo trimestre del presente año.

Respecto de las expectativas de mercado, durante marzo se produjo un cambio importante en las que se deducen del premio pagado entre las operaciones nominales y reales. El diferencial del PDBC-360 respecto tanto de PRBC-360 como de la TAB a un año, muestra una reversión en la tendencia decreciente que mostraba hasta comienzos del mes pasado.

Handwritten signature in blue ink.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Mientras en febrero se deducía una señal de inflación a un año menor a 2,0%, en marzo se acercó al centro del rango meta (3%). Factores como el aumento en el precio del petróleo y el descenso en la tasa de política monetaria están detrás de este cambio en las expectativas de mercado. Por su parte, la encuesta de expectativas de abril arroja una inflación esperada de 3,0% para fines de este y del próximo año, lo que no representa un cambio significativo en relación con los resultados de marzo.

Con respecto a los salarios, al igual que en el mes anterior, la expansión anual del índice nominal de remuneraciones por hora fue de 5,2% en febrero. Esto fue el resultado de un menor incremento de la inflación a partir del cuarto trimestre del 2001 incorporada a los salarios vía cláusulas de indización. Junto con lo anterior, el mayor crecimiento anual de la inflación de febrero, trae como consecuencia la caída en el crecimiento de los salarios reales respecto de enero.

Para los próximos meses se espera un menor crecimiento de los salarios nominales, dada la menor inflación observada durante el último trimestre del 2001 y comienzos del 2002. La suma de este elemento, a la mayor inflación esperada en los meses venideros, hacen prever una caída en los salarios reales en adelante.

V. Perspectivas de corto plazo

En cuanto a las perspectivas para el próximo trimestre, se anticipan inflaciones promedio del orden de 0,3-0,4% para el período abril-junio. El mayor aumento se registraría en abril producto del remanente del mayor precio de los combustibles que no fue capturado por la inflación de marzo (0,25 puntos porcentuales) y que se sumaría a los posibles nuevos aumentos producto del incremento reciente en el precio del petróleo. Respecto de este punto, la posibilidad de que el precio del crudo se consolide en niveles de US\$27 en los próximos meses tendría un efecto acotado sobre los precios internos de los combustibles, por cuanto pese a que el FEPP cuenta con pocos recursos, estos serían suficientes para cubrir un aumento de esa magnitud. Precios del petróleo por sobre esos valores tendrían efectos inflacionarios mayores, aunque actualmente los futuros indican niveles en línea con lo supuesto para el corto plazo. No deben descartarse los efectos indirectos del mayor precio del petróleo. En cuanto al transporte público, se espera un reajuste de \$10 en la tarifa en junio o julio.

ANEXO 1

Cambio de Proyecciones 2002 y Nueva Serie de Cuentas Nacionales:

Las modificaciones realizadas recientemente en las proyecciones de corto plazo pueden ser analizadas tanto desde la perspectiva de la nueva información incorporada a los modelos de proyección, como del efecto que pudo haber tenido el cambio de año base de Cuentas Nacionales. En este anexo se intenta dimensionar estos efectos.

A.- Efecto de la nueva información

- 1) Los factores más significativos que incidieron en tasas proyectadas más optimistas de la reunión de política monetaria de febrero fueron: una expectativa de recuperación más rápida y su efecto en importaciones esperadas más elevadas; información sobre programas mineros más optimistas y la subestimación del efecto de los atentados terroristas en los Estados Unidos sobre el transporte aéreo.

[Handwritten signature and initials]

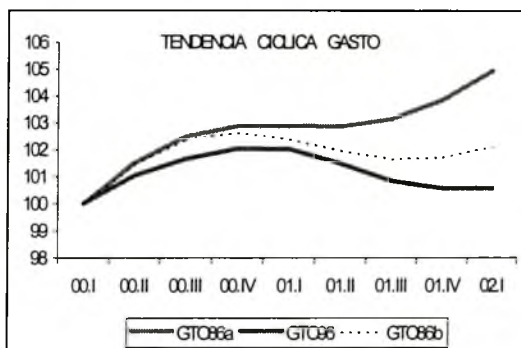
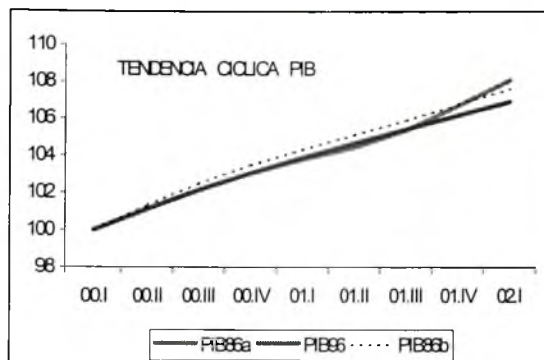


BANCO CENTRAL DE CHILE

- 2) La parte explicada por las diferencias de tasas entre la proyección de febrero y la última (3,1% y 2,0%) se distribuye en: servicios financieros (0,34%), derechos de importaciones (0,21%), IVA (0,21%), minería (0,18%), comercio (0,15%), transporte y comunicaciones (0,14%). Compensa lo anterior, una proyección previa más pesimista de la industria que la actual (-0,1%).

B.- Efecto del cambio de año base

Para evaluar el efecto de cambio de año base para las series de PIB y gasto se calculó la tendencia cíclica de tres series alternativas: la serie proyectada en el IPoM de enero (serie (1986a)); la serie en base 1986 hasta el tercer trimestre de 2001 ajustada con las tasas de crecimiento según datos efectivos y proyectados de acuerdo a la nueva base para los trimestres 2001.IV y 2002.I (serie (1986b)); y la serie completa en base 1996 (serie (1996)). Los resultados se presentan a continuación.



Para el caso del PIB las series calculadas con los tres métodos presentan trayectorias similares a partir de 2000.I. Esto muestra que, tanto el cambio de año base, como la nueva información disponible desde el Informe de Política Monetaria, no significan un cambio mayor de diagnóstico.

En el caso del gasto los resultados son diferentes. Los supuestos del Informe de Política Monetaria tenían implícito una trayectoria de recuperación rápida del gasto a partir de 2001.III. Al incorporar la nueva información disponible se observa un cambio fundamental en la evolución del gasto (serie 1986b), trayectoria que se ve modificada además, aunque en menor medida, al incorporarse el efecto del cambio de base.

El Presidente ofrece la palabra a los asistentes.

El Gerente de División Internacional, señor Jadresic, señala que las revisiones al alza de las proyecciones para el crecimiento de la economía mundial no están llevando un aumento paralelo comparable en el crecimiento proyectado para los socios comerciales debido al deterioro de las perspectivas para la economía argentina, y que de ahí puede surgir la pregunta de por qué, siendo que dicho país recoge solamente un 3% de nuestras exportaciones. Al respecto, indica que la situación de Argentina no sólo está teniendo un impacto significativo sobre el crecimiento ponderado de nuestros socios comerciales, sino que también sobre nuestras exportaciones. Manifiesta que acaba de recibir las cifras de las exportaciones a Argentina durante los dos primeros meses de este año, las que indican que éstas han caído, respecto a enero y febrero del año pasado, en un 60%. Explica que todo tipo de exportaciones a Argentina ha caído, señalando que en enero y febrero del año pasado, en conjunto, se exportaron 100 millones de dólares y este año, durante esos dos meses, solamente se exportaron 40 millones de dólares. Se trata de todo



BANCO CENTRAL DE CHILE

tipo de exportaciones: industriales, mineras incluyendo cobre y también agrícolas, pero las caídas son más o menos parejas en todas las áreas, tal vez un poco menos en las industriales, pero como éstas constituyen las exportaciones más importantes, básicamente en términos de monto, las que más se afectan son las exportaciones industriales hacia ese país. Si se hiciera una proyección lineal de esta caída de 100 millones a 40 millones de dólares para el resto del año, se estaría hablando de menores exportaciones, del orden de dos puntos porcentuales del total de exportaciones durante un año.

Hace presente el señor Jadresic que ése es un cálculo muy simple, entre otras razones, porque parte de esas exportaciones se pueden redestinar y también porque enero y febrero se han visto especialmente afectados por problemas de pagos de las exportaciones y puede que haya cierta posibilidad de recuperación a futuro. Sin embargo, este cálculo es ilustrativo de que sí existiría un efecto importante sobre nuestras exportaciones, el que también se manifiesta cuando se pondera por exportaciones el crecimiento de nuestros socios comerciales. En efecto, cuando se saca a Argentina y se ponderan los crecimientos de esos países, de acuerdo a nuestras exportaciones, desde enero a la fecha ha habido un aumento en las proyecciones de crecimiento de nuestros socios comerciales para el 2002 de aproximadamente un punto porcentual. Si se considera el efecto de la situación argentina sobre nuestras exportaciones, que en un cálculo muy simple podría llegar hasta dos puntos porcentuales, no es tan de extrañar o no es tan inconsistente el hecho que el crecimiento de nuestros socios comerciales aumenta solamente un par de décimas en las nuevas proyecciones revisadas, las que incluyen la caída del producto en Argentina para el año 2002.

Reitera que las exportaciones a Argentina son principalmente industriales, siendo esto interesante porque desde el punto de vista del cálculo del producto real, del volumen, se pensaría que las exportaciones industriales son más elásticas a estas situaciones, aún cuando haya la posibilidad de redestinarlas. No como en el caso de otras exportaciones, en que la producción está básicamente determinada, y por lo tanto, el efecto que tiene la caída de las exportaciones a Argentina sobre el crecimiento del producto es probable que sea más directo que en el caso de otras exportaciones.

El Vicepresidente señor Marshall manifiesta que tiene una hipótesis y una consulta. La hipótesis es que el riesgo país no logra explicar la apreciación cambiaria, por lo tanto, de ser cierto, ¿qué explica la decisión cambiaria? La contrahipótesis es que se debe a factores más circunstanciales, financieros, no renovación de fondos, lo que puede tener una razón, pero es más transitorio. Señala que es distinto decir "el riesgo país nos ha permitido tener un tipo de cambio porque la reactivación viene", entonces el tipo de cambio está a \$ 650 ó \$ 645 para oscilar en torno a eso. Y lo otro es decir "en realidad no podemos explicar bien estas apreciaciones que se han producido, probablemente, por razones financieras u operaciones financieras y por tanto, podemos considerar que sea más transitoria". El alza del precio del petróleo coincide con este fenómeno de apreciación, pero no apostaría a esto como factor permanente. Es su hipótesis y solicita opiniones sobre este punto.

El señor Ministro de Hacienda expresa que el riesgo país mide sólo el riesgo soberano, y pregunta qué ha pasado con los spreads de los bonos de las empresas, si éstos habrán caído igual que el riesgo país o más que el riesgo país.

El señor Jadresic señala que hasta marzo, el spread crediticio externo de las empresas ha caído, en promedio, una cifra más o menos parecida a la del spread soberano.

El Presidente consulta si ésta es una información independiente o es una estimación a base del riesgo soberano de los papeles fiscales, contestando el señor Jadresic que es una información independiente y el monto es de unos 30 puntos base, aunque no tiene datos recientes para las últimas dos semanas de marzo.

46



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de División Estudios, señor Valdés, expresa que sería cauteloso en cómo evaluar la caída del premio soberano en un ambiente en que hay salida de capitales de Chile. Señala que la cuenta capitales está básicamente seca y, en el margen, las Administradoras de Fondos Pensiones están invirtiendo recursos en el exterior y comprando parte del bono soberano de acuerdo a información de la Gerencia de División Internacional. Si se considera que el precio del bono soberano depende del inversionista marginal, y que las AFP, casi por definición, consideran que el riesgo de la República es muy bajo, entonces podría ocurrir que el riesgo país que se está midiendo esté por debajo del riesgo percibido, en general, por los inversionistas internacionales. Señala que esto no se daría si es que hubiese un flujo de capitales positivo, porque en ese caso se trataría de extranjeros comprando en el margen papeles chilenos.

El Gerente de División Internacional, señor Jadresic, señala que, en un sentido inverso, la caída del premio soberano en el caso chileno, si se utilizan los modelos que se han desarrollado aquí en el Banco, se puede explicar perfectamente por lo que ha ocurrido con los premios por riesgos de las empresas A- en Estados Unidos y con los spreads de los demás países en América Latina, los cuales también han caído. Explica que cuando esto se toma en cuenta y se aplican los factores correspondientes, la caída del spread soberano chileno está en línea con esos desarrollos; y más aún, que el nivel al cual se está transando hoy el premio soberano del papel chileno, es similar al que alcanza el papel de Corea que es BBB+. Esa es una diferencia que normalmente ha llamado la atención de por qué existía, lo cual sugiere que se está produciendo una corrección. No se sabe si se sostiene o no se sostiene, pero hay razones para pensar que el spread soberano está alcanzando un nivel más compatible con lo que es la clasificación de riesgo de Chile, más comparable con el premio de Corea.

En relación a lo expresado y algún otro comentario del señor Valdés que señala que la Bolsa ha subido bastante menos que las otras bolsas internacionales, con lo que se reafirma quizás esta hipótesis de mercado segmentado, sucediendo ahora que el activo chileno bolsa igual produce un activo chileno premio soberano; el Presidente señala que ahí hay un problema complicado, porque todos nuestros valores han ido perdiendo liquidez, nuestra Bolsa ha ido perdiendo liquidez en la medida que se va concentrando la propiedad de empresas, se van fusionando y concentrando, entonces hay muy pocas acciones chilenas que sean hoy día líquidas y que puedan dejar un valor razonable de mercado y eso hace que, en primer lugar, haya un ajuste hacia abajo en los precios, en general, de la Bolsa por falta de liquidez y en segundo lugar, que haga muy difíciles las comparaciones.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor García, respecto del escenario con relación al tipo de cambio, manifiesta que es verdad que la magnitud puede parecer pequeña, 0,3%, pero hay que recordar que esto es el equivalente anual sobre un papel que tiene una duración de varios años. Luego, la apreciación acumulada que se deduce es del orden de magnitud de lo que ha ocurrido en el curso de este año con el tipo de cambio real.

El señor Jadresic indica que, sin embargo, hay que considerar también lo que ha pasado con las tasas de los papeles de largo plazo en el exterior, y éstas, en forma paralela a la caída del premio soberano, han estado aumentando. Si se observa desde enero hasta la semana pasada, se está hablando de un aumento en las tasas de largo plazo en Estados Unidos del orden de 35 puntos base, el que es comparable a la caída del spread soberano desde entonces, por lo tanto, en términos del costo de financiamiento, la verdad es que no ha cambiado mucho la situación hasta la semana pasada. Lo que sí ocurre desde la última semana a la fecha es que ha habido en los papeles de largo plazo de Estados Unidos una disminución importante, los que ahora ofrecen una tasa en torno a 5,25%, siendo que estaban a 5,40% hace una semana. Entonces, como un aspecto puntual que ayuda a explicar la evolución del tipo de cambio en la última semana, el cambio relevante no ha sido en el spread soberano sino que en las tasas de largo plazo de Estados Unidos.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Presidente tiene la impresión de que el movimiento del tipo de cambio es transitoriamente a la baja, el cual podría estar relacionado, además, con la venta de acciones del Banco Santiago. Haciendo un sondeo, todos coinciden que es la hipótesis más apropiada, entonces, en este momento, no podría darle a la baja del tipo de cambio de estos días un carácter permanente.

El Ministro de Hacienda estima que el tipo de cambio seguirá apreciándose y considera que la evolución del tipo de cambio no está correctamente endogenizada en las proyecciones de inflación.

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 anterior de política monetaria, el Consejo decidió recortar la tasa de política monetaria en 75 puntos base, a 4,75%, sumándose esta rebaja a otras dos realizadas en las reuniones de enero y febrero de 50 puntos base cada una. La principal explicación de estos movimientos estuvo en la disminución que tuvieron las perspectivas de inflación para el horizonte relevante, reducción que tuvo su origen en: (i) una trayectoria del gasto doméstico más lenta que lo anticipado; (ii) una inflación efectiva —total y subyacente— menor a la prevista por la materialización de distintos shocks favorables; y (iii) una relativa mayor tranquilidad en los mercados financieros de las economías emergentes. A estas circunstancias se añadió una apreciable mejoría en las perspectivas de crecimiento de la economía mundial, empujada fundamentalmente por Estados Unidos, situación que, sin embargo, no dio pie a cambios en el panorama de precios de los principales commodities ni a modificaciones de importancia en el crecimiento promedio esperado de nuestros principales socios comerciales.
2. Las rebajas recientes en las tasas de interés han permitido que la tasa de política monetaria se aproxime al nivel que se ha considerado adecuado para dar cuenta de estos desarrollos. Es claro, además, que el nivel actual de la tasa de interés configura una situación de política monetaria más expansiva. Las expectativas de inflación en el horizonte relevante se encuentran cerca del 3% anual, lo que implica que la tasa real ex ante se encuentra en el entorno de 1,75%. Este valor es claramente menor a las estimaciones de tasa neutral, que fluctúan entre 3% y 5%, dependiendo de la metodología utilizada.
3. Los principales antecedentes que se han acumulado desde la última reunión de política monetaria son los siguientes. En primer lugar, en el ámbito internacional se ha consolidado y generalizado la percepción de que Estados Unidos está en una senda de crecimiento mientras las proyecciones de actividad para este año continúan siendo ajustadas al alza. Una fracción importante de nuestros principales socios comerciales (Europa y Asia) ha comenzado a tener mejores perspectivas apoyadas justamente en la recuperación norteamericana, aunque la situación de América Latina continúa debilitándose (Argentina). En este entorno se espera un precio del cobre promedio para el 2002 algo mayor que en reuniones pasadas (74 versus 72) y un precio del petróleo más elevado (24 versus 21), el que, a su vez, se ha visto además influido por los conflictos del Medio Oriente.
4. Al mencionado mayor precio del petróleo se agrega una disminución del tipo de cambio no prevista en las reuniones pasadas y la mantención del riesgo soberano en niveles históricamente reducidos. Si bien es aún prematuro para determinar si estos dos cambios serán persistentes, los shocks cambiario y petrolero tienen efectos de signo opuesto y consecuencias inflacionarias aproximadas de magnitud comparable, aunque difieren en su impacto temporal.



BANCO CENTRAL DE CHILE

5. Segundo, la actividad y demanda doméstica continúan entregando señales de debilidad. Las importaciones de marzo fueron menores a las previstas, los indicadores de consumo de bienes durables siguen mostrando caídas interanuales sustantivas y la información referida a inversión no permite prever una recuperación acelerada de ésta. A esto se contrapone una expansión moderada en la venta de bienes de consumo habitual y datos mixtos del mercado laboral. Con todo, el crecimiento esperado del PIB y del gasto del primer trimestre se ha ajustado a la baja, con correcciones mayores en el caso del gasto. Debe notarse, sin embargo, que debido al cambio de año base de las cuentas nacionales, los ajustes en el crecimiento y el gasto reflejan principalmente información que se analizó previamente.
6. Tercero, la inflación de marzo tuvo un comportamiento marginalmente mejor que lo esperado por una evolución de los precios de los productos perecibles más favorable que lo anticipado. Las perspectivas de corto plazo son que la inflación se mantendrá por debajo de 3% anual, llegando a ese número durante algunos meses puntuales. La inflación subyacente, en tanto, continuará en una trayectoria decreciente hacia el centro del rango meta, por debajo de lo previsto hace algunos meses.
7. Y cuarto, las expectativas privadas de crecimiento e inflación han evolucionado marginalmente al alza. De acuerdo a la encuesta del Banco Central, el crecimiento esperado del PIB para el 2002 aumentó desde 3,0 a 3,1% y la inflación esperada a uno y dos años plazo aumentó en 0,1%, a 3,1 y 3,2%, respectivamente. Más allá de estos cambios de proyecciones, existe un mejor ambiente de expectativas de actividad, aunque aún no se observan datos efectivos que validen esta percepción. Cabe destacar, además, que las mejores proyecciones privadas continúan por debajo de las proyecciones que contenía el último Informe de Política Monetaria.
8. En síntesis, y no obstante que la gran mayoría de la información acumulada de la economía doméstica es negativa, ésta tiene un grado apreciable de consistencia con el cuadro que se describió hace un mes y que motivó la última rebaja de tasas. Los antecedentes que se han acumulado, por lo tanto, no constituyen un conjunto de información que cambie fundamentalmente el panorama macroeconómico. De hecho, si bien muchos indicadores de gasto muestran disminuciones en 12 meses, los niveles desestacionalizados señalan que el punto más bajo habría ocurrido durante el segundo semestre del año pasado. En el ámbito de los precios, en tanto, las perspectivas de inflación siguen convergiendo a 3% anual.
9. Por lo tanto, se proponen como opciones de política mantener la tasa de política monetaria o bien recortarla en 25 puntos base.
10. Se sugiere descartar un aumento de tasas de interés porque no hay antecedentes que indiquen que las presiones inflacionarias tengan riesgo de acercarse al techo del rango meta. Los datos efectivos de inflación, nuestras propias proyecciones y las expectativas de inflación del sector privado se mantienen bien asentadas dentro de la banda de 2 a 4% (el decil 9 de la encuesta espera una inflación de 3,5% en el horizonte relevante, a pesar del shock de precios del petróleo). Considerando los antecedentes revisados tampoco se propone como opción un recorte mayor a los 25 puntos base.
11. Respecto de las opciones propuestas, sería más apropiado un recorte de 25 puntos base si se evalúa que hay riesgos que las perspectivas de inflación vuelvan a la mitad inferior del rango meta. Esta evaluación debería depender de lo siguiente:
 - Si el shock de precios del petróleo que se observa en la actualidad tiene un carácter más transitorio que el implícito en el escenario de precios promedio de US\$ 24 por barril.



BANCO CENTRAL DE CHILE

- Si la apreciación del tipo de cambio tiene un carácter duradero (el Informe de Política Monetaria de enero consideraba un TCR-5 5% más apreciado que lo que se discutió en la reunión del lunes como escenario central), lo que es consistente con una caída de riesgo soberano persistente y mayor calma en los mercados financieros de economías emergentes.
 - Si las perspectivas de recuperación de corto plazo de la demanda doméstica pierden fuerza (p.ej., si se considera que la información de inventarios no es lo suficientemente confiable, si los efectos reales de la situación de Argentina continúan siendo relevantes, o si las mejores expectativas privadas tienen riesgo de sufrir un revés).
 - Si los efectos de un shock petrolero más duradero tienen como efecto principal un impacto negativo en las perspectivas de recuperación de la economía mundial.
12. Además de la información disponible, existen, como siempre, consideraciones estratégicas en la evaluación de los curso de acción de política.
13. En este sentido es relevante constatar que tanto la encuesta de expectativas, como los precios financieros, señalan que el mercado mayoritariamente no espera cambios en la tasa de interés durante esta reunión. Ahora bien, movimientos inesperados en las tasas de interés pueden tener efectos positivos en la medida que sean posteriormente bien comprendidos y no constituyan un foco de inestabilidad en el mercado cambiario. En el caso actual sucede que el tipo de cambio se ha fortalecido durante los últimos días y no se perciben signos de estrechez, al tiempo que el riesgo soberano se mantiene en niveles reducidos. Circunstancialmente, además, la tasa de crecimiento en 12 meses de las importaciones de la primera quincena de marzo—en poder del mercado—es sustancialmente mayor a la del mes completo (+1 contra -20%).
14. Un segundo elemento es el efecto que pudiese tener un recorte de 25 puntos base sobre la trayectoria esperada de tasas de interés en un marco en el cual, desde que se nominalizó la política monetaria, todos los cambios de tasas han sido de una magnitud mayor. Una lectura posible de un cambio pequeño es que se ha llegado al fin de un ciclo de rebaja de tasas. Esta percepción podría tener un impacto positivo sobre las decisiones de postergación de gasto, pero también podría dificultar movimientos futuros de política monetaria en un momento de alta incertidumbre respecto del curso futuro de los acontecimientos.

El Presidente ofrece la palabra a los asistentes.

El señor Ministro de Hacienda cree apropiado destacar, a pesar de ser bien conocido, el rol de la política monetaria en el actual ordenamiento macroeconómico de nuestro país, dado que ha recibido alguna atención en el último tiempo en las opiniones, tanto políticas como más académicas. Señala que el país ha optado, durante el último tiempo, por una combinación de política fiscal guiada por una regla de mediano plazo, un tipo de cambio flexible y una política monetaria que apunta a objetivos de inflación. En la literatura más reciente y tal como se dijo en Monterrey, esta mezcla de políticas es conocida como “la tríada de diamante”, y han sido el tipo de políticas que recientemente los organismos internacionales han recomendado adoptar a los países. Cree, por tanto, que es un bien público de alta importancia que se debe preservar y que, obviamente, requiere que cada una de las distintas políticas actúe adecuadamente con las otras, en particular, acorde con la actual política fiscal.

En el mismo sentido destaca la opinión del profesor Corbo, y cree que se ha hecho más claro en la discusión pública, que en término de la estabilización del producto en el



BANCO CENTRAL DE CHILE

corto plazo, la política monetaria es la más eficiente en una economía regida por el ordenamiento macroeconómico antes descrito. Si se usara la política fiscal, se puede afectar el riesgo país y también, por el eventual impacto que tiene esta combinación de políticas sobre el tipo de cambio, a las exportaciones netas. Lo anterior pone de manifiesto que existe cierto acuerdo sobre el rol central, en el contexto de las políticas de demanda agregada, que tiene la política monetaria como instrumento de estabilización de la actividad real en el corto plazo. Esto introduce un elemento muy significativo para el Banco Central, ya que si bien su ley orgánica establece que éste tiene por objetivo controlar la estabilidad de los precios, esta última se relaciona estrechamente con las orientaciones generales de la política económica y en tal sentido, el Banco Central tiene el difícil rol de armonizar el crecimiento con la inflación. Lo anterior no ocurriría si la política monetaria fuera neutral, ya que el coeficiente de sacrificio sería cero. Pero la política monetaria no es neutral en el corto plazo, y es por eso que ustedes mismos han definido un rango meta de inflación de 2% a 4%. La forma de conciliar este trueque entre actividad e inflación debería ser materia de discusión, ya que no está suficientemente acotado como para definirlo completamente.

En otras oportunidades se ha expresado el problema relacionado con lo que se conoce como el error tipo 1 y error tipo 2. Siempre y en todo momento cuando se hace una proyección de inflación de corto o mediano plazo, se debe efectuar el balance de riesgos. Cuando las acciones de política monetaria inducen la toma de un cierto seguro frente a la eventualidad de que alguno de estos riesgos se materialice e implique un alza de la inflación, necesariamente está implicando un cierto sacrificio del producto. Si ese shock se materializa y la política monetaria fue correcta tenderá a anular ese shock. Pero si el shock no se materializa, se comete el error tipo 2, donde la política monetaria siguió el curso tal como si ese shock se fuera a materializar. Luego es necesario establecer cuáles son los antecedentes y cuáles son las conjeturas. Antecedentes son que el precio del petróleo hoy día es de 25,5 dólares por barril, el tipo de cambio es de \$ 650 y la velocidad instantánea de expansión de la economía será 0%, 0,5% o 1,0%. Estos son los datos, todo el resto son conjeturas. No se necesita de un modelo para pensar que con altísima probabilidad la inflación va ubicarse por debajo del 3,0% si la economía en el horizonte de proyección continúa con este tipo de cambio, este precio del petróleo y este crecimiento. Si uno quiere tomar una postura neutral respecto de los riesgos, hay posibilidades que el petróleo suba o baje, así como hay posibilidades de que la economía se acelere o se desacelere. En este escenario le parece apropiado que la política monetaria se haga más expansiva.

El Consejero señor De Gregorio señala que desde antes de la última reunión de política monetaria se han estado observando buenas perspectivas en la economía mundial. Ellas se han reflejado en un mejoramiento en los índices de confianza en los Estados Unidos, así como en un mejoramiento en las proyecciones de crecimiento internacional para el presente año.

Cree además que en la última reunión se han acercado a lo que se podría decir es la tasa de interés óptima para las condiciones de ese momento. Podremos discutir sobre los detalles, dice, pero el Banco ha hecho un ajuste importante en las tasas de interés, teniendo una política monetaria con un grado de expansividad no visto en muchos años. Más allá de que en la reunión previa su opción original era bajar 100 puntos base, cree que para efectos de la reunión de hoy se pueden preguntar qué ha ocurrido con la evolución de la economía en el último mes y en ese contexto cuál debería ser la decisión hoy día.

Desde el punto de vista de actividad económica, cree que es importante señalar que todas, absolutamente todas las cifras, han sido peor de lo esperado. No se refiere a su nivel absoluto, sino a su comportamiento respecto de lo que se esperaba sucediera.

Basta señalar que después de la última reunión, y con más de dos tercios del trimestre transcurrido, en el Banco se esperaba un crecimiento del PIB de 2,9% para el primer



BANCO CENTRAL DE CHILE

trimestre de este año, y un 3,1% para el segundo. Aproximadamente, tres semanas después se espera que el crecimiento sea de 2,0% y 2,7% para el primer y segundo trimestre, respectivamente. Las proyecciones de gasto también presentaron un deterioro, aunque no tan pronunciado. Es cierto que parte de estos ajustes han sido el resultado del cambio de base de las cuentas nacionales, pero la decisión en la reunión pasada se tomó con mejores expectativas en materia de actividad, las que se han ido deteriorando. También se debe mencionar que hechos como el que la Semana Santa haya caído en marzo, empeora las cifras en dicho mes, pero no representa una noticia. Se sabía de hace tiempo que habría un efecto en relación con los días trabajados.

Es cierto que las proyecciones que presenta la División de Estudios muestran que pareciera que hemos tocado fondo, y las velocidades de expansión muestran una leve recuperación, o al menos cierta estabilidad. Sin embargo, nuestra expectativa hace un mes era mejor, o sea, las novedades reflejadas en los datos más recientes son negativas.

Desde el punto de vista de mercado, a pesar que para marzo aún se espera un IMACEC aproximadamente medio punto por sobre la estimación del Banco, las perspectivas para el conjunto del año son levemente mejores. No obstante, estas son expectativas que, al igual que las nuestras, describen un mejor panorama para el futuro. Pero, más allá de que estimaciones razonables indican un mejor segundo semestre, y coincide con dicha percepción, ellas no son más que las mejores estimaciones que podemos realizar, y aún no hay ningún dato efectivo que valide en la realidad dichas perspectivas, por lo tanto, no se puede descartar que los meses venideros muestren una actividad peor de lo esperado, y este año terminemos creciendo por debajo de un 3%, a pesar de un mejor entorno internacional que el año pasado.

Por lo tanto, desde el punto de vista de la actividad económica, seguimos enfrentando un escenario interno adverso, y como consecuencia, de menores presiones inflacionarias.

Respecto de la inflación, se puede ver que las expectativas en nuestro horizonte de proyección están ancladas dentro del rango meta, y bien centradas en torno al 3%.

Es cierto que hoy día existe un escenario de riesgo por el lado del petróleo, pero, tal como se informaba la semana pasada en nuestra reunión de coyuntura, es muy improbable que éste pase al rango de lo alarmante como para impulsar un proceso de aumento de la inflación y desanclaje de expectativas.

Sin embargo, en días recientes se ha observado una importante corrección del tipo de cambio, que de persistir, compensaría un mal escenario en materia de petróleo. El margen, por el lado inflacionario, que ha estado entregando la evolución del tipo de cambio se ha ido tornando cada vez más auspicioso.

En el escenario central que ha presentado la División de Estudios, se muestra que en este mes y en los que siguen, recién en julio (donde se reemplaza el -0,2% de inicios de la nominalización) la inflación superaría el 3%, llegando apenas a un 3,1%. Después, en los meses de agosto y septiembre, se puede esperar con bastante certeza que se volverá a estar bajo 3%, e incluso muy cerca de 2%.

Tal vez desde el punto de vista de inflación subyacente se pueda enfrentar un panorama no tan positivo, en especial para el IPCX, pero en todos los escenarios, esta medida seguirá muy por debajo del 4%, y tal como lo señala la División de Estudios, convergiendo gradualmente al centro del rango meta.

Por lo tanto, ni las perspectivas de corto plazo, ni las expectativas de mercado a un plazo mayor, muestran algún riesgo inflacionario significativo.

Handwritten notes and signatures in blue ink at the bottom left corner of the page.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En relación a la decisión de hoy y considerando las perspectivas de inflación y actividad, el señor De Gregorio cree que hay razones que justifican un relajamiento adicional de la política monetaria. Los riesgos inflacionarios son acotados, sin embargo, los riesgos de una actividad aún más lenta son mayores.

El mercado no tiene internalizada nuestras estimaciones de actividad, y el mayor riesgo es que la incipiente mejora de expectativas de mercado se deteriore producto de las malas cifras recientes, generando un escenario de deterioro de la confianza, menor actividad y menores presiones inflacionarias.

En este escenario se puede volver a una situación en la cual haya un amplio consenso en bajar las tasas, y de manera significativa, el cual de acuerdo a la evidencia se decida validar. Sin embargo, es el Banco Central quien conduce la política monetaria y se espera que sea de manera anticipada. Somos nosotros quienes tenemos las mejores estimaciones de lo que está ocurriendo y está por ocurrir, y por ello cree que es importante mantener una posición de liderazgo respecto del mercado.

La efectividad de las bajas de tasas, así como su oportunidad desde el punto de vista de las percepciones de mercado, se observa en la evolución de las tasas largas desde la última reunión de política monetaria. Las tasas largas de papeles a 8 años han bajado aproximadamente 20 puntos base, aunque la tasa a 20 años se ha mantenido más estable. Esto muestra que hay espacios a lo largo de la curva de madurez, lo que además incluye una expectativa que nuestra economía aún está en la parte baja del ciclo, y las perspectivas aún no son promisorias.

Se debe considerar también que en el último mes ha habido una caída de aproximadamente 50 puntos base en nuestro riesgo país, lo que debería traspasarse a la tasa de interés neutral.

El análisis de la División de Estudios ha llamado la atención sobre la oportunidad estratégica de una baja de tasas de interés. Expondrá los argumentos que le parece justifican que ésta es una buena ocasión. El mes pasado la rebaja no fue todo lo transparente que le hubiera gustado, en particular, porque se pudo interpretar como una medida tomada bajo un conjunto de presiones externas. Se podría haber interpretado como una decisión tardía, resultado de presiones, y por ello le parece que fue justificado ir más allá de lo que el mercado estaba esperando, reduciendo la tasa de política en 75 puntos base. Es por ello, que hoy día, sin presiones, es bueno reafirmar nuestra convicción de que la política monetaria es efectiva y la vamos a usar en concordancia con nuestros objetivos. Ya para el próximo mes la evidencia se puede hacer más contundente, estaremos en vísperas de asistir al Senado, y habrá muchos incentivos para que vuelva la presión por una baja de tasas. En la presentación previa al Senado, se bajaron las tasas un par de días antes, después de un tiempo de inactividad. Ahora se podría repetir dicha situación, y no le parece adecuada.

También la División de Estudios señala que una rebaja de 25 puntos base puede ser considerada como la última, lo que al menos, desde su punto de vista, no es deseable. En este caso se pregunta por qué no analizar una rebaja de 50 puntos base, algo que le parece al menos igualmente justificable que mantener la tasa de interés. Otra alternativa sería considerar una baja de tasas de 25 puntos base con un sesgo hacia abajo.

Por último, se podría concluir que tal vez se necesite esperar mientras se confirma que el escenario de mayores precios del petróleo no amenaza la meta de inflación y la fortaleza del peso se consolida. Esto tiene el costo de aparecer con una reacción tardía, aunque la prudencia podría servir de justificativo. Entonces, de ser ése el caso, estaríamos, pública o privadamente, partiendo la próxima reunión con un sesgo a la baja. Le parece válido, pero quiere señalar que, entonces, la discusión cambia de tenor, y no habrá que examinar los



BANCO CENTRAL DE CHILE

cambios ocurridos en el panorama macroeconómico, sino sólo confirmar que el actual escenario se ha confirmado.

El Presidente solicita un receso siendo las 16,40 horas.

El Presidente reinicia la Sesión a las 17,00 horas, señalando que se necesita disponer de mayor información que facilite un análisis más cuidadoso antes de efectuar algún movimiento de la tasa de interés. Además, señala que de consolidarse las tendencias actuales, es posible introducir con mayor fuerza el impulso necesario que requiere la política monetaria. Por consiguiente, solicita la opinión de los demás Consejeros, quienes por unanimidad optan por mantener la actual tasa de instancia monetaria.

El Consejero señor De Gregorio señala que, aunque de acuerdo a su análisis hay elementos que justifican una rebaja de la tasa de interés, ha decidido sumarse al consenso, pues le parece adecuado esa señal en esta oportunidad.

En mérito de todo lo expuesto, el Consejo adopta el siguiente Acuerdo:

31-01-020409 – Tasa de Instancia Monetaria.

El Consejo acuerda mantener la tasa de interés de política monetaria en 4,75% anual. Asimismo, los tramos de la línea de crédito de liquidez permanecen inalterados en los niveles prevalecientes desde la reunión anterior.

V. Comunicado

El Presidente propone el siguiente texto para el comunicado:

“ En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió mantener la tasa de interés de política en 4,75% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez también permanecen inalterados en los niveles prevalecientes desde la reunión anterior.

En el ámbito internacional se han tendido a consolidar las mejores perspectivas de crecimiento de la mayoría de nuestros socios comerciales, aunque la situación de América Latina continúa débil y el precio del petróleo ha mostrado un alza debido a los acontecimientos del Medio Oriente.

En el escenario macroeconómico interno, la mayoría de los indicadores muestran señales de debilidad si se considera su crecimiento interanual. Sin embargo, los antecedentes apuntan a que los niveles de demanda doméstica llegaron a su punto más bajo durante la segunda mitad del año pasado. En este contexto, se mantienen las perspectivas de una aceleración moderada de la demanda durante los siguientes trimestres, mientras que las expectativas inflacionarias siguen bien asentadas en el centro del rango meta en el horizonte de proyección. En todo caso, no se descartan movimientos en la tasa de política monetaria en los meses venideros, en la medida que el escenario futuro difiera del previsto.

El Banco Central reitera su compromiso de usar la política monetaria con flexibilidad de manera de enfrentar desviaciones de la trayectoria proyectada de la inflación en relación con la meta establecida.”

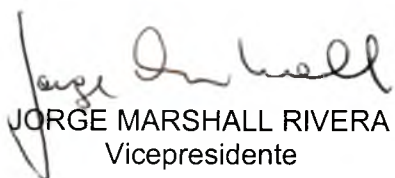
19



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejo aprueba el texto del comunicado.

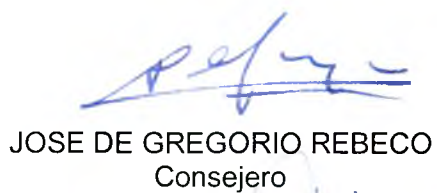
Se levanta la Sesión a las 17,30 horas.

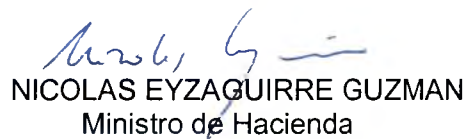

JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente


CARLOS MASSAD ABUD
Presidente


JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero


MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera


JOSE DE GREGORIO REBECO
Consejero


NICOLAS EYZAGUIRRE GUZMAN
Ministro de Hacienda


JORGE CARRASCO VASQUEZ
Ministro de Fe (S)



BANCO CENTRAL DE CHILE

**ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 32
DE POLITICA MONETARIA
celebrada el 8 y 9 de mayo de 2002**

En Santiago de Chile, a 8 de mayo de 2002, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Carlos Massad Abud, con la asistencia del Vicepresidente don Jorge Marshall Rivera y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina, señor Jorge Desormeaux Jiménez y señor José De Gregorio Rebeco.

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

Asisten también los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Angel Nacrur Gazali;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de Análisis y Operaciones Internacionales,
don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Información e Investigación Estadística,
don Ricardo Vicuña Poblete;
Secretaria Ejecutiva del Gabinete de la Presidencia,
Señora Cecilia Feliú Carrizo;
Jefe de Prosecretaría, señora 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° 31, celebrada el 9 de abril de 2002.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo el Proyecto de Acta de la Sesión N° 31, celebrada el 9 de abril de 2002, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

II. Resolución sobre Minuta del Acta correspondiente a la Sesión N° 30, celebrada el 12 de marzo de 2002.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo la Minuta correspondiente al Acta de la Sesión N° 30, celebrada el 12 de marzo de 2002, la que se aprueba sin observaciones.



III. Fecha Sesión de Política Monetaria del mes de noviembre de 2002.

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de noviembre de 2002, para el día 7 de ese mes.

El Presidente señala que ha dado comienzo a esta sesión con un día de anticipación para tener tiempo de considerar cuidadosamente toda la información que se tiene sobre la actividad económica, que influye en la política monetaria. Explica que la idea es que hoy no se discuta sobre las opciones, analizándose sólo las proyecciones bajo distintos supuestos.

Cede la palabra al Gerente de División Estudios.

IV. Exposición.

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

Entre enero y mayo del presente año, el Banco Central ha reducido la tasa de política monetaria de 6,5% a 4,75%. Esta acción de política está basada en una disminución sustantiva y amplia en las perspectivas de inflación de mediano plazo, desde diciembre del 2001, la que fue acompañada por una inflación efectiva —total y subyacente— menor a la prevista. En efecto, hasta hace algunos meses se esperaba una aceleración adicional de la inflación del IPCX, lo que no se ha materializado, manteniéndose la variación anual de los precios en torno al centro del rango meta. Además de la disminución en los precios del petróleo ocurrida a fines del año pasado, en esto ha contribuido de forma importante la estabilidad en el mercado cambiario, lo que le ha quitado presión a los márgenes de comercialización, bastante comprimidos en el transcurso del 2001. La evolución del gasto doméstico estuvo considerablemente por debajo de lo anticipado, en particular durante el cuarto trimestre del año pasado, lo que ha dificultado la recuperación de estos márgenes.

Aunque desde hace algunos meses ya se reconocía el efecto de la incertidumbre provocada por el deterioro de la situación de Argentina y por los atentados de septiembre sobre los componentes del gasto más volátiles —inventarios, compras de bienes durables e inversión en maquinaria y equipos— su caída superó las estimaciones previas. En todo caso, la mayoría de los indicadores indirectos muestran que, aparentemente, se detuvo la caída de las existencias ocurrida durante el cuarto trimestre del año pasado, especialmente aquellas de origen importado. Asimismo, después de varios meses con una trayectoria plana, la producción industrial con destino al exterior ha tomado una senda de mayor dinamismo, lo que es consistente con el término del proceso de fuerte desacumulación de inventarios de dicho sector en los últimos trimestres. El componente de maquinaria de la formación bruta de capital fijo, en tanto, habría detenido su descenso, lo que se deduce de las ventas de bienes de capital de la industria y las importaciones de bienes de capital. No obstante todo lo anterior, aún no se configura un cuadro de recuperación manifiesta de las fuertes reducciones de estos componentes del gasto en meses anteriores.



Una parte de los focos de incertidumbre que aparecieron durante la segunda mitad del 2001 se ha despejado, particularmente la evolución de Estados Unidos, sin embargo persisten grados de duda por la situación económica regional. Además, los efectos en actividad por la situación que enfrentó la economía global el año pasado siguen apreciándose en los primeros meses de este año, en particular las fuertes caídas de la producción industrial agregada y los flujos de comercio. Ello llevó a que, no obstante que las principales economías evitaron caer en recesión técnica, el impacto sobre los términos del intercambio de Chile fuera particularmente severo. De hecho, el precio del cobre marcó mínimos históricos en el curso del segundo semestre del 2001, con lo que los términos del intercambio alcanzaron un nivel 8% más bajo que el promedio del año 1998, cuando se vieron los efectos de la crisis asiática. A pesar de ello, la actividad en Chile mantuvo un ritmo positivo de crecimiento, gracias al importante dinamismo de las exportaciones, en especial las no tradicionales, apoyado por la combinación de políticas macroeconómicas y la depreciación acumulada del tipo de cambio real en los últimos años. Esto permitió más que compensar el efecto de la caída del comercio global en el volumen exportado.

El panorama internacional para 2002-2003 se avizora más promisorio que lo previsto en enero pasado, aunque los cambios de mayor relevancia son significativos para la evolución de la economía chilena en el mediano plazo. Durante los últimos meses se ha consolidado una mejoría en las perspectivas de crecimiento de la actividad mundial, especialmente en Estados Unidos. Las proyecciones de crecimiento para esta economía se incrementaron en prácticamente dos puntos porcentuales, por sobre lo previsto a principios de año. Las medidas de política fiscal y monetaria en los Estados Unidos, en un ambiente económico de alta flexibilidad, parecen haber evitado un deterioro mayor en las expectativas privadas lo que, junto con las favorables perspectivas para la evolución futura de la productividad, han sostenido la confianza de los hogares y del consumo. Aunque el Banco Central Europeo actuó con cautela, también se aprecia un mayor optimismo en las perspectivas de crecimiento para la zona europea. Incluso para Japón las proyecciones de consenso indican crecimiento para el próximo año. En suma, el panorama para las principales economías del mundo prácticamente ha vuelto a la situación previa a los atentados terroristas de septiembre último, esperándose este año un crecimiento mundial a paridad del poder de compra (PPC) de 2,7%.

Sin embargo, la mejoría en el crecimiento ponderado de los socios comerciales de Chile es bastante menor para este año, llegando sólo a 1,1%, un par de décimas más que lo esperado hace unos meses, debido al marcado deterioro de las perspectivas de crecimiento en Argentina y otros países de la región. En este sentido, los efectos de la crítica situación por la que atraviesa la economía transandina han cambiado su importancia relativa, pasando de una situación de temor a un contagio financiero más significativo, hasta noviembre de 2001, a la disipación de ese riesgo, pero también a la manifestación de los efectos adversos en el ámbito comercial.

Las exportaciones a la vecina nación, durante los tres primeros meses de este año, cayeron en torno a 60% mientras que el flujo de turistas disminuyó a cerca de la mitad del año pasado. Una proyección anual y combinada de estos dos efectos tienen una incidencia directa de aproximadamente 0,3 puntos porcentuales en el crecimiento del PIB. Los problemas de la economía argentina también han tenido un efecto negativo sobre la capacidad de generación de renta de empresas chilenas con operaciones en Argentina, lo que se ha reflejado en disminuciones en su valor patrimonial. Se estima que la disminución en las utilidades devengadas de las inversiones en Argentina afecta directamente al ingreso nacional del 2002 en aproximadamente 0,2% del PIB, lo que se debe agregar al efecto directo por menor actividad. Estas cifras en todo caso representan probablemente una cota superior. En el pasado, el sector exportador ha mostrado bastante flexibilidad, por lo que se puede esperar que los efectos en el comercio sean de carácter transitorio en la medida que se logre encontrar otros mercados (internos o

[Handwritten signature]



externos) para estos productos o servicios. Además, en el curso del año 2003 se espera que el crecimiento del PIB de los socios comerciales se acelere a 3,2%, más en línea con el escenario de crecimiento global.

Los desarrollos del escenario internacional también han impactado, aunque de forma leve, en el precio del cobre. Se espera que el precio promedio en el año se ubique en US\$0,73 por libra, con un incremento hacia el 2003 y el 2004. En todo caso, esta evolución del precio del metal rojo se ve más que compensada por perspectivas poco promisorias para el precio del petróleo durante este año, el que desde hace unos meses muestra incrementos de importancia. Además del cumplimiento de los recortes de producción por parte de la OPEP y de otros productores no miembros del cartel, ha contribuido a este aumento la inestabilidad en el Medio Oriente y en otros importantes productores. Para el conjunto del año se espera un precio promedio del barril de petróleo *Brent* de US\$24, tres dólares por encima de las proyecciones previas. Con esto, los términos del intercambio se mantendrán en promedio en niveles similares a los del año pasado, para repuntar algo menos que 4% promedio anual durante el 2003 y 2004.

Las condiciones financieras que enfrentan los mercados emergentes se han vuelto más positivas que lo esperado a principios de año, lo que se ha reflejado en que durante un tiempo los *spreads* soberanos de economías tales como México, Brasil y Corea mostraron una tendencia declinante, al igual que los de los bonos soberanos de Chile. Esta trayectoria, no obstante, se ha revertido levemente en las últimas semanas. Asimismo, si bien las perspectivas para los flujos de capitales hacia economías emergentes han mejorado, se ha acentuado la escasez de flujos de inversión extranjera directa hacia economías latinoamericanas, evidenciando el mayor riesgo relativo de la región.

Junto al gradual predominio de los factores favorables del escenario internacional se espera que exista un impulso de origen doméstico en el crecimiento de la actividad. Este deriva del relajamiento monetario de los últimos meses, de la característica contracíclica de la política fiscal, así como de la recuperación progresiva o normalización de algunos componentes del gasto que tuvieron fuertes contracciones durante la segunda mitad del 2001.

El mayor grado de expansividad de la política monetaria se ha apreciado en las tasas de interés de los distintos instrumentos del Banco Central, las que han llegado a niveles históricamente bajos. El crecimiento de las colocaciones se mantiene algo más dinámico que a principios de año, en particular las colocaciones de consumo durante marzo que respondieron a las ofertas del sistema. Por su lado, el crecimiento del dinero se encuentra acorde con el ritmo de crecimiento de la actividad, los precios y el nivel actual de las tasas de interés. Tal como se destacó hace algunos meses atrás, su inusual crecimiento del año pasado no se debió a una expansión excesiva de la oferta sino que a un problema de base de comparación que ha desaparecido.

La política fiscal, en tanto, de acuerdo con el potencial contracíclico de la regla de superávit estructural, continuará aportando al impulso de demanda agregada, a través del crecimiento del gasto público con impacto macro cercano a 5%. La inversión pública crecerá 11%.

En este escenario se espera que la recuperación de los componentes del gasto más volátiles siga una trayectoria gradual, considerando que persistirá algún nivel de incertidumbre originado en la situación regional. Dada su naturaleza fluctuante, sin embargo, no se puede descartar que el proceso de recuperación de estos componentes del gasto siga una trayectoria más acelerada. En cualquier evento, para sostener una evolución más dinámica del gasto durante un período prolongado se requiere que los



demás componentes de la demanda interna, mayoritarios en la participación en el gasto, acentúen la senda de crecimiento que han mostrado durante los últimos trimestres.

De esta manera, se prevé que tanto el consumo privado y la inversión en construcción sigan una trayectoria de moderada aceleración durante los próximos períodos, en línea con el impulso macroeconómico. Por el momento, el consumo de bienes habituales se mantiene creciendo a tasas del orden de 2%, apoyado en la creación de empleo privado en los últimos trimestres móviles. Es previsible, además, que muestre una leve aceleración durante los próximos trimestres considerando la menor duración promedio que en el margen está mostrando el desempleo, las mejores expectativas que muestran los agentes económicos y la positiva evolución de las colocaciones de consumo. Por su parte, la actividad en el sector inmobiliario se ha visto favorecida por el cierto mayor dinamismo de las ventas en el curso del primer trimestre, respecto del segundo semestre del año pasado, y por el impulso generado por la inversión pública, a pesar de la notoria caída de los permisos de edificación.

Por último, la mejoría del entorno internacional y el nivel del tipo de cambio real permitirán sostener el crecimiento de los volúmenes exportados, aunque a un ritmo ligeramente inferior al esperado hace algunos meses, debido a la profundidad de la crisis de Argentina. Parte de este efecto implicará redireccionar envíos a otros mercados, lo que normalmente toma un tiempo en materializarse. Por otro lado, se espera que la caída de las exportaciones y la producción de cobre de los primeros meses de este año se revierta durante el segundo semestre, puesto que refleja esencialmente los planes de reducción de producción anunciados a principios de año por los principales productores. Con todo, la expansión de los volúmenes exportados totales se proyecta en 4%, esperándose que retomen una trayectoria más dinámica durante los años 2003 y 2004. Estas cifras aún no consideran el impacto positivo que tendrá la ratificación del acuerdo de libre comercio que se ha negociado con la Unión Europea.

Las cifras globales muestran que, aunque se espera que se mantenga el crecimiento de las exportaciones, la demanda interna, por su evolución en el segundo semestre, provocará la mayor contribución al crecimiento durante este año. Este escenario no difiere sustancialmente del que se esperaba en enero pasado, aunque la tendencia de aceleración del PIB y del gasto han tendido a posponerse respecto de lo esperado en esa ocasión.

En síntesis, luego de tres trimestres en que la economía ha tenido un reducido nivel de expansión, y en que la demanda interna sufrió una contracción, se prevé que la actividad comience una fase de gradual aceleración, consistente con una tasa de inflación en el centro del rango meta, en el horizonte habitual de política. Como se mencionó, son tres los motivos principales que sustentan este panorama: el mayor impulso que la política macroeconómica está ejerciendo sobre la economía, las mejores perspectivas de crecimiento de la actividad mundial, con efectos más acentuados durante el próximo año, y una paulatina recuperación de algunos componentes de la demanda doméstica que mostraron fuertes ajustes durante la segunda mitad del 2001. A pesar de este panorama relativamente optimista, diversos factores ponen un límite a una aceleración explosiva de la demanda doméstica. Los términos del intercambio y el ingreso nacional tendrán una menguada recuperación este año, la tasa de desempleo se reducirá sólo gradualmente, y no se espera que se incremente de forma relevante el interés de los inversionistas internacionales por elevar sus posiciones de inversión directa en economías de Sudamérica.

Handwritten signature and initials in blue ink.



En el primer trimestre de este año el gasto se ubicó algo por sobre el nivel del cuarto trimestre del año pasado. Ello, a pesar de que la variación interanual sigue siendo bastante negativa, del orden de $-2,4\%$, por la elevada base de comparación y el efecto de días no trabajados en Semana Santa. La actividad, en tanto, ha persistido con una expansión gradual, con lo que se estima que el PIB durante el primer trimestre habría crecido $1,7\%$ con relación a igual período del año pasado. Para el segundo trimestre se proyecta un repunte del gasto y la actividad, que crecerían $1,3\%$ y $2,6\%$ anual, respectivamente.

Por los factores que se mencionaron anteriormente, se espera un afianzamiento de estas tendencias de aceleración del gasto y de la actividad durante el segundo semestre, llegando a tasas de crecimiento trimestral marginalmente mayores a las esperadas en el Informe anterior. En la medida que se mantenga la estabilidad en los mercados emergentes y se dé sin sobresaltos el repunte de la actividad mundial, y bajo el supuesto metodológico que la tasa de interés se mantiene constante en $4,75\%$ durante los próximos 8 trimestres, se proyecta que la economía chilena crecerá $2,9\%$ durante el 2002. Por otro lado, el crecimiento del gasto interno se ubicaría en torno a $3,5\%$, por encima del crecimiento del PIB. En este escenario base, la demanda interna continuará aumentando su contribución al crecimiento agregado, acercando la economía al potencial durante los próximos 24 meses, con un crecimiento promedio anual del PIB de $4,7\%$ y del gasto de $5,5\%$. Se espera para el 2003 un crecimiento del PIB de $5,5\%$ y una expansión del gasto de $5,8\%$.

La débil recuperación de los términos de intercambio durante este año mantendrá el saldo de la cuenta corriente en cifras algo mayores a las del año anterior, entre $-2,0$ y $-2,5\%$ del PIB. La mayor aceleración del gasto interno previsto para los próximos dos años, respecto del crecimiento del PIB, no presionará la cuenta corriente de forma permanente, gracias a que se espera que los términos de intercambio muestren una recuperación importante en ese horizonte. Hacia el 2003, el déficit de la cuenta corriente se ubicaría en torno a 2% del PIB.

Las holguras de capacidad seguirán acotando las presiones inflacionarias subyacentes, las que también se ven mitigadas por la estabilidad del peso y tasas de desocupación todavía elevadas. De hecho, se estima que durante el horizonte de proyección la brecha de capacidad se ubique algo por sobre lo estimado anteriormente, del orden de 4% . Por el lado de la inflación externa no se estima que se produzcan menores presiones inflacionarias relevantes por la depreciación del peso argentino, adicionales a las que ya se observan en la trayectoria esperada del tipo de cambio nominal en Chile. Ello, debido a que parte sustancial de las importaciones desde Argentina corresponden a productos cuyo precio se determina en dólares.

La ausencia de presiones inflacionarias se aprecia en la diferencia entre la trayectoria reciente y previsible de la inflación IPCX desde hace un tiempo. Hace unos meses se esperaba que la inflación IPCX se acelerara hasta cifras del orden de $3,5\%$ a mediados de año. Por el contrario, lo que hoy se observa son perspectivas de mantención en torno a $2,5\%$ anual en el curso de los próximos trimestres, lo que es consistente con una trayectoria estable del TCR5 en el transcurso de los próximos 24 meses, respecto de su nivel de los primeros tres meses de este año, acomodando un leve incremento en los costos laborales unitarios por el mayor crecimiento de la ocupación. Con esto, la inflación del IPCX alcanzaría $2,8\%$ a fines de este año, $2,7\%$ a fines del próximo, y $3,0\%$ durante el primer trimestre del 2004, fin del horizonte de proyección habitual de ocho trimestres. En promedio, durante los próximos 24 meses, la inflación subyacente llegará a $2,7\%$.

Handwritten signature and initials in blue ink.



El incremento en el precio del petróleo ha afectado también la trayectoria esperada para la inflación, pero sólo en el corto plazo. Con esto, aunque con bastantes altibajos en los próximos meses, se espera una convergencia relativamente rápida entre la inflación del IPC y la del IPCX. Se proyecta que la inflación del IPC se ubique en torno a 2,7% a fines del 2002 y 2003, acelerándose hasta 2,9% a comienzos del 2004. En promedio, durante los próximos ocho trimestres, alcanzaría un promedio de 2,6%.

Las proyecciones de este informe se basan en el escenario que el Consejo estima como de mayor probabilidad. Como es habitual, en torno a este escenario central se pueden identificar diversos escenarios alternativos, que implican riesgos tanto para la inflación como para el crecimiento.

En la actualidad, existen riesgos relevantes asociados a la evolución de la economía internacional. En efecto, hasta ahora las mejores perspectivas se han reflejado sobre todo en cambios en proyecciones, sin que exista aún un conjunto sólido de antecedentes concretos que revele que la economía mundial está en una senda de crecimiento sostenido. Existe, además, el riesgo que se produzca una corrección brusca en precios de activos, del abultado déficit de la cuenta corriente de Estados Unidos y del precio del dólar. Por otro lado, es posible que la recuperación mundial se afiance y, de hecho, sorprenda con un vigor hasta ahora inesperado. En ausencia de un cambio drástico en precios de activos, estos escenarios definen rangos para las variables clave del escenario internacional, asociadas a, aproximadamente medio punto porcentual de crecimiento mundial. Ello puede redundar en cambios de la misma magnitud en la inflación internacional, además de tener efectos leves en las perspectivas para los precios de los *commodities*. En principio, este tipo de escenarios tiene efectos en la misma dirección tanto en inflación como en crecimiento. Es decir, un escenario más optimista para la actividad global induciría a un mayor crecimiento y una mayor inflación, y viceversa. En el caso particular en que se dé un cambio precipitado en las condiciones que enfrenta la economía de Estados Unidos, es esperable que los efectos sobre la actividad mundial sean mayores. Al mismo tiempo, sin embargo, el efecto de este desarrollo se vería amortiguado por la disponibilidad de flujos de capital hacia otras economías, mientras que la eventual depreciación del dólar tendría un efecto positivo sobre la inflación internacional relevante.

En el escenario internacional tampoco puede descartarse nuevas sorpresas derivadas de la situación de Argentina, lo que podría tener efectos sobre las perspectivas de crecimiento de otros países de la región. En el frente optimista, un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional limitaría los efectos financieros que han sufrido otros países de la región. Una profundización de la crisis, por el contrario, podría afectar la capacidad de la región para atraer inversión y ahorro externo.

En segundo lugar, sigue latente la incertidumbre sobre el precio del petróleo. La volatilidad en este mercado se ha visto aún más acentuada recientemente por las turbulencias del Medio Oriente, con lo que el rango de escenarios posibles es amplio. Dada la actual coyuntura se estima que los escenarios alternativos para el precio del petróleo presenta algunas asimetrías: una disminución en torno a US\$3 por barril respecto del escenario central es un rango razonable, mientras que una conflagración en el área donde se concentran los mayores productores de petróleo tiene el potencial de generar alzas mayores, aunque existen antecedentes para esperar que aún en este caso los efectos en el precio tengan límite. En ambos eventos, el cambio en el precio del crudo conllevaría efectos adicionales sobre otras variables relevantes, en particular crecimiento mundial e inflación. El efecto sobre la inflación en Chile sería de mayor magnitud en el corto plazo, tomando en cuenta que la ponderación directa de los combustibles en el IPC alcanza cerca del 4%, aunque en el mediano plazo, en la medida que se mantenga la credibilidad de la meta inflacionaria, es menos relevante, en parte debido al impacto sobre los términos del intercambio y el ingreso disponible privado.

Handwritten signature or initials in blue ink.



Finalmente, la debilidad del gasto interno y de la actividad en los últimos trimestres no es atribuible completamente al peor desempeño del escenario internacional durante el 2001. La situación de mayor desánimo también tiene una contraparte doméstica, en que la percepción de los agentes económicos sobre las posibilidades futuras atenta contra la dinámica actual de la demanda interna. En este sentido, el escenario central supone que esta situación se revierte gradualmente, en línea con el mejor panorama para la economía mundial y nacional, y que la recuperación del gasto, en especial la de aquellos componentes más volátiles, resulta ser consistente con este mejor escenario. Nuevamente en esta dimensión existen riesgos que son difíciles de cuantificar, si bien ellos incidirían en el mediano plazo en direcciones similares en las proyecciones de crecimiento e inflación. Por el momento, los datos efectivos de la economía son consistentes con un punto de inflexión en el gasto, no existiendo certeza respecto a la velocidad de recuperación de los próximos trimestres.

Escenarios más pesimistas para el crecimiento se asocian a un escenario mundial menos dinámico, una situación regional en que se incrementa la incertidumbre, y a la no validación del escenario de mejores expectativas por el lado doméstico, situación que podría dilatar la aceleración de gasto. Escenarios más positivos se relacionan a un despegue más acelerado de la economía internacional, con mejores perspectivas para los términos de intercambio que en el escenario central, y a una aceleración más sostenida del gasto interno apoyado por las mejores expectativas de los agentes. Se estima que los riesgos que se materialice un escenario más negativo son mayores o iguales que los riesgos que se materialice el escenario contrario.

En el frente inflacionario, en tanto, el precio del petróleo continúa generando escenarios alternativos. A esto se suma el efecto que tendrían los riesgos que enfrenta el escenario de actividad, los que generalmente tendrían efectos del mismo signo sobre la inflación, con excepción de los riesgos de origen regional que habitualmente operan en direcciones contrarias. En todo caso, por el momento, los antecedentes no permiten distinguir un escenario particular de riesgo de inflación como más probable.

Por lo anterior, el Banco Central continuará atento a la evolución de los distintos indicadores económicos y durante los próximos meses analizará con especial atención la velocidad de recuperación de la demanda interna, la evolución de las perspectivas de crecimiento mundial y de nuestros socios comerciales y la trayectoria más probable del precio del petróleo.

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

No hay comentarios al respecto y se suspende la sesión a las 17,25 horas, para continuarla mañana, 9 de mayo en curso, a las 16,00 horas.

3 hrs
D.C.



En Santiago de Chile, a 9 de mayo de 2002, 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, también, el señor Ministro de Hacienda don Nicolás Eyzaguirre Guzmán.

Los demás asistentes son los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Angel Nacrur Gazali;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de Análisis y Operaciones Internacionales,
don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Información e Investigación Estadística,
don Ricardo Vicuña Poblete;
Secretaria Ejecutiva del Gabinete de la Presidencia,
Señora Cecilia Feliú Carrizo;
Jefe de Prosecretaría, señora Cecilia Navarro García.

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

El Presidente reanuda la sesión solicitando al Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, que haga un breve resumen de lo informado en la sesión del día de ayer.

Luego de efectuado dicho resumen por el señor García, 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 abril de política monetaria, el Consejo decidió mantener la tasa de política monetaria en 4,75% anual. Si bien se evaluó la posibilidad de disminuir la tasa de interés, se consideró que los antecedentes disponibles no eran concluyentes. Públicamente se especificó que no se descartaban movimientos en la tasa de política monetaria en los meses venideros, en la medida que el escenario futuro difiriera del previsto.
2. Desde la última reunión de política monetaria se han acumulado nuevos antecedentes y se ha llevado a cabo una completa ronda de proyecciones. Respecto de lo primero, la información más relevante se menciona a continuación.

[Handwritten signature]



3. En el plano internacional se ha verificado que la mejoría del escenario relevante es aún frágil. Si bien en Estados Unidos el crecimiento del primer trimestre de este año ha sorprendido, su composición acota el optimismo previo. En el ámbito regional, se acrecienta la incertidumbre respecto del curso que seguirá la situación de Argentina y Brasil, mientras los spreads soberanos han tendido a aumentar marginalmente y se espera que los flujos de inversión directa continúen exiguos.
4. El tipo de cambio sigue dando señales de relativa estabilidad, fluctuando entre los \$ 650 y \$ 660. El precio del petróleo, por su parte, se ha mantenido en niveles elevados, aunque acotados gracias a que la situación de conflicto en el Medio Oriente no ha escalado.
5. Respecto de la actividad doméstica, marzo fue un mes con resultados notoriamente peores a los esperados. Tanto los datos de desempleo como de producción industrial fueron negativos. Así, el crecimiento anual del primer trimestre de este año será de 1,5%, mientras que el gasto disminuirá en torno a 2,5% en comparación a igual trimestre del año anterior. Ambas cifras son menores en medio punto porcentual respecto de lo esperado en la reunión de política monetaria pasada, y, aunque no cambian la perspectiva de un retorno del gasto iniciado a fines del año pasado, sí moderan la velocidad con que se está dando. Esto se manifiesta, por ejemplo, en una velocidad negativa del PIB durante el primer trimestre.
6. Las mediciones de expectativas privadas muestran resultados disímiles. Mientras las encuestas a consumidores consignan un mejoramiento en las perspectivas económicas, lo que podría apuntalar una recuperación del consumo, las proyecciones de crecimiento de los analistas, en línea con la información disponible de marzo, se han estancado.
7. Por el lado inflacionario, la información de abril mostró un aumento del IPC de 0,4%, dos décimas por debajo de lo proyectado hace un mes. Más relevante, sin embargo, fue el comportamiento del IPCX y del IPCX1, que tuvieron variaciones de 0% y -0,1%, respectivamente, contra variaciones esperadas a fines del mes pasado en el rango 0,2-0,3%. Con esto, se espera que la inflación anual fluctúe entre 2,2 y 2,6% en los siguientes meses, mientras que la subyacente transitará desde 3% a 2,5%. Las expectativas de inflación del sector privado a 12 meses fluctúan entre 2,5% (diferencial de tasas) y 3% (encuesta).
8. En síntesis, la mayoría de la información acumulada durante marzo es negativa, y si bien cualitativamente no cambia el cuadro macroeconómico que se describió hace un mes — los indicadores de gasto en general muestran disminuciones en 12 meses, pero sus niveles desestacionalizados señalan que el punto más bajo habría ocurrido durante el segundo semestre del año pasado— la evidencia sí indica que la velocidad a la cual esta recuperación se está materializando es menor que la prevista. En el frente inflacionario, en tanto, la situación se ve aún más despejada que durante el mes pasado.
9. Respecto de los resultados de la ronda de proyecciones, cabe destacar que, en el escenario central y bajo el supuesto de política monetaria constante, la inflación se mantiene por debajo del centro del rango meta durante los dos próximos años, convergiendo a 3% sólo hacia fines del horizonte de proyección. Específicamente, si se mantiene la tasa en 4,75%, se espera que la inflación llegue a 2,7% a fines de este año, a 2,8% a fines de 2003 y a 2,9% a comienzos de 2004. El crecimiento, en tanto, alcanzará 2,9% en 2002 y 5,5% en 2003.
10. Por lo tanto, considerando que no se prevén presiones inflacionarias relevantes, y la inflación en promedio se mantiene por debajo del 3%, una reducción de tasas se justifica si se considera apropiado apurar la convergencia de la actividad al pleno empleo y de la inflación al centro del rango meta, o bien reducir los riesgos de que la inflación se acerque al 2%, en un escenario de deterioro adicional de las expectativas y del gasto. En



este contexto se sugiere considerar como opciones de política dos alternativas: disminuir la tasa de interés en 50 puntos base ó disminuirla en 75 puntos base.

11. Se considera que un recorte menor a los 50 puntos base es un movimiento algo tímido en vista de los antecedentes disponibles y de lo que espera el mercado: un movimiento de entre 50 y 75 puntos base, esperando un IMACEC algo mayor al efectivo. Más aún, un recorte de 25 puntos base podría generar expectativas de nuevos recortes de tasas. Por otro lado, un recorte de 100 puntos base, de una sola vez, probablemente no sería bien comprendido toda vez que un movimiento de esa magnitud es consistente sólo con la aparición de un cambio radical del panorama de corto plazo, algo que por ahora no ha sucedido.
12. Respecto de las opciones propuestas, vale la pena analizar las implicancias de cada una en relación con las proyecciones. El cuadro siguiente resume los resultados. Como se aprecia, ambas alternativas son coherentes con una tasa de inflación que se asienta en torno al centro del rango meta a fines del horizonte de proyección, manteniéndose ligeramente por debajo de 3% en el horizonte de un año. La rebaja de 75 puntos base deja, en promedio, la trayectoria de la tasa de inflación marginalmente más cerca de 3%.

		Tasa fija en 4,25	Tasa fija en 4,0
IPC	Fin 2002	2,7	2,7
	Fin 2003	2,9	3,0
	2004.I	3,1	3,2
IPCX	Fin 2002	2,5	2,5
	Fin 2003	3,1	3,1
	2004.I	3,2	3,2
PIB	2002	2,9	3,0
	2003	5,7	5,8

13. Se justificaría una reducción de 50 puntos base en la medida que se piense que los antecedentes disponibles, aunque negativos, no modifican sustancialmente la velocidad prevista de la recuperación. Esto sería consistente, por ejemplo, con un escenario de crecimiento más lento, pero que incluya la percepción de riesgos balanceados para la inflación y el crecimiento. Sería consistente, también, con la idea de que es necesario mayores antecedentes antes de incrementar resueltamente el empuje monetario.
14. Se justificaría una reducción de 75 puntos base si se piensa que es necesario dar un impulso aún más resuelto a una débil velocidad de recuperación, en que además se configuran riesgos de que el mayor optimismo que se observa de parte de algunos agentes no se vea validado por las cifras efectivas. Sería consistente, por ejemplo, con la idea de que, además de un crecimiento menor, existe un balance de riesgos negativo por el lado del crecimiento, con consecuencias deflacionarias. Sería consistente, también, con la idea de que no vale la pena esperar más antecedentes antes de resolver una rebaja más agresiva.
15. Entre los temas que pueden ser considerados estratégicos para la decisión de política monetaria se encuentra el efecto que podría tener una rebaja mayor (en rigor, en el rango alto de lo esperado) para la estabilidad cambiaria. Al respecto, cabe mencionar que las tasas de instrumentos de largo plazo del BC (PRC8 y PRC20) no han disminuido a la par con los recortes de tasa esperados, como habitualmente lo hacen. Esta evolución indica que el mercado entiende la rebaja de tasas como un movimiento orientado a dar un impulso monetario transitorio, que en lo sustancial se orienta a *adelantar* la recuperación económica. Y esta misma transitoriedad esperada acota el posible impacto que puede tener sobre el tipo de cambio.

Handwritten signature and initials



16. Finalmente, dos temas estratégicos se relacionan con la lectura que puede dar el público a una rebaja agresiva y las consecuencias que tiene una rebaja menos agresiva sobre la dinámica de nuevos recortes de tasas y la posibilidad de mantener la tasa de política monetaria estable por un tiempo más prolongado. Respecto de lo primero, existe el riesgo que una rebaja de 75 puntos base pueda ser entendida como que el Banco Central tiene una visión excesivamente pesimista. Sin embargo, este riesgo parece estar acotado considerando la importancia de los antecedentes públicos que se han acumulado. Adicionalmente, la experiencia de marzo es indicativa: la tasa disminuyó en 75 puntos base y no tuvo consecuencias de esta índole.
17. Respecto de lo segundo, una rebaja de 50 puntos base arriesga que el Banco Central se vea en la necesidad de reducir la tasa de interés nuevamente en la próxima reunión de política monetaria, o bien persista el debate sobre el nivel adecuado de expansión monetaria más allá de lo conveniente. Una rebaja mayor, por el contrario, entrega la oportunidad de aguardar por un tiempo más prolongado la acumulación de antecedentes que permitan evaluar con mayor exactitud la marcha de la economía.

El Presidente ofrece la palabra para comentar sobre la exposición en general, antes de pasar a la votación, señalando, previamente, que en su opinión, ha quedado claro que la economía se está moviendo por una senda más débil de la que se había previsto, que no se ven presiones inflacionarias en el horizonte de proyección y que realmente no hay elementos hoy que puedan constituir una amenaza en la situación inflacionaria, salvo algunas presiones por el lado de los costos como sería el caso del petróleo. Piensa que todos los antecedentes que se tienen justifican las opciones que se han planteado, en orden a rebajar la tasa de política monetaria.

El Consejero señor De Gregorio señala que durante la Reunión de Política Monetaria del mes anterior afirmó que había suficientes argumentos para bajar la tasa de interés en un nivel cercano a los 50 puntos base, aunque se podía considerar también que era necesario esperar más antecedentes para tomar una decisión de este tipo. En ese contexto, recuerda que en dicha oportunidad finalizó su exposición expresando "podríamos concluir que tal vez necesitemos esperar mientras se confirma que el escenario de mayores precios del petróleo no amenaza la meta de inflación y la fortaleza del peso se consolida. Esto tiene el costo de aparecer como una reacción tardía, aunque la prudencia podría servir de justificativo, pero quiero señalar que entonces la discusión cambia de tenor, y [en la próxima reunión de política monetaria] no habrá que examinar los cambios ocurridos en el panorama macroeconómico, sino sólo verificar que el actual escenario se ha confirmado".

Manifiesta que la lógica de esta argumentación se fundamenta en que dado un escenario débil en actividad y sin riesgos inflacionarios había espacios para bajar las tasas, y se podía esperar para confirmar que ése era el caso en la actualidad, por lo que con ello bastaría para justificar, desde su punto de vista, una rebaja de intereses de 50 puntos base.

Señala que hoy día existe información adicional, que no es necesario repetir, que indica que la actividad ha acentuado su debilidad y las presiones inflacionarias son menores. Es decir, el escenario ya débil que se esperaba el mes pasado se deterioró aún más. Sólo a modo de resumen se puede señalar que en la reunión anterior se esperaba que el PIB creciera 2,0% y 2,7% el primer y segundo trimestre de este año, respectivamente. Con la información actual se espera sólo un crecimiento de 1,5% y 2% para dicho período, es decir, sólo durante este mes se rebajó el crecimiento del PIB para el primer semestre, con más de la mitad del trimestre ya transcurrido, en 0,6 puntos porcentuales.

Handwritten signature and initials in blue ink.



En el ámbito inflacionario, se esperaba que sólo en julio se superaría el 3% anual, y ahora, con el resultado de abril, se estima que todo el año estaremos bajo 3%. Más aún, se podría bajar de 2% entre agosto y septiembre. Además, la inflación subyacente fue sorprendentemente baja en abril, y así incluso el IPCX está llegando a 3% anual antes de lo anticipado.

Por lo anterior, en su opinión, no sólo se ha corroborado el escenario débil del mes pasado, sino que éste se ha deteriorado, y por lo tanto, cree que se justifica bajar la tasa de interés de política monetaria en 75 puntos base.

A su juicio, una rebaja de 50 puntos base se justificaba dada la coyuntura de un mes atrás, pero la situación actual es de mayor debilidad. Por otra parte, una rebaja de 100 puntos base puede dar una señal que deteriore las percepciones del sector privado, puesto que transmitiría la impresión de que la debilidad de la economía es aún mayor de lo que se prevé en la actualidad. Por eso, cree que, con la información actual, la rebaja más apropiada es de 75 puntos base.

El Presidente cede la palabra al Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera, quien se refiere al énfasis que se ha dado en esta discusión a que la economía es mucho más débil de lo que se esperaba en términos de actividad y de gasto, señalando que hay razones transitorias que explican esa debilidad. Manifiesta que lo nuevo es que no hay presiones inflacionarias visibles y tampoco hay riesgos inminentes en esta variable. La brecha de capacidad ociosa, la tasa de desempleo que permanece en niveles del 8% y el moderado déficit en cuenta corriente, permite decir que los riesgos de una aceleración inflacionaria están bastante alejados en el tiempo, y por el contrario, los riesgos de enfrentar eventualmente presiones deflacionarias son más cercanos. Cree que esta razón da la posibilidad de reducir la tasa de política monetaria, y en el comunicado al público, no pondría el énfasis en el resultados de los últimos dos trimestres, que han sido malos, ya que las propias proyecciones tienen implícito que de aquí al segundo semestre de este año, se van a tener tasas de crecimiento del orden de 4,5% a 5%. Piensa que ese mensaje debe comunicarse claramente, porque de lo contrario se está dando una señal que, a su juicio, es demasiado pesimista para el escenario que se está enfrentando.

El Consejero señor Desormeaux está de acuerdo con el Informe y con la recomendación de la Gerencia de División Estudios. Cree que se está ante un cuadro en el cual se han confirmado escenarios más negativos que los que se preveían en períodos anteriores: hay un menor dinamismo en la demanda agregada de acuerdo a lo analizado. Existe un escenario internacional, donde si bien es cierto el desarrollo de las economías de mayor desarrollo ha estado de acuerdo a lo proyectado, hay un deterioro a nivel regional que es mayor y con posibilidades de que éste continúe acentuándose hacia adelante. Le preocupa, especialmente, la posibilidad que un agravamiento de la crisis argentina pudiera arrastrar a Brasil. En otras palabras, se está descubriendo que no hay una recuperación a nivel de socios comerciales lo que se ha traducido en un deterioro de expectativas.

Su percepción es que una rebaja de tasa de interés, como las que propone la División Estudios, es claramente necesaria hoy, pudiendo discutirse los méritos relativos de cada una de las propuestas. Cree que ambas cumplen con el objetivo de apuntar a la meta de inflación de 3% en 24 meses y piensa que el país no puede arriesgarse hoy a tener un deterioro adicional de expectativas que pueda poner en peligro la recuperación de la demanda interna. Por tal motivo, está de acuerdo con la proposición de bajar la tasa de política monetaria en 75 puntos base.



La Consejera señora Ovalle está de acuerdo con el análisis de la situación económica hecha por la División Estudios. Señala que en el plano interno los resultados de la actividad han sido peores a los esperados, la mayoría de la información acumulada durante marzo es negativa y existe evidencia que la velocidad de recuperación es menor que la prevista. Por ello, se inclina por reducir la tasa de política monetaria en 75 puntos base. Aunque los resultados en las proyecciones entregadas por la División Estudios difieren muy poco entre una rebaja de 50 y 75 puntos base, manifiesta que ambas alternativas son coherentes con una tasa de inflación en torno al centro del rango meta, pero lo más apropiado es fijar la menor tasa posible consistente con el objetivo inflacionario, es decir, una tasa de 4% nominal anual.

El Vicepresidente señor Marshall comparte los argumentos expuestos en orden a bajar la tasa en 75 puntos base.

El Presidente señor Massad comparte los mismos argumentos. Cree que la oportunidad es apropiada para hacer la reducción, de modo que está de acuerdo en bajar la tasa de política monetaria en 75 puntos base.

En mérito de todo lo expuesto, el Consejo, por unanimidad, adopta el siguiente Acuerdo:

32-01-020509 – Tasa de Instancia Monetaria.

Reducir la tasa de interés de política monetaria en 75 puntos base, desde 4,75% anual a 4,00% anual. Asimismo, los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustan en 75 puntos base.

IV. Comunicado

“ En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió reducir la tasa de interés de política en 75 puntos base, desde 4,75% a 4% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustaron también en 75 puntos base.

En esta decisión, el Consejo consideró las menores perspectivas de inflación de mediano plazo, en un contexto en que la trayectoria de aceleración de la economía ha sido más débil que lo previsto anteriormente.

El panorama de crecimiento mundial es más positivo que el de hace algunos meses, aunque existe cautela respecto de la fortaleza de la recuperación del mundo industrializado. Aún en ausencia de contagio financiero, el complejo panorama regional ha generado efectos adversos en el intercambio comercial y en la actividad del país.

En la economía interna, los indicadores del primer trimestre muestran que el gasto se recupera de la caída de fines de 2001, aunque a un ritmo menor que lo esperado. Por su parte, el producto alcanzó su menor ritmo de crecimiento en los primeros meses del año y muestra ahora señales de una gradual expansión.

Handwritten signature



BANCO CENTRAL DE CHILE

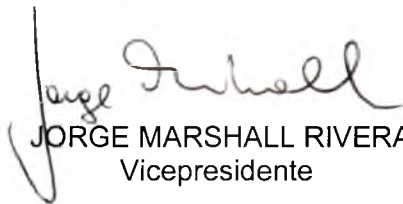
Sesión N° 32
Política Monetaria
09.05.2002 15.

Este conjunto de circunstancias es coherente con un cuadro en que las presiones inflacionarias se mantendrán reducidas en el horizonte de política. La reducción de la tasa de interés permite mantener una trayectoria de inflación que converge hacia 3% anual dentro del horizonte de 12 a 24 meses y favorece una aceleración de la actividad respecto de las condiciones actuales.

El Banco Central reafirma su compromiso de usar la política monetaria con la flexibilidad que las circunstancias exijan, de modo de confrontar las desviaciones que se proyecten 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 17,25 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



MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe





BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 34
DE POLITICA MONETARIA
celebrada el 13 de junio de 2002

En Santiago de Chile, a 13 de junio de 2002, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Carlos Massad Abud, con la asistencia del Vicepresidente don Jorge Marshall Rivera y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina, señor Jorge Desormeaux Jiménez y señor José De Gregorio Rebeco.

Asiste la Ministra de Hacienda Subrogante, doña María Eugenia Wagner Brizzi.

Asisten también los señores:

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

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

I. Resolución sobre Proyectos de Acta correspondientes a las Sesiones N°s 32 y 33E, celebradas el 9 y 10 de mayo de 2002, respectivamente.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo los Proyectos de Acta de las Sesiones N°s 32 y 33E, celebradas el 9 y 10 de mayo de 2002, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

II. Resolución sobre Minuta del Acta correspondiente a la Sesión N° 31, celebrada el 9 de abril de 2002.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo la Minuta correspondiente al Acta de la Sesión N° 31, celebrada el 9 de abril de 2002, la que se aprueba sin observaciones.

mul

mgd



III. Fecha Sesión de Política Monetaria del mes de diciembre de 2002.

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de diciembre de 2002, para el día 10 de ese mes.

IV. Exposición.

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

SINTESIS DEL MES

La información más reciente de actividad y gasto ha sido en términos gruesos consistente con las proyecciones de corto plazo contenidas en el Informe de Política Monetaria del mes anterior. Las proyecciones más recientes indican que durante el segundo trimestre el PIB habría alcanzado un crecimiento anual de 2,7% - 6,4% trimestre con trimestre—, mientras que el gasto una caída anual de 0,2% y crecimiento entre trimestres de 3,6%. Esto no incorpora el efecto de los temporales, que podría a lo más reducir el PIB del segundo trimestre en dos décimas. Por ahora existe bastante incertidumbre respecto de la inflación en los próximos meses, con efectos contrapuestos asociados a los temporales, a la trayectoria del tipo de cambio y del precio del petróleo con su consiguiente impacto en la locomoción colectiva, por lo que no es descartable tasas anuales entre 1,5% y 2,0% en meses puntuales. La inflación del IPCX se situará algo por debajo de 3% anual durante los próximos meses. Con todo, no existen antecedentes que lleven a pensar que se está en presencia de un escenario de mediano plazo distinto al del Informe de Política Monetaria de mayo.

Por una parte, en mayo continuó el repunte de las importaciones, especialmente las de consumo, a la vez que en abril la producción industrial sorprendió con un crecimiento superior al que se preveía. Estas dos variables son consistentes con un proceso de acumulación de existencias. Las ventas de bienes de consumo duradero de la industria, después de las fuertes caídas de los últimos meses, muestran un rebote en abril. Asimismo, las ventas de vehículos nuevos continúan con la gradual expansión de los últimos dos trimestres.

El impulso de la política monetaria sobre otros componentes del gasto se aprecia en el mayor dinamismo del mercado inmobiliario, a lo que se añade el repunte de los permisos de edificación habitacionales. Las colocaciones de consumo mantienen niveles relativamente elevados, y las tasas de interés de colocación mostraron una leve reducción durante mayo.

Sin embargo, por otra parte, subsisten los riesgos de una nueva postergación del proceso de aceleración de la actividad y del gasto. De hecho, se aprecia algo más de debilidad que la observada a fines del año pasado en el consumo de bienes habituales. Las ventas de supermercados y del comercio se han desacelerado; mientras que las ventas de la industria de este tipo de bienes muestra un crecimiento leve. Finalmente, la expansividad de la política fiscal en el primer trimestre fue tal que se puede esperar que en los próximos trimestres se dé una desaceleración de la posición fiscal relativamente intensa, de forma de cumplir con los objetivos comprometidos para el año completo.

El escenario internacional, en su conjunto, también continúa con señales mixtas. Aunque el panorama de crecimiento global y de términos de intercambio se avizora algo mejor al que se estimaba hace algunas semanas, la incertidumbre regional ha sufrido un marcado aumento. La situación política en Brasil ha incrementado la volatilidad de los mercados financieros, depreciando el real de forma sustantiva y afectando los *spreads* de las economías latinoamericanas. El *spread* soberano chileno también se ha visto incrementado respecto de los promedios de abril, manteniendo, en todo caso, bastante estabilidad en las recientes

semanas. Asimismo, el peso chileno se ha visto afectado, aunque con una vinculación bastante menor con el real brasileño que la que se observó entre noviembre y abril. Los vaivenes de la situación económica y política en Argentina continúan mostrando la falta de certeza respecto de la evolución que tendrá la economía de dicho país en el corto plazo.

Es posible, también, que la mayor incertidumbre regional sea uno de los factores que ha presionado al alza a las tasas de interés de largo plazo en Chile. En todo caso, difícilmente este reciente incremento pueda ser atribuido a expectativas de política monetaria más restrictivas en el horizonte de los próximos trimestres. De hecho, las expectativas de mercado que se deducen de la encuesta del Banco Central muestran un panorama de menor inflación y de menor crecimiento, por lo menos respecto de lo esperado hace un tiempo. Esto se ve acompañado, también, por un porcentaje no despreciable, aunque minoritario, de analistas que prevén reducciones en la tasa de política monetaria en el corto plazo. Parte de esto responde a que las proyecciones privadas de crecimiento económico para el año 2003 se ubican en torno a un punto por debajo de las que se incluyeron en el Informe de Política Monetaria de mayo. Es en ese horizonte donde se aprecian mayores diferencias pues para este año, las perspectivas privadas de crecimiento coinciden con las del último Informe de Política Monetaria, en torno a 3%.

Con relación al panorama de mediano plazo para la inflación, las principales variables se han movido marginalmente hacia algo menos de presiones inflacionarias. Por un lado, el precio del petróleo ha mostrado una tendencia a la reducción, mientras que por otro, la depreciación del dólar respecto de otras monedas duras tiende a fortalecer en términos reales el peso chileno. El incremento en los costos laborales unitarios también se ha moderado en los meses recientes, gracias al incremento en la productividad del trabajo y a la estabilidad en el ritmo de crecimiento de los salarios nominales. Finalmente, el crecimiento del gasto para este año puede ser algo inferior al previsto en el pasado Informe de Política Monetaria, debido a un dinamismo más moderado del consumo habitual y la inversión en maquinaria.

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA

I. Escenario Internacional

El panorama internacional para los años 2002-2003 se presenta algo más promisorio que el que se veía en la reunión anterior, principalmente por las mejores perspectivas de los términos de intercambio. Sin embargo, continúa la incertidumbre regional, considerando que a la aguda crisis argentina, se ha sumado un deterioro de las condiciones de Brasil y un sombrío escenario en la economía uruguaya. Esto ha significado un aumento en los costos de financiamiento externo de los países de la región, incluyendo en forma moderada a Chile.

Los indicadores de coyuntura de las últimas semanas, particularmente de los Estados Unidos, contribuyen a consolidar las perspectivas de crecimiento para esta economía y del mundo en general. Ello considera que el crecimiento de Japón, Europa y Asia emergente, continuará liderado por el sector externo, impulsado por la recuperación norteamericana. De este modo, las proyecciones de crecimiento mundial ponderado a paridad del poder de compra (PPC), se mantienen en 2,8% y 3,9% para 2002 y 2003, respectivamente; y en 1,1% y 3,1% ponderado por comercio.

En el mercado cambiario, cabe destacar que durante las últimas semanas se ha acentuado una tendencia a la depreciación del dólar. Este proceso está relacionado con el déficit de la cuenta corriente de Estados Unidos, el que, de todas formas, se aprecia sostenible, dadas las altas tasas de productividad, el menor grado de aversión al riesgo de los inversionistas y la postergación de alzas de tasas de interés por parte de la Reserva Federal.

Respecto de los efectos sobre crecimiento mundial de la depreciación del dólar, la evidencia no es suficientemente sólida. Por un lado, el efecto sobre comercio se considera como poco

significativo, por cuanto la elasticidad del tipo de cambio de las importaciones estadounidenses es muy reducida. Más importante que ello podría ser el efecto expansivo sobre la actividad mundial, derivada de menores costos de financiamiento y mayor flujo de capitales hacia economías emergentes. Por otro lado, la evidencia señala que los procesos de depreciación del dólar son acompañados por aumentos en el precio de materias primas, tal como ha sucedido recientemente.

En el caso particular del cobre, ha sido relevante para la trayectoria reciente de su precio, la decisión de la canadiense BHP Billington de hacer un recorte adicional en la producción del metal durante este año. Esta disminución de producción significará, aproximadamente, US\$45 millones de menores exportaciones chilenas de cobre. Dicha situación, en todo caso, no afectará el desarrollo de la Fase IV de Escondida a iniciarse el próximo año. Otro factor que ha estado detrás de la evolución del precio del metal, dice relación con la reciente paralización de faenas por huelga de la mina Cananea en México.

Con todo, se mantiene la proyección de US\$0,73 la libra de cobre para el año 2002, dado el nivel actual de inventarios. Hacia el año 2003 se observaría un aumento gradual en el precio del metal, acorde con la recuperación de la actividad mundial, manteniéndose la estimación en US\$0,82 la libra.

El precio del petróleo en el mercado *spot* ha mostrado caídas durante los últimos días, situándose en valores entre uno y dos dólares por debajo del promedio de US\$25 el barril registrado los dos últimos meses. Detrás de este comportamiento se encuentra el hecho que importantes productores no OPEP (Rusia y Noruega) no continuarán con los recortes de producción, aplicados en el primer semestre del año. Adicionalmente, Rusia estableció que su rango óptimo de precios se sitúa entre US\$20 y US\$25 el barril, por debajo de la banda de la OPEP. Como consecuencia de lo anterior, las proyecciones de US\$24 y US\$23 el barril para éste y el próximo año se mantienen inalteradas.

La baja inflación que se observa y se espera para los próximos meses en Estados Unidos ha sustentado la postergación de alzas en la tasa de política por parte de la Reserva Federal, con un balance de riesgos calificado como neutral. La curva de contratos futuros de la tasa de fondos federales revela un alza de 25 puntos base en la tasa de política, recién a partir de septiembre del presente año. En las restantes economías desarrolladas, no se esperan cambios en la política monetaria respecto de lo previsto en el *Informe* anterior.

La curva de rendimiento de la economía norteamericana muestra un nivel similar al que registraba a inicios de este año. Respecto de la zona euro, se aprecia un panorama similar, con una curva de rendimiento marginalmente por debajo de la curva en dólares, consistente con el rezago que se espera de la recuperación de los ritmos de expansión de la economía europea en relación con Estados Unidos.

En relación con los mercados financieros emergentes, se destaca el deterioro sufrido por las percepciones hacia América Latina durante las últimas semanas. Ello ha sido consecuencia de un panorama más pesimista en Brasil, el debilitamiento financiero en Uruguay, así como por la ya conocida situación argentina. La preocupación que han suscitado las elecciones presidenciales de octubre próximo en Brasil, y el impacto financiero que ha tenido en Uruguay la crisis argentina sostienen este panorama. Esto ha significado aumentos en los *spreads* soberanos y del costo de financiamiento externo de los países de la región, así como a la depreciación de algunas de sus monedas: real brasileño y peso mexicano. En el caso chileno, el *spread* soberano (bono 2009) hacia fines de abril superó los 100 puntos base, situándose durante mayo y junio con un comportamiento estable entre 10 y 15 puntos base sobre ese valor, y caracterizado por la volatilidad típica de estos mercados.

El empeoramiento relativo del panorama regional ha favorecido la preferencia de los flujos de capitales hacia otras economías emergentes, en particular del Asia.

4

9



II. Mercados Financieros

Durante mayo, las tasas de interés de los documentos reajustables de largo plazo del Banco Central presentaron una trayectoria al alza, que se ha ido intensificando en las últimas semanas, alcanzando valores de UF+4,2% y UF+5,1% para ocho y veinte años, respectivamente, equivalente a aumentos de entre 20 y 30 puntos base respecto de abril.

Existirían diversas razones que, en su conjunto, permiten explicar la evolución de la tasas de interés de largo plazo: 1) la mayor oferta de este tipo de instrumentos, producto, por una parte, de la ampliación de los límites de inversión en el exterior de los fondos de pensiones y, por otra, de la fusión de los Bancos Santander y Santiago que ha obligado a estas entidades a reducir las posiciones de documentos de largo plazo debido a la recomposición de las inversiones bancarias de las AFP; 2) las menores expectativas de IPC para los próximos meses, que hacen menos atractivos los pagarés reajustables; y 3) la evolución de la tasa externa relevante (incluyendo el *spread* soberano), que mostró un aumento a comienzos de mayo. Adicionalmente, se argumenta que la economía nacional habría comenzado, aunque lentamente, la reactivación, con lo que las tasas reajustables de largo plazo ya habrían alcanzado un piso en torno a 4%.

Los documentos nominales, luego de mostrar una evolución a la baja, acorde a la trayectoria de la tasa de política monetaria, se estabilizaron en torno a 4%, para plazos inferiores a 90 días.

Las expectativas respecto de la tasa de política monetaria que se deducen de la curva forward indican que la tasa de política se mantendrá constante en los próximos tres meses. Posteriormente, y conforme se consolide la reactivación mundial e interna, se espera un alza en la tasa rectora a niveles cercanos al 4,25% para fines de este año, para situarse en 6% a fines del año 2003. La encuesta de expectativas de junio, por su parte, presenta una tasa de política monetaria constante en lo que resta del presente año, existiendo una diferencia relevante entre la opinión de los analistas (algunos inclusive apuntan a una reducción de la tasa de política monetaria) y los precios de los activos financieros.

Las tasas de interés de las operaciones con el público han continuado evidenciando el traspaso de las rebajas de la tasa de política monetaria. Este fenómeno se ha observado especialmente en las tasas de colocación para plazos superiores a un año, tramo en que se concentra gran parte de los créditos de consumo.

El recargo tanto de los bonos corporativos como de las letras hipotecarias aumentó en mayo, explicado por el mayor incremento de las tasas de estos instrumentos respecto de los PRC. Sin embargo, en lo que va corrido de junio, mientras las tasas de los PRC han aumentado, ambos *spreads* descienden, y la tasa de interés real media de los bonos de empresas se ha ubicado en torno a 6,5%, uno de los menores valores desde que se tiene registro de estos instrumentos. Las letras hipotecarias, en tanto, presentan una tasa promedio en torno a 6,25%; las letras con tasas de emisión menor al 6% muestran niveles cercanos a 6,1% y las con tasas de emisión superior a 6% un 6,3%, valores similares a los prevalecientes a comienzos de marzo.

Los agregados monetarios más líquidos exhibieron durante mayo variaciones mensuales positivas, con lo que su crecimiento real en doce meses volvió a situarse en cifras del orden de los dos dígitos. Para los meses siguientes se espera que se continúe con expansiones anuales alrededor de 10%. Los agregados monetarios más amplios, en tanto, siguen con un ritmo de expansión menor al del dinero, destacándose la caída de los documentos del Banco Central durante mayo.

Las colocaciones totales —al sector público y privado— registraron un retroceso durante mayo. Sin embargo, al revisar sus componentes se observa que las colocaciones en moneda nacional



mostraron expansiones durante el mes, hecho que permitiría anticipar la continuación del dinamismo de los créditos a personas. Las primeras cifras de junio están validando esta hipótesis.

Durante mayo, el peso chileno mostró una menor dependencia respecto del desempeño de monedas vecinas, que se depreciaron respecto del dólar entre 5% (real brasileño) y 15% (peso argentino). En efecto, el peso mostró sólo una pequeña depreciación durante el mes, con un promedio de \$655 por dólar, que significó un incremento de \$5 respecto del mes anterior. En los primeros días de junio, estas tendencias se han mantenido, cotizándose el peso en torno a \$660 por dólar, el peso argentino en A\$3,57 por dólar y el real brasileño en R\$2,6 por dólar.

Las expectativas de más corto plazo (tres meses) que se obtienen de las cotizaciones de los operadores *Bloomberg* y de los contratos *forward*, señalan una depreciación para el tipo de cambio nominal del orden de 1% para fines de este año. Esta depreciación está de acuerdo con las expectativas extraídas de la última encuesta del Banco Central.

Considerando las expectativas de inflación y de tipo de cambio de *Consensus Forecast*, se estima que desde diciembre a la fecha el tipo de cambio real se ha apreciado cerca de 9%, mientras que el TCR-5 —que incluye las variaciones del dólar de Estados Unidos y de Canadá, euro, yen y libra esterlina— presenta una depreciación de 4%. Esta importante diferencia se explica por la fuerte depreciación del peso argentino durante este año, y por la apreciación que ha tenido recientemente el euro, el yen y el dólar canadiense, respecto de la moneda norteamericana.

Durante mayo, la actividad bursátil chilena anotó un bajo desempeño, anotando caídas mensuales de 1,6% en el caso del IGPA y de 3,4% en el IPSA. Estos descensos fueron explicados, principalmente, por el pago de dividendos y por el desempeño de las empresas chilenas en Argentina. En efecto, al excluir a estas empresas, la disminución del IPSA sería del orden de 2%. En todo caso, el pobre rendimiento de la bolsa chilena de las últimas semanas, se encuentra acorde con lo ocurrido en la gran mayoría de las bolsas internacionales.

III. Actividad y Empleo

Las proyecciones de crecimiento para el segundo trimestre han sido corregidas marginalmente al alza, con una expansión de 2,7%, cifra que se compara con el 2,3% proyectado en mayo. Para la demanda interna, las estimaciones para el segundo trimestre son una disminución de 0,2% en doce meses, confirmando que el punto de inflexión de este componente del PIB ya se habría producido a comienzos del 2002, aunque la velocidad de expansión es más moderada que lo anticipado.

Demanda Interna

En el cambio de la tendencia de la demanda, los indicadores disponibles muestran una expansión relativamente menos dinámica del consumo habitual *vis-a-vis* al de bienes durables. Respecto del consumo habitual, que corresponde a 60% del PIB, las ventas del comercio minorista y de supermercados, tanto del INE como de la Cámara Nacional de Comercio, muestran una desaceleración con relación a la velocidad de la segunda parte del año pasado.

Por otra parte, el índice de ventas industriales de bienes de consumo habitual del Instituto Nacional de Estadísticas mostró en abril una expansión anual de 4,4%, configurando una tendencia más bien plana a partir del cuarto trimestre del año 2001.

En el caso de las ventas de bienes de consumo durable de la industria, luego de una sostenida caída durante todo el segundo semestre del año 2001 y parte del año 2002, comienzan a registrar los primeros signos de recuperación.



Otros indicadores parciales del consumo, como las ventas de vehículos nuevos, experimentan una variación en doce meses de $-1,8\%$ en abril, lo que denota una consistente recuperación respecto de comienzos del año 2002.

Las importaciones de consumo siguen manteniendo un dinamismo bastante elevado, lo que refleja en parte la recuperación del consumo durable, pero también la acumulación de existencias que está en marcha. La evolución de la producción y ventas totales de la industria confirma esta situación.

Siguiendo una tendencia similar al consumo durable, el sector inmobiliario también mantiene el dinamismo señalado. En abril, las ventas de viviendas nuevas caen $10,2\%$ en doce meses, aunque muestran una marcada tendencia al alza desde el cuarto trimestre del año 2001. De hecho, en abril la oferta de viviendas nuevas se expandió en $2,8\%$, con lo que el número de meses necesarios para agotar los *stocks* descendió a 13,7, el más bajo desde agosto del año 2001. A su vez, los permisos de edificación habitacionales crecieron $30,2\%$ (doce meses) en abril, reforzando la recuperación comenzada el mes anterior. Respecto de los permisos no habitacionales, no se encuentra disponible la información para abril.

Las ventas de bienes de capital (INE), que mostraban desde principios de año una aceleración, sólo en abril tuvieron una variación anual positiva ($14,7\%$). Aunque la participación de este componente en la formación bruta de capital total es bastante marginal (algo menos de 10%), la incidencia de las fluctuaciones recientes no es despreciable. Esto compensa, en parte, el aplanamiento reciente de las importaciones de bienes de capital.

Sector Externo

Estimaciones preliminares del volumen total de exportaciones arrojan un aumento de $2,7\%$ en mayo, explicado por un incremento de $8,7\%$ en el componente distinto de cobre. De éstas, las exportaciones principales serían las que muestran el mayor dinamismo, con un crecimiento en volumen de $15,3\%$, mientras que el componente resto tendría una expansión menor ($5,5\%$). Los recortes de producción realizados por las grandes compañías productoras de cobre como respuesta a la baja cotización del mineral explican la caída de los volúmenes de este metal durante mayo.

Para las importaciones, aún no se dispone de la información de volúmenes para mayo. En abril, su volumen aumentó en $5,4\%$, que se desagrega en: $12,5\%$ consumo; $2,3\%$ intermedios ($-16,5\%$ en combustibles), y $10,6\%$ capital. En términos de valor, se estima que la variación de $-1,5\%$ observada en mayo estaría compuesta por un aumento de $13,0\%$ en bienes de consumo, y una disminución de $6,7\%$ y $10,7\%$ en intermedios y capital, respectivamente.

Política Fiscal

Durante el primer trimestre la política fiscal continuó impulsando la demanda agregada, con un gran dinamismo del gasto y en especial de la inversión pública. El balance global acumulado en doce meses es igual a $-0,9\%$ del PIB, rompiendo la tendencia mostrada durante los últimos dos años. Este déficit es el resultado tanto del negativo crecimiento en doce meses de los ingresos totales, como de la fuerte expansión real anual de los gastos totales.

El gasto con impacto macroeconómico anotó un alza de $8,1\%$ en términos reales durante el primer trimestre, en tanto que la inversión pública aumentó 30% en doce meses. Este aumento de la inversión pública fue producto de la anticipación en la ejecución de las inversiones (Ministerio de Vivienda, de Justicia y gobiernos regionales), lo que va en contra de la estacionalidad que tradicionalmente ha caracterizado a este componente del gasto.

Por su parte, los ingresos totales mostraron una caída de $3,3\%$ en términos reales respecto del primer trimestre del 2001, producto del prácticamente nulo crecimiento de los ingresos tributarios y de la evolución del tipo de cambio.

Con todo, se espera que en los próximos trimestres se modere el impulso de la política fiscal sobre la demanda interna, de forma de lograr las metas fiscales establecidas para el año. En efecto, el crecimiento anual promedio de los tres trimestres que quedan por cerrar para este año sería de 3,6% para el gasto con impacto macro y de 4,6% para la inversión.

Mercado Laboral

Durante el trimestre móvil finalizado en abril, el mercado laboral presentó indicios de recuperación, con una tasa de desocupación que se mantiene en 8,8% a nivel nacional, por debajo de lo proyectado por los analistas. Al aislar los efectos estacionales, el desempleo registró una leve caída respecto del primer trimestre del año 2002.

En términos desestacionalizados el empleo total, y en especial el privado, continuó aumentando respecto de los trimestres precedentes.

De acuerdo a información proporcionada por el Ministerio de Hacienda, para los próximos meses se espera que los programas de empleo fiscales registren un importante incremento. Se estima que los programas de empleo directo pasen de 35 mil en abril a más de 75 mil en julio y los subsidios a la contratación aumenten desde cifras casi nulas a más de 50 mil. Con ello, y extrapolando las tendencias recientes del empleo privado, se puede proyectar un incremento de la ocupación en términos desestacionalizados en torno a 100 mil personas en lo que resta del año.

En lo referente al análisis sectorial se verifica que la ocupación, en términos de tendencia, en la mayoría de los sectores económicos se ha mantenido relativamente estable. Aún así, destaca la expansión en términos anuales de la ocupación en comercio (+43.980 personas), industria (+22.010) y construcción (+14.540), que explican cerca del 80% del incremento del empleo en doce meses.

Asimismo, producto del mayor empleo en dichos sectores se continuó observando una aceleración de la masa salarial del sector privado, con un crecimiento en doce meses de 4,2%.

IV. Precios y Costos

Con un incremento de 0,1% finalizó el IPC durante mayo, valor que se encuentra en línea con las proyecciones que se manejaron a lo largo del mes. Si bien la mayor parte de los rubros incluidos en el IPC tuvieron variaciones acordes con lo anticipado, sorprendió el aumento de 0,4% en vestuario, que estuvo determinado por productos distintos a los habitualmente en liquidación. Esta situación produjo una variación del IPCX e IPCX1 mayor a la prevista: 0,1% y 0,2%, respectivamente. Medida en doce meses, la inflación del IPC descendió desde 2,5% a 2,1%, la del IPCX a 3,0%, mientras que la del IPCX1 subió desde 2,7% hasta 2,9%.

En cuanto a las expectativas de mercado, luego que los recortes de la tasa de política monetaria llevaran a la señal de inflación en doce meses —que se deduce del diferencial entre el PRBC-360 y las operaciones de PDBC-360 y la Tasa Activa Bancaria (TAB) a un año— de vuelta hacia 3,0%, en mayo sufrieron una marcada reversión. Así, en los primeros días de junio la señal de inflación a un año se ubicó en 2,0% para los PDBC y 1,6% para la TAB. En cuanto a la encuesta de junio, también se verificó una corrección a la baja en las expectativas inflacionarias, con un 2,6% para fines de este año y volviendo a 3,0% a fines del 2003. Estos valores están fuertemente influenciados por la evolución reciente a la baja del precio del petróleo.

Durante abril, las remuneraciones nominales continuaron con un descenso de sus tasas de crecimiento anual respecto de meses previos. Este hecho deriva de la menor inflación a partir del cuarto trimestre del año 2001, que es incorporada a los salarios vía cláusulas de indización.

Así, el incremento anual de las remuneraciones por hora llegó a 4,9%, mientras que el del costo de la mano de obra a 5,0%, correspondiendo a las menores variaciones observadas desde noviembre del año 2001. Paralelamente, esto determinó una trayectoria similar en el crecimiento de los salarios reales.

En lo más reciente, los costos laborales unitarios muestran una moderación en su ritmo de crecimiento, acorde con el incremento en la productividad del trabajo que se espera para el segundo trimestre.

PERSPECTIVAS DE CORTO PLAZO

Las perspectivas de inflación en los próximos tres meses indican aumentos promedio mensuales del orden de 0,2%, con una inflación algo mayor hacia agosto. En junio, se anticipa una variación del IPC en torno a 0,1%. Este incremento, no obstante, incorpora sólo parcialmente los posibles efectos que los temporales de comienzos de junio tendrían en los precios de los productos perecibles, considerando los precios de estos productos en feria la semana de 3 al 8 de junio. La posibilidad de que estos precios se mantengan o no, está abierta. Por un lado, puede darse el caso de una rápida caída a niveles previos, con lo que la inflación de junio no sería mayormente afectada. Por otro, es posible una mantención por mayor tiempo y con caídas concentradas más hacia julio, con lo que una mayor inflación de junio sería compensada en julio. En todo caso, experiencias anteriores no permiten establecer con certeza traspasos hacia precios, aunque se presume que estarían concentrados en las hortalizas, que representan el 40% del total de perecibles. Al mismo tiempo, no se observan aumentos significativos de estos precios de modo permanente, sino más bien incrementos puntuales que luego se revierten. De todos modos, un ejercicio que considere un caso más extremo, en el cual se supone un aumento de 50% en el precio de todas las hortalizas, tendría un efecto en el IPC de 0,5 puntos porcentuales.

Por otro lado, en los últimos días se ha configurado un panorama algo distinto al previo para el precio del petróleo, con valores que se ubican más cerca de los US\$23 por barril, y que de acuerdo a las perspectivas actuales, si bien aún no permiten modificar el escenario base de proyección, sí establecen efectos de corto plazo en la inflación. Es así como en las semanas más recientes se han verificado importantes caídas en los precios de los combustibles en el mercado interno (aproximadamente \$20 promedio para la gasolina), lo que hace disminuir las perspectivas de inflación para los meses venideros, y es uno de los factores detrás de la baja inflación esperada para junio y julio. Sumado a lo anterior, la permanencia de este menor precio puede retrasar los aumentos supuestos en la tarifa del transporte público hacia el cuarto trimestre, y afectar a otras tarifas en que se considera como mecanismo de reajuste indicadores afectados por el precio del petróleo y sus derivados (IPM). Con todo, las inflaciones esperadas para los próximos tres meses indican que, con altibajos de consideración, el incremento anual del IPC estaría en torno a 2,0% en el tercer trimestre. (Tabla 2).

Tabla 2: Proyección de Corto Plazo IPC e IPCX

		% var. anual		% var. mensual		petróleo (US\$/barril)	TOO (\$/US\$)	micros
		ipc	ipcx	ipc	ipcx			
2002	May	2,1	3,0	0,1	0,2	25,4	654	
	Jun	2,2	2,9	0,1	0,1	23,2	660	
	Jul	2,4	2,7	0,0	0,1	23,4	660	
	Ago	1,9	2,5	0,3	0,2	24,0	660	
	Sep	1,8	2,5	0,6	0,5	24,7	660	✓

**Proyección de Inflación IPoM Mayo 2002**

	2002				2003				2004
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
IPC	2,5	2,4	2,4	2,6	2,8	2,6	2,8	2,8	3,2
IPCX	3,3	3,0	2,6	2,4	2,6	2,7	2,8	3,0	3,2

Por el lado de la actividad, el desempeño de la industria en abril ha llevado a esperar un crecimiento del PIB para el segundo trimestre levemente por encima de lo considerado en el IPOM.

Proyecciones de corto plazo PIB y Gasto

	2002.T1	2002.T2	2002.T3	2002.T4	2002
IPOM mayo 2002					
PIB	1,5	2,3	3,6	4,3	3,0
Gasto	-2,5	1,3	5,0	10,0	3,4
VARs					
PIB	1,5	2,7	4,0	4,3	3,1
Gasto	-2,5	2,7	3,2	4,6	2,0
Proyecciones sectoriales					
PIB	1,5	2,7	-	-	-
Gasto	-2,5	-0,2	-	-	-
FBCF	-2,0	1,3	-	-	-
Resto	-2,6	-0,6	-	-	-
Exportaciones bs y ss.	6,0	8,7	-	-	-
Importaciones bs y ss.	5,5	0,5	-	-	-

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

El Gerente de División Internacional, señor Jadresic, manifiesta que tal como se dijo en la presentación, en las últimas semanas ha habido un incremento en el nerviosismo sobre la situación regional, en particular, en relación a Brasil y sobre eso entrega unos breves antecedentes respecto a medidas relevantes que se adoptaron hoy día y que han tenido efecto en el mercado. El anuncio hecho por las autoridades brasileñas consiste en un conjunto de medidas que incluye usar el crédito disponible del Fondo Monetario Internacional por 10 mil millones de dólares, de los cuales 3 mil millones se utilizarían para recomprar deudas de corto plazo. También incluye una petición al Fondo Monetario de reducir la meta de reservas en 5 mil millones de dólares y un aumento de la meta de superávit fiscal primario en 0,25 puntos del producto.

Señala que ésta es una noticia relevante porque ayuda a estabilizar; sin embargo, ciertamente, no garantiza un retorno de la calma a los mercados. De hecho, lo que se ha visto hoy en términos de reacción de los mercados es que se produjo una apreciación del real desde 2,79 por dólar que estaba en el día de ayer a un mínimo de 2,64, pero luego se revirtió y cerró en 2,72, es decir, un 3% de apreciación del real, menor al impacto inicial. En el caso de la deuda soberana de Brasil, indica que se produjo una reducción del spread soberano

30



de 1.296 puntos base que estaba ayer, llegó a un mínimo hoy de 1.170 puntos base, pero luego cerró a 1.250 puntos base, es decir, una caída de menos de 50 puntos base. En síntesis, se trata de una noticia positiva pero que no garantiza el retorno de la calma a los mercados ni la resolución de las dificultades económicas en Brasil.

El Consejero señor De Gregorio se refiere al cuadro sobre Brasil que incluye el tipo de cambio en Chile y en ese país, manifestando que le llama la atención las correlaciones entre el peso y el real a tres, dos y un mes, realizadas en base datos diarios. Señala que a mediados del año pasado, la correlación a un mes, era del orden de 0,60 en períodos bajos y de 0,50 a dos meses y a un mes. Hacia finales de año, cuando sobrevino la crisis en Argentina, la correlación a un mes era del orden de 0,70 y después de 0,50. Desea hacer un comentario del incremento que se observa de esa relación, la que ha empezado a aumentar desde abril de este año al rango de 0,60 – 0,70.

El Presidente señor Massad manifiesta que el cuadro parece mostrar que la actividad se mueve en su conjunto como estaba proyectado, pero con una composición algo distinta. El gasto interno un poco menos, y el efecto externo un poco más. Se va a tener en el resto del año, probablemente, como se decía, algún menor efecto fiscal que el que se ha presentado en la primera parte del año, ya que por lo menos medido desde el punto de vista del presupuesto, se ve un efecto algo menor. Al mismo tiempo se debería tener en la última parte del año el efecto de las bajas de tasa que se han ido acumulando, de modo que se debería esperar, en el conjunto, que el gasto interno se aproximara algo más a lo que se había previsto originalmente, mientras que el efecto de la economía internacional parece continuar siendo positivo. La única incógnita ahora algo mayor que antes, es la situación regional que se deteriora, ya que si ello no se produjera, seguramente nuestras proyecciones de crecimiento del producto de 3% serían bastante firmes a estas alturas. Al respecto, solicita la opinión de la División de Estudios al respecto y del resto de los participantes.

El Consejero señor Desormeaux estima que al leer la información internacional, su impresión es que, en el margen, los términos de intercambio están mejorando algo antes de lo esperado y como su efecto es tan significativo en la economía chilena cree que el impulso que viene del sector externo va a ser mayor o más temprano de lo que se anticipa. En segundo lugar, cree que la ponderación que se hace de los socios comerciales probablemente también subestima lo que va a ser el impulso externo, porque si los exportadores chilenos han cambiado la orientación de sus exportaciones, las ponderaciones del pasado no son muy apropiadas y es muy posible que hoy día tengan más peso aquellos países que están creciendo más rápido y que en realidad el crecimiento considerado de los socios comerciales subestime el verdadero impulso externo. En resumen, cree que la suma de todos esos efectos, probablemente en el segundo semestre y en el año próximo, va a ser más fuerte de lo que aquí se espera, así que la evolución del gasto hoy día se ve más débil pero no hay duda que las fuerzas que están en juego debieran traducirse en un impulso mayor en el futuro, marginalmente mayor, que el que se ha considerado hasta ahora.

El Gerente de División Estudios, señor Valdés, señala que está básicamente de acuerdo con lo expuesto anteriormente. Si bien es difícil establecer que el cuadro internacional esté sustancialmente mejor, por lo menos se puede afirmar que el escenario que se vio en el IPOM se está consolidando. Argumenta que quizás lo único verdaderamente nuevo es que los términos de intercambio están mostrando una tendencia a la recuperación antes de lo anticipado y, en la parte negativa, que los riesgos de Brasil pueden constituir un problema más cercano, por cuanto éste es un riesgo real mientras que hace un mes era una cuestión más lejana. Por lo tanto, cree que hay acuerdo en lo grueso respecto de la situación mundial, aunque Brasil va a seguir pesando y por consiguiente, en términos de mercados financieros y movimientos de capitales, la situación todavía puede ser compleja.



El Gerente de División Internacional, señor Jadresic, refiriéndose a lo anterior, señala compartir que hay un panorama algo mejor en materia de términos de intercambio, pero que también hay un elemento adicional que es un incremento, en el margen, en la aversión al riesgo de los inversionistas y los costos de financiamiento externo, el cual se refleja, en particular, en un aumento en el spread soberano desde el promedio del mes de abril hasta el promedio que va en el mes de junio de alrededor de 30 puntos base. Eso se compensa, en parte, por una caída de la tasa de interés externa de largo plazo, pero no completamente. En todo caso, de todas maneras, compartiendo la visión de que el escenario es algo más promisorio, hay que matizarla porque en lo neto tampoco todavía refleja un cambio de una magnitud sustancial.

El Gerente de División Política Financiera, señor Herrera, se refiere a que el eventual impacto de la situación brasileña sobre la economía chilena debe evaluarse en un contexto de mejores perspectivas para la economía internacional. Si se cumplen estas proyecciones y se produce una mejora en los términos de intercambio y la esperada recuperación de la economía mundial, los efectos de contagio de las turbulencias en la economía brasileña podrían ser moderados, al menos en comparación con la segunda mitad del año pasado en que, conjuntamente con el deterioro de la situación argentina, todo el resto de las variables externas también experimentó un empeoramiento.

El Consejero señor De Gregorio manifiesta que comparte el comentario del señor Herrera, no obstante que estima que ahora la situación Brasil será mucho más gravitante en Latinoamérica que lo que fue Argentina. Señala que desde el punto de vista de los inversionistas de empresas que están perdiendo dinero en sus subsidiarias en Brasil, es un impacto que puede ser también bastante más significativo considerando su efecto regional, ya que Argentina es algo mucho más aislado, en cambio Brasil es realmente importante en la región, tal como México, donde por su envergadura representan parte muy significativa de la región.

El Gerente de División Estudios, señor Valdés, respecto del mismo tema, señala que, a priori, si bien Brasil es más grande, su situación es bastante más sólida que la de Argentina. Los brasileños tienen válvulas de escape en términos de que tienen posibilidades de depreciar el tipo de cambio, capacidad de hacer ajuste fiscal, y carecen del desorden político con que se inició la crisis de Argentina, por lo tanto, tienen más espacio de maniobra. Más aún, en el caso de Argentina se cometieron gruesos errores de política que no debieran repetirse en Brasil. Concluye que si bien Brasil es más grande, y por lo tanto potencialmente más peligroso, sería muy extraño que cayera como ocurrió con Argentina.

El Presidente solicita al Gerente de División Estudios que presente las opciones de política monetaria.

Al respecto, el señor Valdés señala lo siguiente:

1. En la reunión de política monetaria de mayo, el Consejo decidió reducir la tasa de política monetaria en 75 puntos base a 4% anual. La decisión se fundamentó en el espacio que dejaban las menores perspectivas para la inflación, las que en parte se basaban en una velocidad de recuperación del gasto más lenta que la prevista con anterioridad. Se consideró, además, que una rebaja de esa magnitud entregaba un espacio para evaluar con mayor exactitud y por un tiempo mayor la marcha de la economía. Aunque el mercado recibió la rebaja de tasas como algo más agresiva que lo previsto, no generó reacciones adversas.



2. Desde la última reunión de política monetaria se han acumulado antecedentes que en general son consistentes con una trayectoria de la actividad marginalmente más dinámica que la proyectada en el Informe de Política Monetaria pasado, aunque con un componente de gasto interno más débil. La evolución esperada de la inflación en el mediano plazo, por su parte, se mantiene dentro de los rangos previstos el mes pasado. La trayectoria de corto plazo de la inflación total presentará importantes altibajos, los que se derivan tanto de movimientos recientes en el precio internacional de los combustibles como de fuertes efectos de base de comparación. La inflación subyacente se mantendrá fluctuando en el rango 2,5%-3,0% durante los siguientes meses y cerca del rango 2,8%-3,2% entre el tercer trimestre de 2003 y el primero de 2004.
3. Dos son los desarrollos más importantes en el escenario internacional. Primero, a la trayectoria de paulatina recuperación de la economía mundial y de los términos de intercambio, se añade la depreciación más persistente del dólar en los mercados internacionales y una trayectoria negativa de las bolsas, en especial en Estados Unidos. En segundo lugar, durante las últimas semanas la situación regional, y en particular la de Brasil, ha evolucionado negativamente. Si bien por ahora este último factor no ha provocado signos de contagio financiero relevante—el peso mantiene cierta correlación con el real, pero sus movimientos son desde abril sustancialmente menores a los de esa moneda—el riesgo que los tipos de cambio se acoplen nuevamente no es despreciable.
4. En el ámbito interno los indicadores muestran que se mantiene la trayectoria de crecimiento prevista en el Informe de Política Monetaria como escenario central para el corto plazo. Especial mención merece el IMACEC de abril, con un crecimiento estimado en 12 meses de 3,9%, casi un punto más elevado al esperado un mes atrás. Indicadores de gasto como las ventas de casas y departamentos, importaciones de bienes de consumo y ventas de bienes de capital, señalan que el gasto se continúa expandiendo, aunque a una velocidad moderada, algo menor a la prevista en el Informe de Política Monetaria. Un foco de preocupación que ha emergido más recientemente es la desaceleración que muestran los indicadores de consumo de bienes habituales, a pesar de la evolución positiva del empleo. Las proyecciones de actividad de los analistas, por otro lado, han sufrido correcciones a la baja, especialmente para este año.
5. En vista de los antecedentes revisados, se proponen en esta reunión de política monetaria las alternativas de mantener la tasa de política monetaria o disminuirla en 50 puntos base.
6. Se propone descartar como opción un alza de la tasa de política monetaria ya que no existen antecedentes que ameriten una decisión de esa naturaleza. Se propone descartar como opción una rebaja mayor a los 50 puntos base, porque la información disponible no indica una desaceleración manifiesta de la actividad o del gasto, mientras que los riesgos que la inflación se mantenga en la parte inferior del rango meta de manera persistente son acotados. Se sugiere desechar una rebaja de 25 puntos base por considerarse que un movimiento de esa magnitud es algo pequeño que resulta de difícil comprensión, considerando la evolución reciente de la TPM. Asimismo, podría interpretarse como corroboración de piso para la tasa de política monetaria, lo que es inconveniente comunicar, considerando la incertidumbre reinante respecto de la evolución futura de la economía.
7. La mantención de la tasa de política monetaria aparece como la opción más apropiada, en la medida que se considere: (i) que la situación regional impone riesgos relevantes para la evolución de los distintos indicadores financieros, en particular del tipo de cambio, lo que a su vez tiene implicancias inflacionarias en un ambiente de márgenes que se mantienen comprimidos; (ii) que es más probable que la evolución reciente de los términos de intercambio y de recuperación internacional no sufra una reversión significativa; y (iii) que la evolución reciente de los indicadores de actividad son consistentes con una ulterior aceleración del gasto (y no viceversa).



8. Por el contrario, una reducción de la tasa de política monetaria sería la opción más apropiada si se piensa: (i) que los shocks regionales pueden tener efectos reales en la actividad más importantes que los efectos inflacionarios que genera el contagio financiero (es decir, que los shocks pueden ser en realidad deflacionarios); (ii) que el repunte en los precios de los commodities de exportación puede ser más bien transitorio y/o que se considera que existen riesgos relevantes de una trayectoria más negativa en la economía mundial; y (iii) que los indicadores parciales de gasto, en particular, del consumo habitual, que indican una mayor debilidad de la demanda interna, son consistentes con expectativas más pobres para la evolución futura de la actividad.
9. Una rebaja de la tasa de política monetaria también podría ser consistente con un enfoque más activista de la política monetaria. En este caso, en el escenario central se reducirían las tasas por un plazo más bien reducido.
10. En esta oportunidad existen varios temas de corte estratégico para la decisión de política monetaria. Primero, como es habitual, es relevante considerar las expectativas privadas. En la actualidad éste no es un elemento esencial, porque, aunque la encuesta a analistas y las tasas de interés de mercado indican que no se esperan cambios en la tasa de interés, un porcentaje de analistas (minoritario pero significativo) considera probable una rebaja de la tasa en los próximos meses. Luego, por este factor ninguna de las dos alternativas propuestas debiera producir sorpresas.
11. En segundo lugar, y más importante que lo anterior, se da el caso en esta coyuntura que la información que maneja el mercado respecto de la evolución de la actividad en el más corto plazo es particularmente distinta a la que maneja el Banco Central. Específicamente, el IMACEC que se publicará tres días después de la reunión de política monetaria sorprenderá, lo que dificultará la comunicación de un movimiento agresivo de tasas. Asimismo, la segunda quincena de importaciones de mayo es mayor a la que en general esperan los analistas.
12. Y en tercer lugar, considerando la diferencia de proyecciones de crecimiento que existe para el año próximo, la lectura que puede dar el público a una rebaja de tasas puede ser confusa—por ejemplo, ser entendida como que el Banco Central tiene información que sustenta una visión más pesimista. En otras palabras, el análisis presentado en el último Informe de Política Monetaria, la información acumulada, y una rebaja de tasas son realmente consistentes sólo si el Banco Central manejara nuevos antecedentes que sustentaran una visión más pesimista.

El Presidente ofrece la palabra para comentar sobre la exposición.

El Consejero señor De Gregorio señala lo siguiente:

Las cifras que nos presenta la Gerencia de División Estudios muestran, básicamente, la visión de la economía en general, consistente con lo que se tenía. Al igual que en meses anteriores, estamos enfrentados básicamente a dos alternativas: una, bajar la tasa de interés y la otra, mantenerla.

En el Informe de Política Monetaria presentamos proyecciones por sobre lo que el mercado espera para el crecimiento de este año, pero en particular para el próximo año. Si decidiéramos bajar la tasa de interés en un mes, en el cual el IMACEC sea muy superior a lo esperado por el mercado, podemos dar la sensación de que disponemos de antecedentes muy negativos sobre la evolución de la economía, lo que no es efectivo. O podría parecer una ratificación de que nuestras estimaciones han sido muy optimistas y hoy solo queremos validar dicha predicción agregando un mayor impulso monetario, lo que tampoco es efectivo. Por lo



dicha predicción agregando un mayor impulso monetario, lo que tampoco es efectivo. Por lo tanto, la lectura de una baja de tasa podría enviar señales confusas e interpretaciones que en mi opinión no son convenientes. Estas señales podrían, además, reducir la efectividad de una baja de tasa y dañar la credibilidad de nuestras políticas así como la de nuestras proyecciones. Sin embargo, creo que también hay razones para bajar las tasas. La única evidencia importante que se separa de nuestras proyecciones es que la demanda agregada está creciendo más lento de lo esperado, y en consecuencia, la recuperación del PIB está viniendo por el lado de las exportaciones. Por consiguiente, y en la medida que no se aprecien presiones inflacionarias significativas, habría espacios para reducir la tasa de interés. Sin embargo, al analizar los escenarios de riesgo, creo que las razones para bajar las tasas de interés se ven reforzadas, en primer lugar, por el mayor riesgo que enfrentamos en la economía doméstica de que la recuperación sea más lenta de lo esperado. Esto es lo que ha estado ocurriendo con bastante regularidad desde mediados del año pasado, en consecuencia, corremos el riesgo que la inflación, durante el próximo año, baje a niveles por debajo del 2%, lo que sería una desviación indeseada y se podría mal interpretar por el mercado.

El mayor escenario de riesgo desde el punto de vista externo, más allá de una desaceleración de la economía mundial aunque tal como se señalaba los indicadores de la economía mundial parece que están anticipando buenas noticias, son las repercusiones que pueda tener sobre la economía chilena una creciente turbulencia financiera en Brasil y en este sentido deberíamos anticiparnos a una situación como la ocurrida el año pasado. Durante el segundo semestre del año pasado, aún cuando todos los indicadores internos justificaban una baja de tasa de interés, el contagio de la situación argentina nos indicó ser prudentes y mantener la tasa de interés para evitar presiones adicionales sobre el tipo de cambio. Esta fue una señal de cautela en un escenario que, agravado por los sucesos del 11 de septiembre de 2001, era extremadamente inestable. En consecuencia, en un par de meses más podríamos vernos en una situación similar a la anterior, en el sentido de que aunque todos los indicadores de actividad sugieran un relajo monetario adicional, la turbulencia financiera promovería mantener la tasa de interés y eso es un problema. El problema es que a diferencia de Estados Unidos, por ejemplo, la inestabilidad financiera actúa como un shock de oferta muy negativo, deteriora la producción e introduce riesgos inflacionarios, además del shock de demanda. Sin embargo, algo que le agrega gravedad a este tipo de fenómenos es que si bien en el corto plazo parecen shocks de oferta, en un plazo mayor la desaceleración de la demanda, inducida en parte por el temor que surge en situaciones de alta incertidumbre, puede resultar además en presiones inflacionarias, aumentando el riesgo de no cumplir la meta en su parte inferior. Hay un sesgo conservador razonable en el corto plazo, que puede resultar exagerado mirado desde un plazo mayor.

Y esto me lleva a un último punto que quisiera enfatizar y es el impacto negativo que un desborde cambiario, como el que vivimos el año pasado, puede producir sobre la recuperación de la economía nacional. Le pedí a la Gerencia de División Estudios, hace un par de días, analizara el impacto sobre el escenario central de una desviación transitoria pero severa en el tipo de cambio. En particular se ha estado analizando un aumento del tipo de cambio del 10% en dos trimestres que se revierte completamente hacia el tercer trimestre en el escenario central. Mi impresión es que puede ser altamente contractivo y deflacionario, a pesar de ser un shock cambiario, los resultados aún no son definitivos pero claramente habría una reducción del crecimiento del PIB y tal vez más fuerte la reducción en el crecimiento del gasto, incluso después de que el shock ha pasado. Sospecho que este shock con demanda deprimida puede terminar reduciendo la inflación en el mediano plazo y es por ello que, tal como señalé ayer en la sesión de Pre Consejo, es importante tener una evaluación cuidadosa de la intervención cambiaria del año pasado y estar preparados e intervenir en los meses venideros, un período en el cual difícilmente enfrentaremos condiciones financieras externas más adversas. Es importante tener un mecanismo que evite lo que yo llamo la "adicción a la intervención", que es naturalmente indeseable, pero que fortalezca la efectividad de la política monetaria y por ello discutir la conveniencia de un mecanismo transparente, que constituya una política de reservas que propenda a la estabilidad, más que un intento de fijar un valor para el



tipo de cambio, lo cual es hoy día de suma importancia. Este punto no es menor ya que estamos en un período en el que la política monetaria debe ser el puntal de la recuperación de la economía, sin pretender afectar fuera de su ámbito las tendencias a largo plazo. En estos momentos está en juego la efectividad de la política monetaria como "el" instrumento de estabilización macroeconómica y debemos permitir que ello ocurra en el máximo grado posible. Eso no sólo incluye el nivel de tasa de interés sino la forma y el contexto en que esta baja se ha ido dando, así como las medidas que acompañan a un escenario de recuperación en un ambiente de inflación baja. Considero que en estos momentos es necesario tener más información para validar un escenario de riesgo como el que acabo de señalar, que tiene una cierta probabilidad, pero no me atrevería en estos momentos a afirmar que sea un escenario demasiado seguro que pueda justificar una baja de tasa y por eso creo que es prudente mantener la tasa de interés.

El Presidente señor Massad, sobre la base que las Minutas se publican tres meses después de la respectiva sesión, solicita la autorización del Consejero señor De Gregorio para que las referencias a la intervención cambiaria del año pasado no sean incluidas en la minuta de la sesión, pero sí que queden en el acta. El Consejero De Gregorio manifiesta su conformidad a lo solicitado por el Presidente.

El Gerente de Investigación Económica, señor Schmidt-Hebbel, señala lo siguiente:

Quiero referirme a la actual posición y a las opciones de política monetaria, considerando dos conjuntos de antecedentes: las novedades (news) producidas con respecto a la información disponible hace un mes atrás y las proyecciones de mediano plazo de crecimiento e inflación del aún inalterado escenario base del IPOM de mayo.

En relación a las novedades sobre la economía internacional, los últimos 30 días han traído innovaciones en variables internacionales relevantes para la economía chilena. Por su magnitud e implicancias para Chile, me referiré sólo al deterioro de América Latina.

En primer lugar está el deterioro financiero de Brasil, reflejado en un aumento de 300 puntos base en el spread de su deuda soberana, producto de una percepción más negativa de la doble sustentabilidad fiscal y externa del país y particularmente, de las mayores probabilidades de elección del candidato presidencial Luis da Silva. A esto, se agrega un deterioro creciente en otras economías latinoamericanas, entre las cuales destacan Venezuela, Uruguay y Perú. Más aún: Argentina se sigue deteriorando en el margen, lo que queda reflejado en un aumento de 700 puntos base en el premio de su deuda soberana durante los últimos 30 días. Finalmente, las probabilidades de una crisis bancaria generalizada están aumentando en varios países del Cono Sur, particularmente Argentina, Uruguay y Paraguay. En resumen, la proyección de crecimiento para 2002 del PIB de América Latina se ha corregido desde $-0,1\%$ a $-0,6\%$ en apenas 30 días y el spread soberano promedio de América Latina ha aumentado en más de 100 puntos base.

Como nos enseña la experiencia argentina que observamos desde comienzos del año 2001, el deterioro real y financiero de nuestros vecinos tiene cuatro efectos con potenciales implicancias para la conducción de la política monetaria:

- (1) contagio cambiario, reflejado en devaluación del peso chileno,
- (2) contagio financiero, reflejado en menores entradas netas de capitales y mayores premios al riesgo soberano chileno (que ya ha aumentado en 20 puntos base en el último mes),
- (3) menores exportaciones netas por caída en el crecimiento de nuestros socios vecinos, y
- (4) pérdidas de capital en las inversiones directas chilenas en dichos países y pérdidas accionarias de títulos nacionales.



Sólo el primero de los cuatro efectos tiene un impacto inflacionario, que justificaría, bajo ciertas condiciones (alto coeficiente de traspaso, elevada indización e inercia inflacionaria y luego importantes efectos de segunda vuelta, baja credibilidad de la meta de inflación) adoptar una política monetaria restrictiva. Los tres efectos siguientes que he mencionado tienen un impacto deflacionario, afectando negativamente el gasto interno y la inflación. En suma, la respuesta óptima de política monetaria a un deterioro de América Latina (con efectos financieros y reales sobre Chile) es ambigua pero, a la luz de nuestra experiencia del año pasado, podría motivar una política monetaria más expansiva

En cuanto a novedades de la economía chilena, cabe señalar que el mayor temporal del siglo de la zona central de Chile refleja un clásico shock temporal de oferta, cuyas consecuencias inflacionarias sobre los perecibles son revertidas en pocos meses. Más aún, éste constituye un shock favorable de mediano plazo sobre la actividad y los precios, particularmente en los sectores de electricidad y agricultura. Por tales razones, no corresponde reaccionar al temporal.

De mayor relevancia son las novedades referidas a las proyecciones de corto plazo para el producto, el gasto y la inflación. La proyección de crecimiento del PIB para el presente segundo trimestre de 2002 se ha corregido al alza, de 2,3% a 2,7%. Pero en sentido contrario, y en una magnitud mucho mayor, se ha ajustado la proyección de crecimiento del gasto para el segundo trimestre de 2002, desde +1,3% a -0,2%. Más aún, las expectativas de inflación se han ajustado hacia abajo. Las expectativas implícitas de mercado en los PRBC a un año han caído de 3,0% a 2,0% y las de nuestra encuesta se han ajustado a 2,6% en 2002 y 3,0% en 2003.

Ello plantea un creciente deterioro en las condiciones de demanda y, luego, menores presiones inflacionarias que las previstas en mayo.

Eso me lleva al tercer tema: las implicancias de la actual posición de política monetaria para las proyecciones de inflación de mediano plazo (2003), consistentes con el horizonte para el cual la política monetaria es efectiva. Nuestra proyección para el crecimiento en 2003 (5,8%) nos sitúa cada vez más fuera de línea con las del sector privado (y ciertamente con el 5% proyectado por el Ministro de Economía), y algo similar ocurre con las proyecciones de gasto e inflación. A la luz de las debilidades del gasto detectadas para el presente trimestre, estimo que los riesgos están crecientemente desbalanceados, por debajo de las identificadas en el escenario central del IPOM, para las variables gasto, producto y precios en el período 2002-2004.

Por otra parte, nuestra posición monetaria actual es claramente expansiva, con una tasa de política monetaria real ex ante de 1,0%. Más aún, a dicha tasa, proyectamos una inflación IPC e IPCX que se eleva levemente por encima del centro del rango meta, a 3,2%, hacia el final de nuestro horizonte de política.

En resumen, considerando la conjunción de las debilidades de la economía latinoamericana y sus posibles efectos de contagio sobre Chile; las mayores debilidades del gasto doméstico; la posición expansiva de la política monetaria; y la dinámica de fuertes rebajas de la tasa de política monetaria adoptadas en meses recientes; lo hacen estimar que se justifica mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual.

10



El Gerente de División Internacional, señor Jadresic, comparte las recomendaciones que se han hecho en el sentido que las opciones relevantes son las de mantener o reducir la tasa y que dentro de ese contexto hay más fundamento por la mantención de la tasa de interés en sus niveles actuales.

El único punto que, dentro de este contexto, cree que es necesario mencionar, es que le llamó la atención la recomendación de no considerar cifras de 25 puntos base en vez de 50 puntos base. Esto lo plantea desde un punto de vista no de la discusión particular de hoy día sino que como un punto general de decisión de política monetaria. En particular, el hecho de que el standard de modificaciones de la tasa de interés en las últimas reuniones de política monetaria haya sido de montos importantes y significativos, no tiene por qué ser un precedente para que, a futuro, necesariamente, se tenga que hablar siempre de ajustes mayores, tal como antes, el hecho que se habían hecho reducciones o aumentos menores no llevó tampoco a una inflexibilidad en el sentido de no poder hacer cambios un poco mayores. Supone que esa recomendación se refiere a este caso en particular y no en general, pero en caso contrario, expresa que en su opinión no debiera entenderse ésa como una recomendación más general respecto a cómo obrar en política monetaria.

A continuación y efectuada la votación correspondiente, se resolvió unánimemente mantener la actual tasa de interés de política monetaria.

En mérito de todo lo expuesto, el Consejo, por unanimidad, adopta el siguiente Acuerdo:

34-01-020613 – Tasa de Instancia Monetaria.

Mantener la tasa de interés de política monetaria en 4% anual. Asimismo, los tramos de la línea de crédito de liquidez permanecen inalterados.

IV. Comunicado

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió mantener la tasa de interés de política monetaria en 4% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez también permanecen inalterados en los niveles prevalecientes desde la reunión anterior.

En el ámbito internacional, la situación regional se ha tornado más incierta, lo que se ha reflejado tanto en la evolución de las monedas como en los premios por riesgo soberano de algunas economías. Sin embargo, las mejores perspectivas de crecimiento de la economía mundial se mantienen, observándose una paulatina recuperación de los términos de intercambio.

En el lado interno, los antecedentes más recientes sobre la evolución de la actividad son coherentes con el escenario central presentado en el último Informe de Política Monetaria, más que con escenarios alternativos. Las presiones inflacionarias se mantienen reducidas, previéndose algunos altibajos para la inflación anual durante los próximos meses. La inflación subyacente, en tanto, se mantiene bien asentada dentro del rango meta.



BANCO CENTRAL DE CHILE

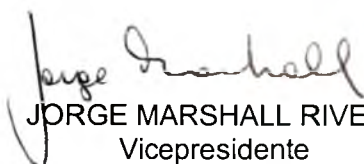
Sesión N° 34
Política Monetaria
13.06.2002

19.

El Banco Central continuará usando la política monetaria con flexibilidad de modo de confrontar las desviaciones que, en cualquier dirección, se proyecten 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 17,20 horas.



JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente



CARLOS MASSAD ABUD
Presidente



JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero



MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera



JOSE DE GREGORIO REBECO
Consejero



MARIA EUGENIA WAGNER BRIZZI
Ministro de Hacienda (S)



MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe





BANCO CENTRAL DE CHILE

**ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 35
DE POLITICA MONETARIA
celebrada el 11 de julio de 2002**

En Santiago de Chile, a 11 de julio de 2002, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Carlos Massad Abud, con la asistencia del Vicepresidente don Jorge Marshall Rivera y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina, señor Jorge Desormeaux Jiménez y señor José De Gregorio Rebeco.

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

Asisten también los señores:

Gerente General Subrogante, don Carlos Pereira Alborno;
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Jorge Carrasco Vásquez;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga;
Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;
Gerente de Análisis y Operaciones Internacionales, don Sergio Lehmann Beresi;
Secretaria Ejecutiva del Gabinete de la Presidencia, señora Cecilia Feliú Carrizo;
Jefe de Prosecretaría, señora 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° 34, celebrada el 13 de junio de 2002.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo el Proyecto de Acta de la Sesión N° 34, celebrada 13 de junio de 2002, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

II. Resolución sobre Minuta del Acta correspondiente a la Sesión N° 32, celebrada el 9 de mayo de 2002.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo la Minuta correspondiente al Acta de la Sesión N° 32, celebrada el 9 de mayo de 2002, la que se aprueba sin observaciones.

[Handwritten signature in blue ink]



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

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de enero de 2003, para el día 9 de ese mes.

IV. Exposición.

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

SINTESIS DEL MES

En las últimas semanas, se ha producido un deterioro marcado en los mercados financieros internacionales. Por una parte, en la región la incertidumbre política en Brasil sigue afectando el *spread* soberano, los índices accionarios y el tipo de cambio. Aunque en Argentina se ha producido algún mejoramiento en el mercado accionario y el cambiario, también se ha acrecentado la incertidumbre política y financiera, producto de la no resuelta salida del denominado "corralito". En otras economías de menor tamaño, persiste la desconfianza respecto a la estabilidad de los sistemas financieros locales. El negativo panorama de flujos de capitales hacia la región muestra nitidamente el grado de desconfianza respecto a las perspectivas de corto y mediano plazo.

Por otra parte, en el mundo desarrollado continúan las novedades respecto a problemas contables en empresas relevantes, lo que ha afectado los principales índices accionarios, devolviéndolos a niveles cercanos a los de septiembre del año pasado. La incertidumbre acerca de estos aspectos contables ha inducido a una mayor reticencia a las inversiones en renta variable, incidiendo, además, en una depreciación del dólar frente al yen y al euro mayor a la prevista hace algunos meses. El inicio esperado de un ciclo de alzas en las tasas de interés se ha postergado debido, por el lado de la Reserva Federal, a indicaciones mixtas respecto a la marcha de la economía real y, por el lado del Banco Central Europeo, a menores presiones inflacionarias gracias a la apreciación del euro. Por su parte, el precio de los principales *commodities* se mantiene dentro de los rangos esperados hace algunos meses.

En suma, el panorama internacional que enfrenta la economía chilena presenta un deterioro concreto por el lado de la situación regional, lo que se sigue reflejando en el mercado cambiario doméstico. El peso chileno se mantiene en niveles del orden de 4%, más depreciado respecto de mediados de junio, mientras que el *spread* soberano se ubica 90 puntos base por sobre su punto reciente más bajo, a mediados de abril. Los índices accionarios locales también se han visto contagiados por el pesimismo global y las turbulencias en Brasil. De la caída acumulada del IPSA en el año, aproximadamente 5% se puede atribuir a las turbulencias vecinales, correspondiendo el resto a factores probablemente asociados con el deterioro de la confianza en los mercados financieros desarrollados. Sin embargo, y a pesar del pesimismo reinante en los principales mercados financieros del mundo, las perspectivas de crecimiento para las principales zonas económicas son aún auspiciosas. Por ello, un entorno de crecimiento global más deteriorado, en particular en Estados Unidos, por ahora se mantiene como un escenario de riesgo.

Por el lado de la economía doméstica, aunque el crecimiento de la actividad estimado para el segundo trimestre (2,1% anual) se encuentra sólo algunas décimas por debajo de lo proyectado en el Informe de Política Monetaria más reciente (2,3% anual), es más de medio punto inferior a las estimaciones de hace un mes atrás (2,7% anual). A pesar del dinamismo de algunos sectores de exportación no tradicional, se estima que el impulso por parte de la demanda interna, en particular por acumulación de existencias, consumo e inversión, se



debilitó progresivamente conforme transcurrió el segundo trimestre. La información de actividad industrial de mayo y de importaciones para junio fueron particularmente débiles y por debajo de lo esperado, hechos no atribuibles únicamente a factores transitorios. Con todo, se espera que el crecimiento anual del gasto interno en el curso del segundo trimestre se haya ubicado en $-0,4\%$. Para el tercer trimestre no hay antecedentes duros, y el conjunto de proyecciones indican tasas de crecimiento anual para el PIB de entre $2,2\%$ y $3,2\%$, mientras que para el gasto el rango se ubica entre $0,7\%$ y $2,3\%$.

Finalmente, los mercados financieros en Chile han interpretado el conjunto de antecedentes anteriores como indicativos de la falta de presiones inflacionarias, lo que se ha visto afianzado por la reducida inflación de los meses recientes. Las perspectivas de corto plazo para la inflación, de hecho, se ubican por debajo de lo previsto hace un tiempo, a pesar del incremento en el tipo de cambio y los subsecuentes aumentos en algunas tarifas de servicios públicos y el precio interno de los combustibles. No se descarta, de hecho, que la inflación anual esté puntualmente por debajo de 2% en el futuro cercano. Las expectativas de mediano plazo, en tanto, se mantienen por debajo del centro del rango meta, en torno a $2,5\%$ anual.

Esta situación ha motivado una marcada caída en las tasas de interés reajustables de mediano plazo durante los últimos días, llegando las tasas del PRC-8 y PRC-20 a niveles de $UF+4,1\%$ y $UF+4,8\%$, respectivamente, cifras que no se apreciaban desde mediados de marzo recién pasado. La curva *forward*, en tanto, señala expectativas de una reducción de 50 puntos base en la tasa de política monetaria, lo que es compartido por una minoría de los analistas encuestados mensualmente.

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA

I. Escenario Internacional

El panorama internacional para el período 2002-2003 ha sufrido un cierto deterioro en las últimas semanas, principalmente por eventos acaecidos en la región, a lo que se agregan los problemas contables detectados en empresas de Estados Unidos de América y una incertidumbre algo mayor respecto del ritmo de recuperación de la economía de ese país. El empeoramiento de la situación financiera regional ha contribuido a aumentos en los *spreads* de deuda soberana, así como también a presiones sobre las monedas de las economías de América Latina y un número importante de otras emergentes.

En todo caso, pese a la existencia de indicadores contrapuestos, las estimaciones de actividad mundial prácticamente no se han modificado respecto de las previstas en junio pasado. Por el lado de un menor dinamismo, se encuentra como fuente de riesgo el mal desempeño de la bolsa norteamericana, hecho que, junto con la aparición de algunos indicadores de consumo con un comportamiento más débil al esperado, contribuyen a introducir cierta preocupación respecto a la dinámica de la recuperación de Estados Unidos. Sin embargo, la aparición de indicadores positivos respecto de inversión, actividad industrial y empleo en Estados Unidos, favorecen la consolidación de las proyecciones del escenario base. En el caso de Japón, Europa y Asia emergente, el crecimiento continúa liderado por el sector externo.

De este modo, las proyecciones de crecimiento mundial ponderado a paridad del poder de compra (PPC), se ubican en $2,7\%$ para este año y $3,9\%$ para el año 2003.

Al ponderar por los principales socios comerciales de Chile, respecto del pasado Informe de Política Monetaria, el crecimiento mundial se reduce en 0,2 puntos porcentuales para el año 2002, y en 0,1 puntos para el año 2003, consecuencia, principalmente, de las perspectivas cada vez más negativas para América Latina.



El complejo panorama de América Latina se asocia a la crítica situación de la economía de Argentina y a las turbulencias políticas en Brasil, país, que por su tamaño, tiene fuertes implicancias en la región. En consecuencia, se espera una caída del PIB regional de 0,8%, mayor a la prevista el mes pasado (-0,5%).

El mercado del cobre ha mostrado relativa estabilidad, con valores en torno a US\$0,74 por libra. Los recortes de producción programados para este año se han constituido en un soporte para el precio del metal, aunque el nivel en que aún se encuentran los inventarios impediría un aumento pronunciado y sostenido en su precio. Sin embargo, durante junio por primera vez en el año se registró una desacumulación en los inventarios agregados en las principales bolsas. Con todo, se mantiene la proyección anterior del precio de la libra del metal (US\$0,73 y US\$0,82 para 2002 y 2003, respectivamente).

El precio *spot* del petróleo, durante los últimos días, ha oscilado en valores equivalentes a los de abril y mayo (US\$25 por barril). Tal como se esperaba, la OPEP resolvió en su última reunión mantener las cuotas de producción, en tanto que gran parte de los países no OPEP también acordaron mantener los recortes establecidos en enero pasado. Como consecuencia de lo anterior, las proyecciones de US\$24 y US\$23 el barril para éste y el próximo año, se mantienen.

Los acontecimientos en Estados Unidos han retrasado las expectativas de aumentos en la tasa de interés de política, la que no se produciría antes de diciembre de 2002. Esto, junto con el pobre desempeño bursátil, ha significado la mantención de la depreciación del dólar respecto de las principales monedas duras y la disminución de los rendimientos de los bonos del tesoro de mayor plazo. Esta situación es validada por las expectativas de que el Banco Central Europeo realizará su primer incremento de tasas de interés a comienzos del último cuarto del presente año, dada la coyuntura de precios y actividad prevalecientes en Europa.

El empeoramiento de las percepciones sobre América Latina en las últimas semanas ha conllevado a un fuerte incremento en los *spreads* soberanos, aumento que no afecta en mayor medida el costo de financiamiento externo de Chile y otras economías emergentes, por cuanto se ha visto compensado, en parte, por la reducción de los rendimientos en Estados Unidos.

Las turbulencias en Brasil han tenido efectos adversos sobre los flujos de capitales hacia América Latina en general y Chile, en particular. Los flujos brutos hacia la región disminuyeron desde US\$4 mil millones, promedio mensual del período enero-abril 2002, a prácticamente cero en mayo. Un comportamiento similar está mostrando la inversión de cartera neta desde y hacia Chile.

II. Mercados Financieros

Desde la primera semana de julio, luego de conocerse el IPC del mes anterior, las tasas de interés de los documentos reajustables del Banco Central de largo plazo han retrocedido más de 20 puntos base, ubicándose en la licitación del 9 de julio en UF+4,1% y UF+4,8% para el PRC-8 y PRC-20, respectivamente. Esto contrasta con la trayectoria previa de las tasas de largo plazo, que mostraron incrementos importantes durante junio. La interpretación más razonable para este quiebre en la trayectoria es la consolidación de un panorama de reducidas presiones inflacionarias, que ha llevado a un segmento relevante del mercado a esperar reducciones en la tasa de política monetaria en el corto plazo.

Acorde con las expectativas de menores presiones inflacionarias, las tasas de interés de los documentos nominales también se han ajustado a la baja recientemente, con disminuciones del orden de 40 puntos base en la licitación del PDBC del 9 de julio. De esta manera, las expectativas respecto de la tasa de política monetaria que se deducen de la curva *forward*

msd
7/2



indican una reducción de 50 puntos base en la tasa de política monetaria en el corto plazo, para retomar una senda contractiva a partir del año 2003. Aunque la encuesta de expectativas de julio, calculada como la mediana de la muestra, presenta una tasa de política monetaria constante en lo que resta del presente año, existen opiniones divergentes entre los encuestados respecto de la situación actual, apuntando algunos a una reducción de 50 puntos base también en el corto plazo.

Con esto, ha perdido preponderancia el efecto de las turbulencias en la región sobre los mercados financieros en Chile, tomando mayor relevancia las expectativas sobre la política monetaria doméstica.

Desde abril el tipo de cambio observado muestra una depreciación de 8,9% (3% en junio), en línea con otras monedas de la región que también presentaron importantes pérdidas de valor, debido a la fuerte incertidumbre que generan las crisis de Brasil y Argentina.

Otra variable que también se ha visto afectada por estos acontecimientos han sido los premios soberanos. Estos presentan alzas durante junio de 70 puntos base en el caso de Chile y México, de 700 en Brasil y de 1.300 en Argentina. Por el contrario, las monedas duras presentaron, en igual período, apreciaciones respecto de la moneda norteamericana. Lo anterior implica que el TCM-5 presenta la mayor depreciación entre los tipos de cambio multilaterales, seguido por el tipo de cambio observado y el tipo de cambio multilateral.

Las expectativas para el tipo de cambio observado que se extraen de *Bloomberg* muestran una depreciación levemente superior al 1% para fines de año. Este hecho se aprecia desde hace algunos meses atrás, indicando que los agentes no esperan quiebres importantes en la trayectoria del tipo de cambio observado. Un resultado similar se extrae de los contratos *forward* peso-dólar a 30 días. Por el contrario, la encuesta de expectativas de julio indica una leve apreciación (1%) del tipo de cambio de aquí a diciembre.

Considerando las expectativas de inflación y de tipo de cambio de *Consensus Forecast*, se estima que a junio del presente año el tipo de cambio real se ha apreciado algo más de 3% respecto del promedio del 2001, mientras que el TCR-5 presenta una depreciación de 8% en igual período.

Los agregados monetarios de corto plazo exhibieron durante junio, nuevamente, variaciones mensuales positivas y por sobre lo proyectado, con lo que su variación en doce meses alcanzó niveles superiores a 10%. Las colocaciones totales, en tanto, registraron un retroceso durante junio, destacando, en todo caso, el crecimiento de las colocaciones hipotecarias.

Las tasas de interés de las operaciones de mercado han continuado traspasando las rebajas recientes de la tasa de política monetaria. Este fenómeno se ha observado especialmente en las tasas de colocación para plazos de 90 días a un año, cifra que alcanzó su nivel más bajo desde la nominalización. Para plazos superiores a un año, el mercado se encuentra distorsionado aún por efectos de portafolio transitorios asociados a la fusión de los bancos Santander y Santiago.

El recargo de los bonos corporativos mostró un leve aumento en junio, por la concentración de las transacciones en bonos de menor plazo y mayor riesgo. Así, la tasa de interés real media de estos instrumentos se situó en torno a 6,7%, algo por sobre el valor de los meses previos, en línea con la trayectoria del PRC-8.

En el caso de las letras hipotecarias, las tasas de interés presentaron durante junio una tasa promedio en torno a 6,2%. Las letras con tasas de emisión menor al 6% mostraron niveles cercanos a 6,1%, en tanto que las con tasas superiores a 6%, en 6,5%, ambos valores superiores a los del mes anterior.



En junio el IPSA tuvo una caída de 6,2%, que representó un acumulado en el primer semestre de -12,8%. Asimismo, el IGPA mostró una contracción de 2,6% (-7,3% durante el año). La evolución de estos índices se ha visto determinada por el efecto conjunto de las crisis de Argentina y Brasil, y la evolución de las bolsas internacionales. De hecho, al aislar los efectos regionales, el IPSA presenta una caída de 4% en junio, con un acumulado en el año de -7,7%.

III. Actividad y Empleo

Con información aún parcial, se reduce la proyección de crecimiento del PIB para el segundo trimestre, acercándose a los valores anticipados en mayo. De este modo, se estima una expansión anual de 2,1%, que se compara con el 2,6% esperado en junio y el 2,3% del Informe de Política Monetaria de mayo. Un ajuste también a la baja, aunque de magnitud menor respecto del mes pasado, tiene la proyección de crecimiento para la demanda interna (-0,4% en julio versus -0,2% en junio). Pese a esto, la información disponible continúa confirmando el cambio de tendencia en la demanda a partir del primer trimestre de este año (gráfico 7). Para el tercer trimestre, en tanto, el rango de proyecciones se ubica entre 2,2% y 3,2% para el PIB y 0,7% y 2,3% para el gasto.

Luego del importante aumento de abril, durante mayo la producción industrial se redujo 3,8% (12 meses), lo que a su vez afectó de modo significativo la proyección de actividad del segundo trimestre. Existen elementos puntuales que explican parte de la caída de mayo. El principal se refiere a la paralización de plantas —por motivos de mantención— en el sector refinerías de petróleo, que significó para mayo 1,5 puntos porcentuales de la caída señalada para el agregado de producción industrial. Durante junio, no es descartable que también existan repercusiones en la producción industrial referidas a esta paralización.

Demanda Interna

Durante mayo, la concreción de resultados menos alentadores que los de abril también se vieron en los indicadores de consumo e inversión. Pese a ello, no puede establecerse aún un quiebre de tendencia respecto de la recuperación planteada para la demanda y sus componentes. Esto, porque, medidos ya sea en niveles desestacionalizados o en sus velocidades de expansión trimestre a trimestre, los distintos indicadores disponibles continúan mostrando un panorama más alentador que el de fines del año 2001 y comienzos del año 2002.

En el caso de los indicadores de consumo habitual, las ventas industriales de este tipo de bienes (INE) aumentan 1,2% anual en mayo, consolidando una trayectoria plana a partir del cuarto trimestre del año 2001. Como contraparte, similar medición elaborada por SOFOFA, aumenta en 2,4% anual, observándose una sostenida recuperación de este indicador desde principios del año 2002.

Por su parte, las ventas de supermercados (CNC) continuaron con tasas de variación anual negativas (-2,8% en mayo), configurando una trayectoria claramente descendente desde mediados de 2001. Esta, no obstante, contrasta con lo que se aprecia en igual indicador del INE, que crece 13,3% anual en el mismo mes, y que, en términos desestacionalizados, muestra una trayectoria constantemente creciente en el mismo lapso.

Al mismo tiempo, las ventas del comercio minorista (CNC), compuestas en parte importante por el sector de supermercados, aunque tienen un aumento anual de 0,2% en mayo, se ven, en niveles, menores que las de comienzos de año. Los restantes componentes de este indicador muestran trayectorias estables y al alza, concentrándose estas últimas en sectores como el calzado y el vestuario.



Los indicadores de consumo durable, en tanto, continúan mostrando un sostenido crecimiento en relación con meses previos, pero desde niveles muy deprimidos. Así, las ventas de bienes de consumo durable del INE (-12,8% anual en mayo) ven crecer sus niveles desestacionalizados, luego del quiebre de tendencia que tuvieron en el primer trimestre del año. Para igual tipo de bienes, las ventas de SOFOFA aumentan 5,0% en doce meses, aunque con un ritmo de recuperación más moderado que el del índice del INE. Igual tendencia muestran las ventas de vehículos nuevos, que si bien caen 9,5% anual en mayo, presentan una velocidad de expansión trimestral de 8,6%.

Los indicadores de inversión, como ya fue señalado, se apreciaron más débiles en mayo respecto de abril, no obstante persisten por sobre los valores de fines de 2001. Así, las ventas de bienes de capital (INE) vuelven a mostrar un crecimiento anual negativo en mayo (-3,4%), aunque su velocidad de expansión trimestral se mantiene en niveles positivos (0,5%). Similar es el diagnóstico para las importaciones de bienes de capital, que caen 6,3% anual en mayo, pero con una velocidad de expansión de 2,5%, logrando romper levemente el estancamiento que mostraba este indicador en los últimos meses.

En el sector inmobiliario el panorama no es distinto al del resto de los indicadores de inversión. Las ventas de viviendas nuevas caen 2,4% anual en mayo y los *stocks* aumentan 5,8%. Con esto, los meses para agotar el *stock* pasan desde 13,7 en abril a 14,8 en mayo, pero están claramente por debajo de los más de 18 meses que promedió el primer trimestre. Por otra parte, los permisos de edificación habitacionales y de establecimientos anotaron importantes caídas anuales en mayo, produciendo una contracción en el margen.

Sector Externo

El volumen total de exportaciones aumentó 1,8% en mayo, por debajo de las estimaciones presentadas en la anterior reunión de política monetaria. Esto se debió a que los principales productos no cobre tuvieron una expansión de 12,7%, que, si bien es la más elevada entre los componentes, es menor que la que se esperaba. Por otra parte, las exportaciones totales distintas de cobre aumentaron en 8,0%, por debajo de lo previsto en la reunión de política monetaria de junio.

Respecto de las importaciones, durante mayo se observó una expansión de los volúmenes totales de 2,7%. Este se desagrega en una expansión de 11% en los bienes de consumo, 5,3% en los intermedios (dentro de los cuales, las importaciones de petróleo cayeron 13,1%) y 3,6% en los de capital.

Mercado Laboral

Durante el trimestre móvil finalizado en mayo, el mercado laboral mostró signos de deterioro. El empleo total tuvo una disminución entre marzo y mayo, trayectoria que vino a revertir la recuperación de los períodos anteriores. Esto también se dio en el empleo del sector privado, que en términos desestacionalizados se contrajo en 17 mil personas, luego de crecer desde noviembre de 2001.

El empleo en la mayoría de los sectores cayó en términos mensuales desestacionalizados, con la excepción del sector construcción que continúa con una tendencia al alza desde fines del año pasado. El sector industrial, que mostró la mayor caída de empleo durante el trimestre, acentuó la trayectoria decreciente registrada desde principios del año 2002.

Durante el trimestre marzo-mayo la fuerza de trabajo cayó en 15 mil personas en términos desestacionalizados. Ello provocó que la tasa de participación descendiera desde 52,8% a 52,6%, caída principalmente explicada por una menor participación de mujeres.



Gracias a lo anterior, la tasa de desempleo (9,1%) descendió respecto de igual período del año anterior (-0,05 puntos porcentuales). Más aún, en términos desestacionalizados, continuó disminuyendo (9,2% mayo versus 9,3% abril). Cabe destacar, además, que la tasa de desocupación en la Región Metropolitana (8,6%) disminuyó en el trimestre móvil marzo-mayo, tanto respecto del período anterior, como del de hace doce meses.

Política Fiscal

Producto de la reducción de la estimación de crecimiento del PIB para este año, desde 3,5% a 3,2%, el Ministerio de Hacienda anunció una proyección de déficit fiscal para 2002 de 0,7% del PIB, en vez del 0,3% considerado en la Ley de Presupuesto 2002 y del 0,6% estimado en mayo. Aunque la estimación de crecimiento es optimista, el efecto sobre el déficit contable del año se ve afectado por un supuesto de tipo de cambio relativamente apreciado.

Con todo, este mayor déficit fiscal sigue siendo compatible con el cumplimiento de la regla del superávit estructural del orden del 1% del producto.

IV. Precios y Costos

En -0,1% se ubicó la inflación de junio, significativamente por debajo de las proyecciones que se manejaron a lo largo del mes (0-0,1%) y de los pronósticos de los analistas del mercado (0,2%). Similar situación sucedió con el IPCX e IPCX1.

Los principales factores detrás de esta diferencia (0,2 puntos porcentuales para la proyección manejada internamente) estuvieron en un aumento menor del precio de los perecibles, pese al efecto que se suponía tendrían los temporales de comienzos de mes y que, en parte, se apreciaron en los precios mayoristas. Se sumaron descensos en el rubro de salud, principalmente productos de belleza. Adicionalmente, se presentó una caída en el costo financiero (-2,5%) relacionado al traspaso de menores tasas de interés, efecto que se ha apreciado durante todo el segundo trimestre, aunque con mayor fuerza en junio.

Como se señaló, para junio las expectativas de mercado indicaban una inflación, en promedio, 0,3 puntos porcentuales por sobre el registro efectivo del mes.

De acuerdo a la licitación del 9 de julio, la inflación esperada a un año, que se deduce del diferencial entre la tasa de los PRBC-360 y de los PDBC-360 se ubica en 2,1%, en tanto que el diferencial obtenido utilizando la TAB a un año, cae a 1,7%.

Por su parte, en la primera semana de julio, la encuesta de expectativas no reflejó cambios en la inflación esperada en doce meses, la que se mantuvo en 2,8%. A su vez, el diferencial de tasas entre el PDBC a dos años y la tasa de captación reajutable de uno a tres años, es de 2,7%, mientras que la encuesta de expectativas para igual plazo señaló 3%.

Durante mayo, el crecimiento anual de las remuneraciones nominales continuó con la tendencia decreciente registrada desde comienzos de año. Este hecho deriva de la evolución de la inflación a partir del cuarto trimestre del año 2001, que es incorporada a los salarios vía cláusulas de indización. De esta manera, el incremento anual de las remuneraciones por hora llegó a 4,8% (la menor desde noviembre del 2001), mientras que el del costo de la mano de obra se mantuvo en 5,0%.

Los salarios reales presentaron un cambio en la trayectoria decreciente registrada desde comienzos de año, producto de las bajas inflaciones obtenidas durante el año 2002.

9/2



PERSPECTIVAS

Escenarios de Inflación

El aumento en el tipo de cambio de las últimas semanas nuevamente introduce incertidumbre respecto de su traspaso a la inflación. Por lo pronto, se anticipa un aumento de \$10 en la tarifa de la locomoción colectiva el 15 de julio, lo que supondría un impacto inflacionario en torno a 0,15 puntos porcentuales entre este mes y el próximo. Este aumento se sumaría a otro en el transcurso del tercer trimestre, dependiendo de si el tipo de cambio se mantiene por sobre los \$690. Además, los servicios regulados que en sus cláusulas de reajuste incluyen ítems relacionados con el tipo de cambio —teléfonos, agua y electricidad— podrían tener aumentos en sus tarifas. Existe, además, un impacto más inmediato en el precio de los combustibles, los que durante las dos últimas semanas de junio aumentaron sus precios debido al incremento del tipo de cambio.

La suma de estos efectos provoca una revisión al alza en la inflación de julio, desde 0% que se anticipaba a mediados del mes pasado a 0,3%. Para agosto y septiembre, en tanto, la corrección es marginal. Con esto, finalizado el tercer trimestre (con altibajos en su interior), la inflación anual del IPC estaría por debajo de 2,0%. No obstante, hacia fines del año 2002, se espera volver a niveles más cercanos a 2,5%.

La tabla 4 presenta escenarios más extremos para el tipo de cambio, con trayectorias estables de \$720 y \$760 por dólar para los próximos nueve meses. Aparte del traspaso directo a tarifas reguladas, se supone un traspaso a la inflación subyacente IPCX1 que alcanza 20% luego de doce meses. Es importante destacar que estos ejercicios representan una cota superior, en el sentido que no consideran los eventuales efectos en el corto plazo sobre actividad y/o gasto, y consideran, además, la existencia de un ancla nominal. Los resultados indican que, de darse el escenario de mayor tipo de cambio, la inflación se acelera hasta 3,7% en marzo del año 2003. Gran parte de esta aceleración se da en el corto plazo, debido al incremento en las tarifas reguladas que llevan a la inflación mensual del IPC a cifras del orden de 0,6 mensual entre julio y octubre, *versus* 0,3 mensual en el escenario base. Es destacable el adelantamiento de los reajustes de la locomoción colectiva, que en los dos escenarios suman treinta y cuarenta pesos entre julio y octubre, respectivamente.

gla



Tabla 4: Proyección de Corto Plazo IPC e IPCX

Escenario I: Base

	% var. anual		% var. mensual		petróleo (US\$/barril)	TCO (\$/US\$)	micros
	ipc	ipcx	ipc	ipcx			
2002 Jun	2.0	2.7	-0.1	-0.1	24.0	674	
Jul	2.5	2.6	0.3	0.2	25.0	695	✓
Ago	2.1	2.4	0.4	0.3	25.0	692	✓
Sep	1.8	2.4	0.5	0.5	25.0	689	
Oct	1.9	2.2	0.2	0.2	24.8	686	
Nov	2.0	2.2	0.1	0.1	24.5	683	
Dic	2.4	2.5	0.1	0.3	24.2	680	
2003 Ene	2.5	2.6	0.0	0.2	24.1	680	
Feb	2.5	2.6	0.0	0.1	24.1	680	
Mar	2.4	2.6	0.4	0.5	24.0	680	

Escenario II: Tipo de Cambio \$720/dólar

	% var. anual		% var. mensual		petróleo (US\$/barril)	TCO (\$/US\$)	micros
	ipc	ipcx	ipc	ipcx			
2002 Jun	2.0	2.7	-0.1	-0.1	24.0	674	
Jul	2.5	2.6	0.3	0.2	25.0	695	✓
Ago	2.3	2.5	0.6	0.4	25.0	720	✓
Sep	2.1	2.6	0.6	0.6	25.0	720	
Oct	2.3	2.5	0.3	0.3	24.8	720	✓
Nov	2.6	2.6	0.2	0.2	24.5	720	
Dic	3.0	2.9	0.1	0.3	24.2	720	
2003 Ene	3.1	3.0	0.0	0.2	24.1	720	
Feb	3.1	3.0	0.0	0.1	24.1	720	
Mar	3.0	3.0	0.4	0.5	24.0	720	

Escenario III: Tipo de Cambio \$760/dólar

	% var. anual		% var. mensual		petróleo (US\$/barril)	TCO (\$/US\$)	micros
	ipc	ipcx	ipc	ipcx			
2002 Jun	2.0	2.7	-0.1	-0.1	24.0	674	
Jul	2.5	2.6	0.4	0.2	25.0	695	✓
Ago	2.5	2.7	0.8	0.5	25.0	760	✓
Sep	2.6	3.0	0.8	0.8	25.0	760	✓✓
Oct	2.9	3.1	0.4	0.5	24.8	760	
Nov	3.2	3.1	0.2	0.2	24.5	760	
Dic	3.6	3.5	0.1	0.3	24.2	760	
2003 Ene	3.7	3.6	0.0	0.2	24.1	760	
Feb	3.7	3.5	0.0	0.1	24.1	760	
Mar	3.6	3.5	0.4	0.5	24.0	760	

Escenarios de actividad

Handwritten signature and initials in blue ink.

**Proyecciones de corto plazo PIB y Gasto**

	2002.T1	2002.T2	2002.T3	2002.T4	2002
IPOM mayo 2002					
PIB	1,5	2,3	3,6	4,3	3,0
Gasto	-2,5	1,3	5,0	10,0	3,4
VARs					
PIB	1,6	2,1	3,2		
Gasto	-2,5	1,9	2,3		
Proyecciones sectoriales					
PIB	1,5	2,1	2,2	-	-
Gasto	-2,5	-0,4	0,7	-	-
FBCF	-2,0	1,2	-	-	-
Resto	-2,7	-	-	-	-
Exportaciones bs y ss.	6,0	9,7	-	-	-
Importaciones bs y ss.	-5,5	2,8	-	-	-

El señor Ministro de Hacienda propone estudiar el posible contagio que habría por el lado de la cuenta de capitales más allá del contagio que se ve a través de los spreads soberanos.

El Presidente señor Massad encarga al Gerente de División Internacional coordinar el estudio de este tema con las otras Divisiones del Banco. Enseguida, ofrece la palabra a los asistentes para comentar sobre la información entregada.

El Consejero señor Desormeaux señala que aunque la situación de Brasil es preocupante, cree que más importante aún es la percepción de que la bolsa americana puede caer otros 15 puntos más. Manifiesta que esto tiene consecuencias sobre la actividad, pero también va a tener efectos sobre las expectativas. Espera que ese escenario no se dé y señala que echa de menos un análisis al respecto. Porque en el escenario central aparece muy claro que se compensan los efectos de una demanda menos estimulativa con un tipo de cambio más depreciado, pero también hay escenarios alternativos que han ido incrementando su probabilidad y le inquieta un poco que pueda no dárseles el peso que corresponda.

El Vicepresidente señor Marshall manifiesta que desea formular una interrogante más que un comentario. Dice que tiene la impresión de que se debe hacer una discusión separada de dos temas. Uno, es por qué razón las proyecciones que había respecto del segundo trimestre quedaron tan distanciadas de la realidad. Señala que no se puede adjudicar como motivo a los fenómenos de las últimas semanas ni al ambiente internacional ni a la incertidumbre de Brasil; ni siquiera a que los términos de intercambio están levemente distintos a los que se proyectan, porque el error de la proyección en los términos de intercambio es más bien menor. Agrega que si algo de las cifras internacionales que había en la proyección del segundo trimestre se ha dado efectivamente, entonces cree que es distinta la respuesta a "por qué razón nuestras proyecciones quedaron tan distantes de la realidad, especialmente las proyecciones de gasto".

Un fenómeno distinto en el diagnóstico, a su juicio, es decir cómo cambia nuestro balance en la economía a partir de la información que el Consejero señor Desormeaux sintetizaba en esta percepción internacional, que está reflejada en una serie de



datos o en los errores contables, etc. Consulta si se pueden separar estos dos temas o por lo menos trabajar a nivel de hipótesis. Le da la impresión que ello evitaría un autoengaño pues se sabe que no es posible que el bajo gasto de abril haya sido causado porque en mayo cayó la bolsa de Estados Unidos, ya que eso no cuadra.

Manifiesta que se puede tener una hipótesis: decir que se pensaba, por ejemplo, que respecto a la incertidumbre internacional que se generó en América Latina, incluido obviamente Chile, con los atentados del 11 de septiembre de 2001, etc., se sobrestimó la velocidad en que esa incertidumbre iba a disiparse. Se pensó que ése era un fenómeno a corto plazo y como las bolsas se recuperaron rápidamente, se consideró que hacia noviembre o diciembre esa reacción de expectativa de los consumidores, de las bolsas, etc., iba a ser suficientemente robusta como para empujar la demanda durante el primer y segundo trimestre. Manifiesta que aparentemente se subestimó ese factor y esa incertidumbre se tornó mucho más permanente, por lo que esa podría ser una alternativa. Pero la hipótesis de que la política monetaria se demora en ser transmitida, era conocida, y cuando se modificó la tasa de política monetaria, se sabía cuáles serían los rezagos; por consiguiente, le cuesta pensar en buenas hipótesis para explicar ese fenómeno.

Su segunda pregunta relevante es ¿cómo cambia de aquí para adelante el fenómeno internacional nuevo, constituido por la crisis en Brasil, de la Bolsa en Estados Unidos, del ambiente financiero? Cree que hay que separar eso, porque aún cuando no existiese Brasil ni Estados Unidos, la pregunta que se debiera hacer posteriormente, teniendo un buen diagnóstico es ¿este error que cometimos en el segundo trimestre, es persistente o es un error simplemente en que nos demoramos en el momento en que la economía despegó? Señala que en algunas conversaciones con analistas ellos decían que el Banco Central de Chile estimaba que la economía va a despegar el segundo semestre, en tanto que ellos pensaban que iba a ocurrir el año 2003, o sea, hay un error de timing pero la trayectoria es la misma. Sobre estas dos preguntas señala no tener respuestas.

El Consejero señor De Gregorio cree que en los últimos meses se ha estado sobrestimando el crecimiento de la demanda y se han tenido peores noticias de las que se esperaban. Piensa que para el Informe de Política Monetaria de septiembre existe un desafío bastante grande para tratar de medir efectivamente qué es lo que está sucediendo con la demanda. Siente que tal vez no se han cuantificado los ajustes de stocks que han ocurrido en la economía chilena en los últimos años y a qué velocidad se cubren. Le gustaría tener una evaluación un poco más detallada y cree que parte importante va a ser el ejercicio que habrá que hacer cuando se presente el Informe de Política Monetaria de septiembre, tratando de alguna u otra manera de cuantificar y mostrar lo que ha pasado en el escenario externo, así como también la dinámica del ciclo interno, se puede cuantificar la evolución de la actividad, al menos lo que ha pasado en los últimos meses.

El Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés, manifiesta que la pregunta no es fácil de contestar, pero además de lo que ha expresado el señor De Gregorio, hay dos situaciones especiales que han sucedido: 1) cree que los flujos de capitales han sido básicamente cero, lo que es bastante exógeno, por un lado, y esa sequedad partió mucho antes que los problemas brasileños; 2) cuesta entender bien que la dinámica de empleo ha sido más lenta de lo que se esperaba, a pesar de los programas que se han iniciado. En doce meses lo que se ve es un problema de bases de comparación, pero en la punta, el crecimiento del empleo ha sido bastante exiguo, mucho más de lo que se estimaba inicialmente.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, hace presente que el diagnóstico de mayo apuntaba esencialmente a que estos componentes sensibles del gasto, como la inversión en maquinaria y también los inventarios, iban a seguir en ascenso como se había visto en los primeros meses. Manifiesta que lo que se ha visto hasta ahora es que el consumo durable y también la acumulación de existencias se transforma, han



seguido con un dinamismo algo menor, pero no cree que ahí esté el centro del asunto. Piensa que es más importante lo que ha ocurrido con la inversión que está bastante más plana, en particular las exportaciones de bienes de capital que se esperaba iban a incrementarse. Además, lo que ha afectado la creación de empleo es la desaceleración del consumo de bienes habituales. Expresa que esos son los dos fenómenos más relevantes que vienen desde hace un par de meses atrás.

El Presidente señor Massad formula un comentario refiriéndose a la sensación bastante distinta que existe hoy con respecto a la última reunión de política monetaria. Manifiesta reconocer que, por una parte, hay un grado de volatilidad en las cifras y, por otra, que hay un grado de deficiencia en las propias proyecciones. En cierta medida, dice, estamos sufriendo un poco el efecto de haber hecho proyecciones que resultaron ser muy optimistas respecto de la realidad, de las cuales hay que ir dando cuenta y buscando alguna manera de corregirlas con la mayor prudencia y cuidado posibles. Si se esperaba, a comienzos de año, que la economía iba a crecer 3,5% y ahora se está observando que la economía crece más lenta, en parte puede ser porque la propia proyección no era la más apropiada. Señala que si se observa el mercado, la gran mayoría de sus previsiones estaban por debajo de las proyecciones del Consejo, incluyendo el hecho de que una buena parte de las proyecciones del mercado apuntaban a que la economía se recuperaría más tarde de lo que aquí se creía, un punto que ya se ha mencionado, o sea, una parte de esta percepción tiene que ver con la realidad y otra parte tiene que ver con la forma en que aquí se ha proyectado la economía. Cree que en ambas hay que mejorar, pero de hecho lo que hoy día se observa es una inversión plana, bienes de consumo habitual cuyo consumo no crece, gasto lento, empleo lento, indicaciones un poco contradictorias en cifras distintas, como por ejemplo, cifras de ventas de supermercados de distintas fuentes y además enfrentamos un mundo con enormes interrogantes en este minuto. No recuerda haber tenido momentos de tantas interrogantes respecto de la forma en que se puede continuar desarrollando la economía hacia adelante. De hecho en el mundo, como ya se mencionó aquí, cabe el riesgo de una caída fuerte de las bolsas, ya que si, en realidad, existen problemas de alteración de las cifras contables de un alcance relativamente masivo, va a obligar a un ajuste de las bolsas, las que van a tomar mucho tiempo en recuperarse y va a existir una pérdida de confianza que alcanzará no sólo a las bolsas americanas donde se produjo el problema, sino a otras, y sin duda a los movimientos de capital hacia los países emergentes.

Si eso es así, señala que, sin duda, va a tener un efecto importante sobre la economía americana, alterando probablemente incluso la dirección del movimiento de esa economía, si el problema llega a ser de gran envergadura. Se menciona el nombre de altas autoridades del gobierno de Estados Unidos vinculadas a problemas de este orden, lo que contribuye a debilitar la confianza. Puede que eso sea una cosa transitoria, aunque realmente no se sabe, de modo que el grado de interrogantes que existe es extraordinariamente grande.

Piensa que el Informe presentado, en cierta medida, recoge ese grado de interrogantes, pero por la dificultad de hacerlo de manera muy detallada, se va a tener que esperar hasta el trabajo que debe presentarse al Senado, el Informe de Política Monetaria, para poder hacer un examen más a fondo de todos estos elementos y ver si se logra discernir de toda esta masa de información, a veces contradictoria, algunas tendencias que sean fundamentales para nuestra economía, pero, de hecho, le parece que hoy día existe una incertidumbre más alta que la que había tradicionalmente.

En el caso de Chile cree que, por ahora al menos, esa incertidumbre no tiene que ver con el signo, sino más bien con la magnitud de lo que pueda ocurrir en materia de inflación y en materia de actividad, pero eso podría variar si es que los efectos internacionales que se prevén, en particular en los Estados Unidos, llegan a tener una cierta gravedad. Su conclusión es que se está en un momento de mucha incertidumbre, que realmente es muy difícil saber, incluso internamente, qué pueda ocurrir en meses próximos. Se refiere al Ministro de Hacienda que está sometido a una fuerte presión para expandir el gasto, presión que ha



manejado exitosamente y está seguro que lo seguirá haciendo con la misma decisión con que lo ha hecho hasta ahora. Es un tema que para el Consejo es muy importante y tiene mucho que ver con las decisiones que deban tomarse. Piensa que todas estas incertidumbres no podrán ser despejadas en lo inmediato, pero cree que en el caso de Chile la incertidumbre está más bien en la velocidad que en el signo, y eso es algo mucho más fuerte y positivo de lo que se puede decir probablemente de un gran número de países en el mundo, ya que por lo menos, en este momento, el signo de la actividad no está en duda. Y de hecho, agrega, tasas de crecimiento como la que se proyectan para este año, son consideradas en el mundo como tasas de crecimiento muy exitosas. De hecho, dice, en las reuniones tanto de Londres como de Basilea en las que participó recientemente, se menciona la economía chilena como un ejemplo de destacado éxito en el manejo fiscal y monetario y también en todos sus fundamentos, incluida su tasa de crecimiento y su tasa de inflación, se consideran como activos muy importantes del país que hay que cuidar.

Lo que le sugiere este conjunto de hechos es que, si bien hay hoy día grandes interrogantes, cree que la sensación que le parece percibir es menos buena de lo que podría ser. Hay un cambio en dirección menos positiva de la que había en el mes anterior, que se justifica, pero no cree que se pudiera pensar en una percepción de algo muy grave o de algo muy negativo que se aproxima, porque la evidencia hasta ese momento no parece reflejarlo. Al mismo tiempo la evidencia sí parece reflejar que existe algún campo de acción para estimular un poco más nuestra economía.

El Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic, manifiesta que, en relación al escenario internacional, básicamente lo que se observa es un deterioro en el margen del escenario central y un incremento mayor en la incertidumbre, o en los riesgos, como se ha señalado. Los cambios en ese escenario ya se han reflejado, en cierta manera, en el aumento que ya se mencionó aquí de los costos del financiamiento externo, los spread de las empresas y del tipo de cambio, por lo que el escenario central se está viendo afectado. Pero sin perjuicio de eso, señala que lo principal se refiere a los riesgos potenciales hacia el futuro. Los principales riesgos en ese sentido son dos. Por una parte, que se observe un grado mayor de aversión al riesgo, por efecto de los escándalos contables de Estados Unidos y la situación de Brasil. Por otra parte, que la economía internacional alcance un menor crecimiento, particularmente por lo que se mencionó sobre la caída de la bolsa y, marginalmente, porque sí en Brasil las cosas se complicaran aún más, eso también podría tener efectos sobre la actividad, especialmente el próximo año.

Respecto a los efectos de la caída de la bolsa americana, cree que hay que hacer algunas consideraciones. Simultáneamente con la caída en el capital accionario se ha producido también un aumento en el valor de la riqueza financiera correspondiente a renta fija y también en el valor de las propiedades. Asimismo, las tasas de interés están a niveles muy bajos y el dólar se ha depreciado significativamente, factores ambos que contribuyen a atenuar el impacto negativo de la caída de la bolsa sobre la demanda. Por otra parte, los antecedentes que hay sobre el sector real en general vienen a confirmar los escenarios centrales que se venían proyectando hace un tiempo. De hecho, en la última semana, JP Morgan, después de la mayor parte de las caídas que se presentaron en la bolsa, hizo una revisión de las proyecciones de Estados Unidos para este año y para el próximo hacia el alza, del orden de tres décimas para este año y tres décimas para el próximo año, a pesar de tener estos antecedentes tan importantes.

Concluye que aunque hay un deterioro en el margen y un incremento en la incertidumbre respecto al escenario internacional, no es todavía algo que se pudiera apreciar como radical y sustancialmente diferente de lo que se preveía anteriormente. Todo lo que hace esto es más bien introducir una nota de cautela respecto del escenario internacional un poco mayor a la que había anteriormente. Desde esa perspectiva, cree que es importante no subordinar la importancia relativa de los desarrollos domésticos que mencionaba el señor Marshall anteriormente, los cuales se caracterizan por haber generado noticias más bien



negativas, las que desde esta perspectiva parecen tanto o más importantes que el deterioro observado en el escenario internacional.

El Consejero señor Desormeaux manifiesta que, desde el punto de vista de la riqueza, los deterioros en el mercado accionario y los aumentos de valor en el mercado de bonos son importantes, pero son menos importantes de lo que ocurra con el mercado de vivienda.

El señor Ministro de Hacienda comenta sobre lo que ha manifestado el Consejero señor Desormeaux. Dice no estar haciendo ninguna implicancia de política directa, ni en un sentido ni en otro, pero señala tener la sensación que, en mayor o menor medida, tanto los analistas como el Banco, el Ministerio e incluso el Fondo Monetario Internacional, han tenido la tendencia a sobrestimar producto y gasto. La proyección del 6% que plantea el FMI es consistente con una recuperación muy marcada del mundo en el año 2003, cuestión que es una interrogante. Pareciera ser, dice, que todos hubiéramos tendido demasiado a asumir que el patrón de normalidad es el de la nueva economía con crecimiento del 4% en Estados Unidos; que la selección de portafolio es la que hace que el mundo emergente reciba más capital; y que el crecimiento de Chile es del 6% ó 7%. Todos estamos pensando que el régimen normal es el otro, y una y otra vez, la realidad prueba que no.

Manifiesta tener la sensación que esta crisis comenzó con la crisis asiática y está probando tener bastante más histéresis que la que se quiera reconocer de buenas a primera. La fuerte recuperación que se observó durante el primer semestre del año 2000 en el mundo y en Chile, fue más la excepción que la regla. Poco después vino la crisis de Turquía, lo que probó que el problema de los mercados asiáticos no había concluido y que todavía quedaban economías con desequilibrios fuertes; la crisis argentina que todos conocen; la caída de las bolsas en Estados Unidos a partir del cuarto trimestre de 2000 y los atentados del 11 de septiembre.

Estas expectativas de que el régimen normal es el otro, también han llevado a que el debate nacional -aunque tiende a pensar que esto está predispuesto- se canibalice entre distintas opiniones que buscan la vara de plata. Entonces, agrega, unos esperan que la vara de plata la tengan ustedes; otros esperan que la tenga yo o nosotros; y otros esperan que la tenga también yo, pero por la vía contraria, que es una revolución microeconómica y bajas de impuestos. Cree que no hay ninguna vara de plata, y todas tienen riesgos y beneficios.

El Presidente solicita al Gerente de División Estudios que presente las opciones de política monetaria.

Al respecto, el señor Valdés señala lo siguiente:

1. En la reunión de política monetaria de junio, el Consejo decidió mantener la tasa de política monetaria en 4% anual. La decisión se fundamentó en que las perspectivas de inflación se mantenían en línea con lo presupuestado y las estimaciones preliminares de actividad del trimestre corriente se ubicaban algo por sobre lo previsto en el Informe de Política Monetaria. Se constató, sin embargo, que la demanda doméstica evolucionaba más lento que lo anticipado, en particular los indicadores de componentes más permanentes del gasto. Se consideró, asimismo, que existían riesgos de contagio financiero desde Brasil, cuya situación se había deteriorado, pero que aún no influía de forma clara en los indicadores financieros domésticos.
2. Desde la última reunión de política monetaria se han acumulado antecedentes en diversos ámbitos. Entre los más importantes se cuentan:



- La situación global continúa el curso previsto de aceleración en el crecimiento, esta vez con noticias que muestran que Asia está entrando en una fase de mayor dinamismo, compensando el desempeño de otras áreas. La evolución más probable de los precios de los commodities continúa en línea con lo esperado en reuniones pasadas. Los riesgos, sin embargo, se han tornado crecientemente más asimétricos: el riesgo de terrorismo, los problemas en el Medio Oriente (Irak) y la evolución de las bolsas, explicada por los escándalos financieros y de gobierno corporativo en grandes empresas de Estados Unidos, apuntan a escenarios alternativos de menor actividad y/o mayor aversión al riesgo por parte de los inversionistas.
 - La situación regional se ha deteriorado marcadamente. Lo que en la reunión anterior aparecía como un riesgo—un acople de las variables financieras domésticas con el riesgo Brasil—se ha materializado con relativa intensidad. La situación, no obstante, se mantiene en rangos compatibles con la estabilidad de precios y financiera. Los riesgos, sin embargo, aparecen como asimétricos, especialmente por la evolución que está teniendo la situación política en algunos países de la región (Brasil, Argentina, Perú, Colombia, Venezuela, Bolivia).
 - Los indicadores de actividad doméstica han sorprendido negativamente. Si bien las estimaciones muestran que se mantuvo un crecimiento trimestral positivo del gasto y del PIB durante el segundo trimestre, el dinamismo es considerablemente menor al que se estimaba hace un mes (4,4% versus 6,2% anualizado en el caso del PIB y 2,7% versus 4,1% en el caso del gasto). El gasto, en particular, está teniendo una evolución claramente por debajo de lo previsto en el Informe de Política Monetaria, lo que pone en duda, más allá de la situación internacional, la fortaleza del proceso de aceleración de la actividad.
 - En el lado inflacionario las holguras se han tendido a incrementar, al menos en el corto plazo. La evolución reciente de la inflación ha estado visiblemente por debajo de lo previsto mientras se mantiene un muy reducido impacto del tipo de cambio sobre la inflación. Dada la evolución de los distintos costos, los márgenes llegarían al nivel máximo de compresión observado durante el año pasado con un tipo de cambio nominal de 730. En la medida que se mantenga credibilidad en la meta de inflación, el tipo de cambio podría aumentar considerablemente durante un par de trimestres desde sus niveles actuales, sin poner en riesgo una trayectoria de la inflación consistente con los objetivos.
3. En vista de los antecedentes revisados, se proponen en esta reunión de política monetaria las alternativas de mantener la tasa de política monetaria o disminuirla en 50 puntos base. Se propone descartar como opción un alza de la tasa de política monetaria ya que no existen antecedentes que ameriten una decisión de esa naturaleza.
4. Una reducción de la tasa de política monetaria sería la opción más apropiada si se considera que la actividad, y en particular el gasto, están en una senda menos dinámica que la anticipada, con consecuencias deflacionarias que más que compensan las presiones de costo asociados a los aumentos recientes del tipo de cambio, aún en el caso de ser persistentes. Las estimaciones indican que las consecuencias inflacionarias de una depreciación persistente y de magnitud como la observada hasta ahora (6% respecto del escenario del IPOM), son algo menores a los efectos que en sentido contrario tiene una mayor brecha acumulada de 1,5% (respecto de la prevista en el IPOM) en el horizonte habitual de 24 meses. A esto se agrega la holgura que ha generado una inflación menor a la prevista, que deja prácticamente el rango meta completo para acomodar los efectos de ajustes de precios relativos. Adicionalmente, cabe mencionar que la rebaja de tasas es consistente con la aparente menor probabilidad de un escenario de mayor expansión fiscal.



Ampliar el grado de expansividad de la política monetaria también es coherente con un escenario en que la depreciación observada tiene un carácter más bien transitorio (p.ej., de un par de trimestres) y la evolución de la actividad es menos robusta. En este caso, los efectos deflacionarios de la menor actividad persisten en el horizonte relevante, ya que los márgenes se descomprimen con la posterior apreciación.

5. Por otro lado, la principal justificación para la mantención de la tasa de política monetaria es la posibilidad de que se den escenarios de riesgo que requieran de una reversión a las políticas en el corto plazo. Además de que los escenarios que motivan una reversión de políticas se hacen más probables con una reducción de la tasa de política monetaria, existen efectos negativos que limitarían la efectividad y eficiencia del accionar del Banco Central (por ejemplo, por efectos en credibilidad), en un evento en que se rebajan las tasas y al poco tiempo se revierte el curso de política. Esto ciertamente limitaría el rol contracíclico de la política monetaria.

Los escenarios de riesgo más relevantes para estas consideraciones son un deterioro aún mayor en la situación regional y un eventual incremento de la aversión al riesgo por parte de los inversionistas internacionales en general, provocado por un aumento de la tensión que se observa en los mercados de capitales. En ese caso se podría configurar una escalada cambiaria, que requeriría de acciones por parte del Banco Central en la medida que la meta de inflación perdiera su rol de ancla nominal. Este escenario toma relevancia por el periodo de turbulencias por las que atraviesa la región.

Por otra parte, el caso particular de una aceleración del crecimiento mundial, con un incremento asociado en los términos de intercambio, no representa, por el momento, un riesgo que justifique la mantención de la tasa de política monetaria. En principio, una situación de esta naturaleza probablemente se reflejaría en los precios de activos, como el tipo de cambio, con el consiguiente desacoplamiento de la economía chilena respecto de la situación regional. Además, estos desarrollos serían plenamente consistentes con un ulterior menor impulso de política macroeconómica.

6. No son obvios los argumentos para desechar como opciones una rebaja mayor a los 50 puntos base, por ejemplo de 75 puntos base, o una menor, de 25 puntos base. De hecho, ambos movimientos podrían explicarse con fundamentos similares a los que se presentaron para una rebaja de 50 puntos base, complementados con escenarios de riesgo particulares. Existen, no obstante, motivos que pueden hacer más recomendable la alternativa de 50 puntos base.
7. Se podría recomendar una rebaja de 25 puntos base (en vez de 50 puntos base) en vista del riesgo de desanclaje cambiario que se describió anteriormente. Sin embargo, algunas consecuencias de este riesgo—como el de reversión de política—se pueden asociar a un costo que tiene un componente más bien fijo, que no se incrementa proporcionalmente si la rebaja es 25 o 50. Por otro lado, se podría argumentar que un movimiento de 75 puntos base es adecuado en vista de la evolución de la inflación y la actividad y, además, se piensa que el shock cambiario es mayoritariamente transitorio. No obstante, también se puede argumentar que los riesgos que el shock cambiario sea más persistente y/o se den escenarios de aún mayor volatilidad, pueden ser mayores a los riesgos que involucra retrasar una rebaja mayor a 50 puntos base.
8. Respecto de consideraciones estratégicas, en esta oportunidad cabe destacar que el mercado maneja información similar a la del Banco Central, lo que facilita la comunicación de la decisión. El mercado, además, espera mayoritariamente una rebaja de 50 puntos base, expectativa que se formó, a diferencia de ocasiones anteriores, sólo algunos días previos a esta reunión de política monetaria. Una rebaja de esta magnitud, por lo tanto, no debiese tener mayores efectos sobre las tasas de interés y el tipo de cambio, movimientos que ya se observaron durante esta semana. Considerando el estado de relativa mayor



sensibilidad en que se encuentra el mercado, un movimiento diferente al esperado podría tener efectos menos predecibles que lo habitual.

El Presidente ofrece la palabra para comentar sobre la exposición.

El Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel, desea referirse a la actual posición de la política monetaria y a las opciones de cambio de política, a la luz de las novedades producidas con respecto a la información disponible hace un mes atrás, en la reunión de política monetaria del 13 de junio. Al respecto, señala lo siguiente:

En primer lugar, las novedades de la economía internacional. Aunque las proyecciones de crecimiento agregado a la economía mundial y de nuestros socios comerciales no han cambiado mayormente, se observa un deterioro significativo en Latinoamérica, en los mercados financieros internacionales y en los mercados de materias primas.

América Latina es el continente enfermo del mundo. Su deterioro económico, financiero y político es mucho más intenso de lo anticipado hasta hace poco. La recesión se refleja en una caída proyectada del PIB regional de América Latina y del Caribe de 1% para el año 2002. Los spreads soberanos han aumentado, los índices accionarios han caído, los flujos de capitales a la región se han secado y los tipos de cambio se han depreciado, todo ello muy significativamente, respecto de lo observado hace un mes atrás. A eso se agregan situaciones políticas muy deterioradas, con gobiernos populistas que ya están en el poder o están a punto de ganar elecciones en varios países de la región. Y donde no hay populistas, hay gran inestabilidad política, guerra civil o crisis financieras.

Los mercados bursátiles internacionales han acusado la explosión de escándalos financieros y de gobierno corporativo en Estados Unidos, con caídas de 10% en los índices accionarios de Estados Unidos y de 3% a 8% en otras bolsas de países desarrollados, reflejando desconfianza en la información contable, dudas en la intensidad de la recuperación de la economía mundial y, por ende, una creciente preferencia por activos de renta fija.

Finalmente, los principales componentes de nuestros términos de intercambio se siguen deteriorando. El precio del cobre ha disminuido en 0,5% desde junio y el precio del petróleo ha aumentado en 6,2% en lo que va de julio en comparación con junio, marcando una notable caída de casi 7% en esta buena proxy de nuestros términos de intercambio.

Los efectos regionales pesan para Chile mucho más allá de lo que refleja el comercio con la región. En la reunión de política monetaria del mes pasado mencioné que el deterioro real y financiero de nuestros vecinos tiene cuatro efectos con potenciales implicancias para la conducción de la política monetaria: el contagio cambiarlo, el contagio financiero sobre premios soberanos y flujos de capitales, las menores exportaciones netas y las sustanciales pérdidas de capital en las inversiones directas chilenas en dichos países y pérdidas accionarias de títulos nacionales. A esos efectos debemos agregar ahora las pérdidas de riqueza nacional por deterioro de términos de intercambio y las pérdidas de capital accionario de empresas chilenas que cotizan en Nueva York y de las demás que sólo cotizan en Chile, por el movimiento mundial de portafolio hacia activos de renta fija.

Sólo el primero de los seis efectos mencionados, la devaluación cambiaria tiene un impacto inflacionario, que justificaría, bajo ciertas condiciones, adoptar una política monetaria restrictiva. Los cinco siguientes efectos del deteriorado entorno internacional que he mencionado tienen un impacto deflacionario, afectando negativamente el gasto interno y la inflación. En suma, la respuesta óptima de política monetaria a un deterioro de América Latina (con efectos financieros y reales sobre Chile) es ambigua, pero a la luz de la predominancia de los efectos deflacionarios, y a la luz de nuestra experiencia del año pasado durante la



transitoria devaluación por la caída de Argentina, se justificaría adoptar una política monetaria más expansiva.

En relación a la economía chilena, el deterioro internacional descrito se ha hecho sentir sobre ella, particularmente en sus indicadores financieros. Hoy los spreads sobre los bonos soberanos Chile 09 y Chile 12 están aproximadamente 50 puntos base por encima de sus niveles de hace un mes atrás, considerando la leve recuperación observada en los últimos días. La bolsa chilena ha caído un 10%, mucho más a la par de la evolución de los índices accionarios de Estados Unidos que los de Japón o de la Zona Euro. El tipo de cambio nominal se ha depreciado en 4,4% en las últimas cuatro semanas.

De gran relevancia son las novedades referidas a las proyecciones de corto plazo para el producto, el gasto y la inflación. De acuerdo con el Informe de la División Estudios presentado aquí, la estimación del crecimiento anualizado trimestral para el segundo trimestre recién cerrado se redujo de 6,2% a 4,4% en el caso del PIB y de 4,1% a 2,7% en el caso del gasto interno. El gasto y el producto están teniendo una evolución claramente por debajo de lo previsto en el Informe de Política Monetaria, lo que pone en serias dudas, más allá de la situación internacional, la fortaleza del proceso de aceleración de la actividad.

Recordemos que la proyección de crecimiento del PIB para comienzos del año 2003 en nuestro IPOM de mayo es de casi 6% y casi constante para los siguientes cuatro trimestres. Si nuestra mejor proyección hoy día para la tasa de crecimiento en 12 meses fuera de 2,5% para fines de 2002 y comienzos de 2003, dicho valor estaría fuera del 90% del rango del intervalo de confianza graficado por la proyección de crecimiento en el Informe de Política Monetaria de mayo. En otras palabras, a la luz de los antecedentes objetivos y las proyecciones de crecimiento del mercado, el escenario de riesgo negativo del Informe de Política Monetaria de mayo, de muy baja probabilidad de ocurrencia, ha pasado a ser cercano al escenario central que debemos considerar ahora.

Esta significativa debilidad de la actividad y el gasto doméstico ya encuentra su confirmación en la evolución de la inflación total y subyacente. La evolución reciente de la inflación ha estado visiblemente por debajo de lo previsto, mientras se mantiene un muy reducido impacto del tipo de cambio sobre la inflación. Las expectativas de inflación implícitas de mercado a 12 meses, en los PRBC a un año, han seguido cayendo a un rango que ha fluctuado entre 1,5% y 2,2% durante la última semana.

Con respecto a las implicancias para la política monetaria, a la luz de los antecedentes, se justifica un relajamiento significativo de la política monetaria. Ello por los siguientes cuatro motivos: i) la corrección de los determinantes exógenos del gasto y de la actividad llevarán a una corrección muy significativa de las proyecciones de crecimiento del PIB y del gasto para el año 2003. Ello lleva a mayores holguras para reducir la tasa de política monetaria ahora. La corrección del gasto y del crecimiento para 2003 será tan sustancial que un relajamiento significativo no pone en peligro la meta de 3% de inflación en el mediano plazo (2003 y 2004); ii) Al acercarnos a tasas de interés nominales más bajas, cercanas a cero, se hace necesario implementar reducciones más agresivas, para evitar caer en el rango de inflaciones y tasas cercanas a cero (véase el argumento en el reciente trabajo de Ahearne et al., Federal Reserve Board, Junio 2002, sobre la experiencia japonesa); iii) El mercado tiene internalizada una reducción de la tasa de 50 puntos base, lo que está reflejado en las tasas de interés de mercado y en el tipo de cambio, observados ayer y hoy. Por lo tanto, 75 puntos base sólo conllevaría un pequeño factor sorpresa; iv) Reducir la tasa de política monetaria en 75 puntos base, eventualmente permitiría considerar una mantención de la tasa por un período más prolongado, permitiendo evaluar el traspaso de tasas al sistema financiero y sus efectos sobre el gasto.

No obstante, una reducción de la tasa de política monetaria también conlleva cuatro riesgos: a) Una política que resulte exageradamente expansiva, particularmente si se



materializa un escenario de fuerte recuperación del gasto y del producto, con consecuencias inflacionarias. Estimo que este escenario es de probabilidad menor. Sin embargo, de materializarse este escenario, debería llevar a una política de alza de tasas fuertes y rápidas, que sería perfectamente factible de implementar; b) Devaluación cambiaria. Estos efectos deberían ser pequeños, debido a que el mercado ya ha internalizado una reducción de 50 puntos base, con los consiguientes efectos cambiarios; c) Efecto sobre salida de capitales, reduciendo presumiblemente la disponibilidad neta de capitales externos. Este efecto podría ser importante si el país enfrentara una restricción cuantitativa al endeudamiento externo. Sin embargo, a la luz de los moderados premios al riesgo soberano y a la posibilidad de emisión de deuda externa pública y privada, cabe interpretar la escasa entrada de capitales externos a Chile más bien debido a una reducida demanda doméstica por recursos externos que a una restricción de la oferta externa; d) Un agravamiento de la situación financiera internacional y regional.

Haciendo un balance de los cuatro factores que justifican una política monetaria más expansiva y los cuatro factores de riesgo asociados a ella, recomiendo considerar una reducción de la tasa de política monetaria en 75 puntos base.

El Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic, comparte el análisis y la recomendación hecha por el Gerente de la División Estudios, en términos de considerar rebajas de tasa y en particular de 50 puntos base. Tal vez el único punto de diferencia respecto a su presentación es que le parece que un riesgo más relevante a considerar, en relación a lo que se ha planteado, es un riesgo de recuperación más lenta en la actividad mundial por las razones que ya se discutieron anteriormente. Sin perjuicio de eso, comparte que en caso de materializarse ese tipo de riesgo, siempre se puede reaccionar con la política monetaria, por lo tanto, no es algo que incida o que tenga la máxima importancia para efectos de la decisión que se discute hoy.

Respecto al planteamiento de reducir la tasa de interés en una magnitud mayor, cree que en esto es importante no sobre-reaccionar a la información disponible que existe actualmente. Desde el punto de vista del escenario internacional, señala que efectivamente ha habido un deterioro, pero los cambios, como también ya se discutió, no son tan dramáticos. Hay un deterioro en el margen y una mayor incertidumbre respecto al crecimiento mundial y también respecto a la situación financiera, pero es una situación que no cambia en forma radical el escenario ya planteado. Desde el punto de vista del escenario doméstico, observa que hay un crecimiento más lento, pero cree que es importante recordar que hace poco tiempo atrás se tuvo cifras importantes de crecimiento, lo cual ilustra que estas cifras van siempre fluctuando con bastante ruido y por lo tanto, se debe tener cuidado de no reaccionar en exceso. Por estas razones, cree que para considerar bajas mayores convendría disponer de antecedentes adicionales.

El Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera, también comparte lo expuesto por la División Estudios, manifestando que si efectivamente estas últimas cifras son las que marcarán la pauta de los desarrollos de los próximos meses, no hay mayores riesgos en disminuir la tasa de política monetaria en forma moderada en esta oportunidad y reevaluar esta decisión en las próximas reuniones. En el escenario de turbulencias regionales, resultaría más prudente avanzar, en esta dirección, en forma más pausada.

El Gerente General, don Camilo Carrasco, se pregunta "qué es prudente hacer en este momento tan incierto". En relación con esa incertidumbre, opina que igual como en la cuenta de capitales, tampoco se puede medir la incertidumbre solamente del spread; y la incertidumbre que hay a nivel mundial, en toda la parte económica, tampoco se puede medir por las proyecciones que hacen los analistas internacionales. Cree que aquí hay otros elementos que lamentablemente no se sabe cómo medir, pero que son muy importantes. Cuando se empieza a hablar ya de peligro de crisis global o hasta de peligros de deflación,



cree que hay que tomar en cuenta también ese tipo de riesgo. Ante ese escenario, no ve riesgo alguno en ser más agresivo en la política monetaria, por eso, dice estar más en la posición del señor Schmidt-Hebbel, de rebajar la tasa de política monetaria en 75 puntos base.

El señor Ministro de Hacienda señala que tal como no es posible exagerar los efectos de cambio en la tasa sobre la actividad, tampoco es posible exagerar los efectos del cambio en la tasa de interés sobre el tipo de cambio. Los factores de costo no son despreciables, sin embargo, la tasa de interés tiene, en rangos normales, efectos contradictorios sobre el tipo de cambio: uno a través de los efectos sobre las decisiones de portafolio y otro a través de los efectos sobre la actividad.

Manifiesta estar claramente consciente que la política monetaria es poco efectiva para detener los ataques cambiarios cuando se producen. Los ataques cambiarios siempre se producen cuando hay un cambio de información muy importante y son bastante independientes del nivel de la tasa de interés previo al ataque y que, de todas formas, habrá que aumentar significativamente la tasa de interés. Cree que en una economía con un equilibrio razonablemente bien fundamentado, los cambios en la tasa de interés no tienden a producir por sí mismo ningún tipo de trayectoria preocupante sobre el tipo de cambio. Agrega que obviamente nosotros no somos tan favorecidos como la economía americana o europea en el sentido de que la deflación de los activos de renta variable se ha compensado parcialmente con un alza en el precio de los activos de renta fija, lo cual se ha traducido en una baja del rendimiento de estos activos. Esto ha compensado el efecto de la pérdida de riqueza. Pero para nosotros, dice, tampoco el escenario ha sido tan desafortunado frente al aumento del riesgo sistémico, como el caso de economías que han reaccionado con caídas en el precio de los activos de renta variable y fija. Si algo, en el margen, se ha visto en nuestro país que la renta fija se sostiene bien, lo que nos hace estar relativamente tranquilos en términos de que los efectos que tienen los movimientos internacionales sobre la renta variable, no debieran tener un efecto muy significativo sobre los activos de renta fija en Chile.

Y el último punto es que claramente la caída de la bolsa en Estados Unidos podría tener no sólo un efecto contractivo sobre la economía mundial, sino también, como decía el Consejero Desormeaux, un efecto negativo sobre la inclinación hacia el riesgo. Francamente, dice, le cuesta imaginar un escenario de ese tipo sin una reacción de la política monetaria americana, tal como ocurrió en octubre de 1998 y en septiembre de 2001. Por lo tanto, él cree que la decisión monetaria que se adopte hoy día, independiente de cuál sea, sea en su propio mérito y sin fantasmas, que cree que están poco ligados a que los cambios sean 25 puntos más o 25 puntos menos.

El Consejero señor De Gregorio manifiesta lo siguiente: No es necesario repetir el muy buen análisis que nos ha presentado la División Estudios, pero la actual coyuntura se resume en lo siguiente: a) La actividad está más lenta de lo anticipado, en particular, la demanda interna. Más aún, es difícil explicar con el escenario actual las razones para esta debilidad. Por último, los meses de mayo y junio son inesperadamente débiles. Tal como lo plantea el Gerente de la División Estudios "los indicadores de actividad han sorprendido negativamente"; b) No existen riesgos de presiones inflacionarias en ningún plazo futuro, y en los próximos meses muy probablemente la inflación estará por debajo del rango meta. Como lo expone la División Estudios "las holguras han tendido a incrementarse, al menos, en el corto plazo".

En este escenario es necesario ahora preguntarse los riesgos en estas dos variables.

Desde el punto de vista inflacionario, el mayor riesgo es permanecer por un tiempo prolongado en la parte inferior del rango meta, con posibilidades de pasar por debajo de él, debido a debilidad de la demanda. Es así como interpreto la reciente evolución del IPC,

3/12



que si bien es de corto plazo, algo nos indica la dirección de las presiones inflacionarias en el mediano plazo.

El único riesgo inflacionario puede provenir por el lado del alza del precio del petróleo y una sobrereacción cambiaria severa. Sin embargo, ambos factores son contractivos, con lo cual sus efectos directos se podrían ver compensados, en parte, por las menores presiones de demanda.

Desde el punto de vista del nivel de actividad, hay un conjunto de riesgos, algunos de los cuales ya se han ido evidenciando. Al respecto, cabe mencionar los siguientes factores: 1) La recuperación de la economía de los Estados Unidos puede tornarse más lenta, producto de los problemas de confianza que se generan a partir de los recientes escándalos financieros. Algo de eso se ha observado en la evolución de los mercados accionarios y la evolución de las tasas largas; 2) La situación regional está muy débil y no hay perspectivas de mejoramiento durante este año. Esto además ha impactado severamente los flujos de capitales y, por lo tanto, sus efectos serán duraderos.

Por consiguiente, en un escenario de debilidad económica, con la inflación bajo control y con expectativas de situarse por debajo de un 3% sistemáticamente en nuestro horizonte objetivo, creo que hay buenas razones para proponer bajar la tasa de interés, con el propósito de dar un impulso adicional a la demanda agregada y centrar las perspectivas inflacionarias en el centro del rango meta. En todo caso, deseo descartar algunas razones que se pueden dar para no bajar tasa.

En primer lugar, puede haber cierta cautela ante la posible evolución del tipo de cambio. Sin embargo, el mercado ha incorporado una baja de tasa de 50 puntos base y no se han percibido problemas en este ámbito. Además, precisamente la flexibilidad cambiaria existe para dar mayor autonomía a la política monetaria.

En segundo lugar, se puede pensar que la política monetaria ya no es efectiva, algo que en mi caso no creo, pero creo que hay que hacerse cargo del punto. La reacción de las tasas largas a la posible baja de hoy, es una demostración de que aún estamos lejos de una posición en que la política monetaria pierde efectividad. En último caso, incluso si alguien piensa que una baja de tasa es inefectiva, eso no basta, porque habría que argumentar por qué sería dañino bajar las tasas.

Lo que me queda a continuación es dar mi opinión de cuánto creo que debiera ser la magnitud de la baja la tasa de interés. Por razones de demanda uno podría justificar una baja muy acentuada, pero considerando además el efecto señal de esta decisión, creo que la reducción de la tasa de interés debería ser del orden de 75 puntos base. Necesitamos un estímulo importante dadas las recientes cifras de actividad e inflación y es una buena oportunidad para ratificar nuestra creencia en la efectividad del instrumento monetario y nuestro compromiso simétrico con la meta de inflación.

No me queda claro por qué la persistencia del movimiento del tipo de cambio justifique una u otra opción de política monetaria, cuando se compara una rebaja de 50 puntos base versus una de 75 puntos base.

Sin duda que la evaluación de una decisión de este tipo debe efectuarse no sólo en términos de su efecto cuantificable sobre la actividad, lo que como dije sugeriría una baja significativa, sino que también sobre la señal que esta baja enviaría al mercado, y tal como lo hemos discutido anteriormente, hay dos posibilidades.

La primera es que el mercado piense que nosotros tenemos evidencia que la situación económica es aún más débil de lo que se percibe y, por lo tanto, la efectividad de una baja de tasa se vería limitada por un deterioro más pronunciado en las expectativas. Sin



embargo, tanto nuestros antecedentes como los de analistas privados es que los meses de mayo y junio son muy débiles y presumiblemente este año crezcamos bajo el 3%, así que no habría mucha sorpresa.

La otra posibilidad es indicar al mercado que estamos al comando de la situación económica y, si bien no podemos resolver problemas estructurales de la economía ni corregir el escenario externo, podemos usar nuestro instrumental con la firmeza necesaria para estabilizar la economía, y por ello creo que hay que ir más allá de lo que el mercado está en promedio esperando. Tal como lo señalara el Gerente General, la prudencia tal vez nos llama a tomar una decisión más agresiva.

El Consejero señor Desormeaux comparte el escenario central que ha presentado la División Estudios. Le parece que la idea de que el menor crecimiento que ha experimentado la demanda en el primer semestre de este año, se va a traducir en menores presiones inflacionarias y que puede, por tanto, acomodarse una depreciación del tipo de cambio, como la que resultaría de una rebaja adicional de tasas de interés. Agrega sí que le gustaría llamar la atención sobre el hecho de que este desarrollo ocurre en una economía que ya tiene una política monetaria y una política fiscal contracíclicas. De hecho, dice, la economía chilena es la única en América Latina, hoy día, que puede tener políticas fiscales y monetarias estimulativas en forma simultánea, sin arriesgar la estabilidad. Los niveles de las tasas de interés de la economía chilena son solamente superados, si no se equivoca, por Corea y Tailandia, que están a corta distancia, y eso significa que se está un poco al límite de lo que se puede pedir a las políticas macroeconómicas. Las políticas macroeconómicas han hecho un esfuerzo muy grande, y ciertamente la respuesta, que el Ministro llamaba la vara de plata, para que la economía chilena se recupere, no está en las políticas macroeconómicas. Cree que la verdad es que habrá que buscarla en otra parte y a lo mejor no se encuentra. A eso se suma el hecho que los escenarios de riesgo han subido su probabilidad de ocurrencia, riesgos que tienen que ver con la posibilidad de menor actividad mundial y una mayor aversión al riesgo por parte de los inversionistas. La verdad, dice, es que si se piensa en esos escenarios, y cuál sería la respuesta de política correcta o la respuesta que debieran tener los precios relativos, indudablemente que la respuesta va a ser una depreciación del tipo de cambio mayor de la que se ha considerado hasta ahora.

Agrega el señor Desormeaux que el temor que tiene es que si se le da una excesiva importancia al escenario central y se relegan a un segundo plano los escenarios de riesgo, cuya probabilidad de ocurrencia ha crecido, es que se equivoquen una vez más de escenario y que una acción adicional de política sea interpretada como una acción temeraria. No es necesario recordar que el Banco Central tiene como principal objetivo velar por la estabilidad de precios, la estabilidad de pagos internos y la estabilidad de pagos externos. De materializarse una combinación de escenarios adversos, es evidente que el tipo de cambio va a sufrir una depreciación adicional, probablemente acompañada de una sobrereacción como normalmente ocurre, lo que evidentemente podría obligar al Banco Central a tener que revertir, a corto andar, esta baja de tasa que podría tomarse hoy día.

En resumen, tiene preferencia por una decisión cautelosa referida a la tasa de interés, lo que se traduce, básicamente, en que prefiere o mantener o rebajar en forma moderada la tasa de interés.

La Consejera señora Ovalle manifiesta lo siguiente: Estimo que el informe de las opciones de política monetaria presentado por la División Estudios es completo y está bien fundamentado y no es necesario repetir los antecedentes que avalan la opción de bajar la tasa en 50 puntos y los de mantención. Quiero, sin embargo, manifestar mi preocupación por lo presentado en el párrafo 8 de estas opciones, en el que se manifiestan las llamadas "consideraciones estratégicas", en la parte que dice "...el mercado espera mayoritariamente una rebaja de 50 puntos base, expectativa que se formó a diferencia de ocasiones anteriores sólo algunos días previos a la reunión de política monetaria". Además, este argumento también se



citó en la exposición del informe presentado por Pablo García. Mi preocupación radica en que esta expectativa está influida por declaraciones principalmente nuestras, tomadas en forma destacada por la prensa, por lo cual, casi se podría decir que si se tomara la opción de mantención, habría que dar explicaciones por esta decisión. No se necesita demostrar que los analistas económicos observan cuidadosamente las declaraciones de los representantes del Banco Central, porque sus proyecciones buscan coincidir con el actuar nuestro, ya que, para quienes asesoran eso es muy importante.

El Presidente señor Massad señala que estamos en un período de mucha incertidumbre, que no se sabe cómo se va a desarrollar hacia adelante y por tanto, no le gusta la idea de adoptar una decisión con el supuesto de mantenerla durante un tiempo prolongado. Hace presente que la incertidumbre que hoy día existe no le permite mirar de la misma manera la situación. Más bien le parece que lo que hay que hacer es mirar cuidadosamente todos los elementos esta vez y dejar alguna amplitud para movimientos futuros en la medida que ellos sean aconsejables y necesarios, pero no quiere emitir un pronunciamiento formal sin antes tener la oportunidad de consultar entre los miembros del Consejo, para ver si se logra una posición unánime o si las posiciones son bastante firmes y proceder a decidir en votación.

El Vicepresidente señor Marshall manifiesta que su opinión, en las actuales condiciones, es por un movimiento más agresivo. Está de acuerdo con el planteamiento que ha hecho el señor Schmidt-Hebbel en un movimiento de 75 puntos base. Las razones ya están bastante analizadas. Valora lo que ha dicho el Presidente en el sentido de buscar un consenso. Agrega que, a su juicio, hay un aspecto importante que es la corrección del escenario. Señala que con la corrección sustantiva que se está haciendo respecto al escenario central, después de esta reunión, el escenario se acabó, y después de haber efectuado una corrección de esta envergadura, quizás se hubiese inclinado por una posición más cauta si es que hubiese percibido que las expectativas de mercado no aceptarían o no resistirían adecuadamente una baja más agresiva.

Comparte con la Consejera Ovalle que el anticipar una baja de tasa a tres días de la reunión, y que ella haya sido asumida por el mercado, podría no ser adecuado, pero no cree que tengan el efecto de que el mercado esté en esa posición por las expectativas del Consejo, no comparte esa parte del balance. En ese sentido, su inclinación personal es por ir a una posición más agresiva porque de aquí a unos meses, dice, cuando nosotros reconozcamos que hemos cambiado el escenario central, la pregunta será "por qué no cambiaron las tasas". Si se llega en el próximo IPOM a confirmarse lo que está implícito en esta reunión, de que ha habido una corrección sustantiva, tan pronto se tenga esa corrección hay que reaccionar con las tasas, especialmente si los precios del mercado lo permiten y no se sabe lo que va a pasar en la reunión del próximo mes; el escenario específico de la semana anterior o de los días anteriores es muy importante para la decisión que se tome en esa reunión. En este momento existen las posibilidades, el mercado se ha estabilizado los últimos días en niveles razonables de tipo de cambio, por tanto, no hay un riesgo financiero evidente y eso nos lleva a hacer una corrección rápida de la tasa de interés en el momento que se está cambiando sustantivamente el escenario central.

Comparte los otros puntos también, en orden a que las probabilidades de riesgo son mayores. No se puede negar que tales argumentos tienen validez, pero dentro de todo se inclina por esa posición.

El Presidente solicita un receso siendo las 17,55 horas.

El Presidente reinicia la Sesión a las 18,25 horas, señalando que después de haber intercambiado ideas, se va a proceder a la votación.



El Vicepresidente señor Marshall vota por reducir en 75 puntos base la tasa de política monetaria; el Consejero señor De Gregorio por reducir en 75 puntos base; el Consejero señor Desormeaux por reducir en 50 puntos base y la Consejera señora Ovalle reducir en 50 puntos base.

El Presidente señor Massad está por reducir la tasa en 75 puntos base, señalando que eso no significa que haya un compromiso de que no pueda haber un movimiento de tasa en cualquier dirección en la próxima reunión de política monetaria. Considera de la mayor importancia que la política monetaria y la política fiscal se apoyen mutuamente y cree que en los momentos en que se discute el presupuesto fiscal para el año próximo, es importante dar la señal de que la política monetaria está dispuesta a asumir un grado de impulso a la economía, que permita al Ministro de Hacienda llevar adelante una política conservadora en materia fiscal.

En mérito de todo lo expuesto, el Consejo adopta el siguiente Acuerdo:

35-01-020711 – Tasa de Instancia Monetaria.

Se acuerda reducir la tasa de interés de política monetaria en 75 puntos base, desde 4% a 3,25% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustan también en 75 puntos base.

Se retira de la Sala el Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel D.

IV. Comunicado

“ En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió reducir la tasa de interés de política en 75 puntos base, desde 4% a 3,25% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustaron también en 75 puntos base.

La economía global continúa expandiéndose a un ritmo similar al previsto en meses anteriores, aunque con heterogeneidad en las distintas zonas geográficas. No obstante, las perspectivas de crecimiento de los socios comerciales se han resentido por la negativa evolución de algunos países latinoamericanos. Adicionalmente, los riesgos asociados al deterioro de los principales mercados bursátiles han cobrado mayor preponderancia. Por su parte, las turbulencias financieras en la región se han tornado más significativas que en meses anteriores.

En el ámbito interno, los antecedentes acumulados indican que, durante el segundo trimestre, tanto el gasto como el producto se habrían expandido respecto del trimestre inmediatamente anterior, aunque a un ritmo menor que el previsto en el Informe de Política Monetaria de mayo. La diferencia es más evidente en el caso del gasto, para el cual se esperaba una mayor aceleración. Esta trayectoria, sumada a la evolución del escenario internacional, hace prever tasas de crecimiento menores que las contenidas en dicho Informe para los próximos trimestres.

Algunas de las circunstancias descritas tienen implicancias inflacionarias contrapuestas. Sin embargo, el bajo nivel de la inflación, la persistencia que han mostrado las brechas de capacidad y el reducido traspaso observado de la depreciación del tipo de cambio a los precios, anticipan que la inflación convergerá hacia el centro del rango meta en el horizonte habitual de política. Ello es coherente con el nuevo impulso monetario que favorece una trayectoria más dinámica de la actividad.

5/2

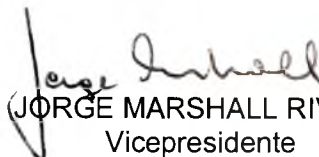


El Banco Central reitera que continuará usando la política monetaria con flexibilidad de manera de confrontar las desviaciones que se proyecten respecto de la trayectoria esperada de la inflación en relación con la meta establecida.”

Siendo las 18,40 horas, se retiran de la Sala el señor Ministro de Hacienda, don Nicolás Eyzaguirre y la señora Bernardita Piedrabuena Keymer.

El Consejo aprueba el texto del comunicado.

Se levanta la Sesión a las 19,00 horas.

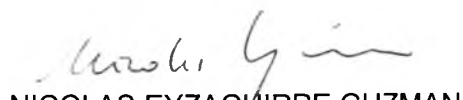

JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente


CARLOS MASSAD ABUD
Presidente


JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero


MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera


JOSE DE GREGORIO REBECO
Consejero


NICOLAS EYZAGUIRRE GUZMAN
Ministro de Hacienda


JORGE CARRASCO VASQUEZ
Ministro de Fe (S)



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 36
DE POLITICA MONETARIA
celebrada el 8 de agosto de 2002

En Santiago de Chile, a 8 de agosto de 2002, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Carlos Massad Abud, con la asistencia del Vicepresidente don Jorge Marshall Rivera y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina, señor Jorge Desormeaux Jiménez y señor José De Gregorio Rebeco.

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

Asisten también los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Jorge Carrasco Vásquez;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga;
Gerente de División Internacional Subrogante, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;
Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete;
Secretaria Ejecutiva del Gabinete de la Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo;
Jefe de Prosecretaría, señora 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° 35, celebrada el 11 de julio de 2002.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo el Proyecto de Acta de la Sesión N° 35, celebrada el 11 de julio de 2002, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

II. Resolución sobre Minuta del Acta correspondiente a la Sesión N° 34, celebrada el 13 de junio de 2002.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo la Minuta correspondiente al Acta de la Sesión N° 34, celebrada el 13 de junio de 2002, la que se aprueba sin observaciones.

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

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de febrero de 2003, para el día 18 de ese mes.

IV. Exposición.

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

SÍNTESIS DEL MES

Durante el último mes se ha producido un deterioro generalizado en las perspectivas de crecimiento mundial. Ello ha provenido principalmente de los desarrollos en los Estados Unidos, donde además de la debilidad en la confianza producto de los problemas contables y financieros de algunas compañías, se añadió una sucesión de noticias negativas por el lado del sector real de la economía. En efecto, la confianza de los consumidores parece estar estancada, mientras que el mercado laboral todavía indica bastante debilidad en la creación de empleo. Las cifras más recientes de crecimiento económico no sólo fueron bajo lo esperado, sino que las revisiones pasadas llevaron a modificaciones relevantes de la trayectoria económica durante 2001 y el primer trimestre de este año. Todos estos antecedentes han puesto en el debate la posibilidad de una nueva caída en la actividad en Estados Unidos. Las implicancias de este peor escenario se estiman en medio punto y un punto menos de crecimiento mundial ponderado por exportaciones, para 2001 y 2002, respecto a lo contenido en el Informe de Política Monetaria de Mayo.

El panorama para los términos del intercambio también se ha corregido a la baja, aunque por ahora se descarta un desplome del precio del cobre similar al visto en la segunda mitad del año. Con un promedio de US\$0,70 la libra para este año, y el precio del petróleo en US\$24 el barril en el mismo período, los términos del intercambio tendrían nuevamente una caída, de entre 1 y 2%, respecto a 2001.

La inestabilidad regional se mantiene en niveles elevados, producto de la incertidumbre política en Brasil y las dudas respecto a la forma como se producirá la normalización financiera en Argentina y Uruguay. La volatilidad registrada durante la semana pasada llegó a niveles claramente elevados, lo que muestra que el panorama regional, incluso en el muy corto plazo, es altamente incierto. No se espera que esta incertidumbre se despeje en los meses siguientes.

Por el lado interno, las noticias tampoco han sido positivas. A pesar que aparentemente se verificó en el primer semestre el repunte esperado de la acumulación de existencias, del consumo durable y de la inversión en maquinaria, las importaciones de julio hacen anticipar una desaceleración del gasto en el tercer trimestre. La acumulación de existencias en la industria parece haber sido acomodada mediante menor actividad frente a la debilidad en las ventas, mientras que las compras de bienes durables, por ejemplo de vehículos nuevos, ya llevan algunos meses con una trayectoria plana. El consumo habitual, principalmente, sigue dando señales de mayor debilidad que la prevista. La confianza de los consumidores, en particular, se mantiene en niveles bajos después de revertir parcialmente la fuerte caída del segundo semestre de 2001, probablemente afectada por el comportamiento plano de la ocupación. El dinamismo del mercado inmobiliario se mantiene, lo que junto a los proyectos de inversión pública siguen afectando positivamente la creación de empleo en la construcción. Este sector, en todo caso, es pequeño como para cambiar las tendencias globales del mercado laboral, que mantiene una trayectoria de pobre crecimiento del empleo.



En suma, las noticias tanto externas como internas apuntan a un menor dinamismo de la actividad y el gasto. Los mercados en Chile han reflejado adecuadamente este cambio de escenario, acomodándose a las nuevas circunstancias sin sobresaltos por ahora. Las tasas de interés de largo plazo, en particular, retomaron una tendencia a la baja bastante intensa, con lo que han llegado a niveles mínimos históricos. El traspaso de las reducciones del primer semestre en la tasa de interés de política se sigue apreciando, aunque con la tradicional heterogeneidad, en los distintos segmentos del mercado del crédito.

El tipo de cambio se ha mantenido estable, en torno a \$695-\$706 por dólar desde la última semana de junio, a pesar de las intensas fluctuaciones de los mercados financieros tanto a nivel regional como mundial. La aprobación del Acuerdo para la Promoción del Comercio en los Estados Unidos proveyó un soporte a los precios de activos en Chile justamente cuando las turbulencias arreciaban, pero en las condiciones actuales de elevada incertidumbre, no son descartables movimientos cambiarios de corto plazo y de magnitud considerable, en una u otra dirección.

La evolución de los precios en julio estuvo fuertemente influenciada por aumentos en el rubro transportes, en particular por las gasolinas y el tipo de cambio, comportándose los restantes componentes del IPC en concordancia con los patrones estacionales habituales, a excepción de los perecibles. Con esto, la inflación IPC en doce meses subió a 2,6% en julio, afectada de modo importante por la base de comparación. Este aumento en el precio de los combustibles y del tipo de cambio provocó una revisión al alza en la inflación de los próximos tres meses, estando por ahora el efecto del mayor tipo de cambio concentrado en las tarifas de los servicios regulados.

Las expectativas privadas consideran que, en suma, los acontecimientos más recientes, si algo indican, son perspectivas de crecimiento claramente más débiles y presiones inflacionarias algo menores en el mediano plazo. Aunque las expectativas de inflación han tendido a mantenerse por debajo del centro del rango meta, no se aprecian expectativas claras de una reducción adicional de la tasa de política monetaria en el corto plazo.

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA

I. Escenario Internacional

El panorama internacional relevante para Chile para 2002-2003 se deterioró significativamente durante julio. En Estados Unidos se ha producido un fuerte empeoramiento del precio de las acciones, una caída en la confianza de los agentes y un incremento en la aversión al riesgo de los inversionistas. Considerando además los ajustes a la baja en las cifras de actividad recientemente entregadas, se esperan reducciones en las proyecciones de crecimiento para la economía norteamericana. Esto significaría una evolución más lenta hacia el año 2003 en el caso de Japón, Europa y Asia emergente, dado que el crecimiento de estos países ha estado liderado por el sector externo. Paralelamente, los eventos en la región se han tornado cada vez más complejos, ensombreciendo el escenario externo que enfrenta la economía chilena, tanto por sus efectos en la actividad económica de algunos socios comerciales, como por las consecuencias adversas en los mercados financieros internacionales.

Las proyecciones de crecimiento mundial se sitúan en 2,5% en 2002 y 3,3% en 2003. El crecimiento ponderado por los principales socios comerciales, tendría un ajuste aún mayor, ubicándose en 0,6% en 2002 y 2,1% para 2003, 0,5% y 1% menos de lo que se preveía en el Informe de Política Monetaria de mayo. Estas correcciones se basan en las menguadas perspectivas para el dinamismo de la economía de los Estados Unidos.

Desde abril pasado, el precio del petróleo se ha caracterizado por la estabilidad en torno a US\$25 el barril, sólo interrumpida recientemente por los conflictos del Medio Oriente. Para los



próximos meses se espera que el precio se mantenga oscilando en los niveles actuales, con lo que finalizaría el año con un promedio de US\$24 el barril. Para el año 2003, se espera una reducción del promedio anual a US\$23 el barril. Estos valores representan la mantención respecto de los previstos hace unos meses.

Por su parte, las malas noticias respecto de la velocidad de recuperación de la economía mundial, reflejada también en los mercados accionarios, han significado un cambio importante en el precio del cobre en las últimas semanas. Se estima que en este nuevo escenario los precios continuarían bajo los US\$0,70 por libra en 2002, promediando el año en US\$0,70, tres centavos menos de lo proyectado hace un mes y en mayo. Hacia 2003, se observaría un aumento gradual en el precio, en línea con la recuperación de la actividad mundial, que llevaría a promediar en torno a US\$0,77 la libra del metal rojo, cinco centavos por libra menos de lo previsto recientemente. Los términos de intercambio no han tenido un deterioro aún mayor, gracias al comportamiento de otros precios de *commodities* y al dinamismo aún previsto para las economías asiáticas.

Durante las últimas semanas, los mercados financieros de Estados Unidos han mantenido la preferencia por alternativas de inversión más seguras, lo que ha significado la disminución de los rendimientos de los bonos de mayor plazo, junto con el incremento del precio del oro, el que recientemente ha alcanzado su nivel máximo de los últimos tres años. Estos acontecimientos conllevan a un retraso en las expectativas de incremento en la tasa de política en Estados Unidos, no descartándose, incluso, nuevos recortes. En relación con la zona euro, la positiva dinámica de precios, y la aún lenta actividad, han postergado también hacia el año 2003 las expectativas de aumento en la tasa de interés de política.

Los mercados financieros emergentes mantienen el deteriorado panorama de los meses previos. En Brasil el panorama político ha empeorado aún más por la importante depreciación que ha sufrido recientemente la moneda local y las dudas respecto de apoyo financiero internacional. En Argentina, la ausencia de soluciones a la crítica situación del sistema bancario, junto con el cuestionamiento a la independencia monetaria y la falta de un ordenamiento de las cuentas fiscales, no permiten vislumbrar un mejor panorama en términos de crecimiento. A lo anterior, se suma la delicada situación de Uruguay.

Como consecuencia de lo anterior, los *spreads* soberanos han continuado incrementándose, aunque en forma más moderada que lo verificado durante junio. Este aumento se ha visto compensado, en parte, por la reducción de los rendimientos en Estados Unidos.

Las proyecciones de flujos de capitales para economías emergentes durante el año 2002 de JP Morgan de fines de julio, muestran un ajuste a la baja de 8% respecto de lo considerado en el Informe de Política Monetaria de mayo. Destacan los flujos esperados hacia América Latina, con el mayor ajuste a la baja (-22%), y la recuperación de los flujos hacia las economías emergentes de Asia, con un incremento de 1%.

Hacia el año 2003, los flujos hacia economías emergentes también muestran un ajuste a la baja (-4%), principalmente por la salida de capitales proyectada para Argentina.

II. Mercados Financieros

Tasas de Interés y Agregados Monetarios

Las tasas de interés de los documentos reajustables del Banco Central de largo plazo experimentaron una baja de más de 40 puntos base durante julio. Esta trayectoria se ha acentuado en la última semana, con caídas del orden de 45 puntos base para los ocho años, llegando a tasas de UF+3,5% y UF+4,5% para los PRC-8 y PRC-20, respectivamente, valores considerados como mínimos históricos. Esta evolución responde a un ajuste a la baja en las expectativas sobre la actividad económica, influida directamente por el deterioro del panorama



externo, el que también se ha reflejado en las menores tasas de los papeles de la economía norteamericana. A lo anterior se adiciona que en la actual coyuntura internacional los inversionistas institucionales nacionales manifiestan una mayor preferencia por carteras más seguras en sus inversiones.

Acorde con estas expectativas y con la última reducción de la tasa de política monetaria, las tasas de interés de los documentos nominales también se han ajustado a la baja, con disminuciones del orden de 90 puntos base a lo largo de julio. De esta manera, las expectativas respecto de la tasa de política monetaria indican la mantención en torno a los niveles actuales hasta marzo de 2003. Igual conclusión se extrae de la encuesta de expectativas de agosto.

Los agregados monetarios continúan con una trayectoria de expansión en doce meses con tasas sobre el 10% durante julio. Las colocaciones totales registraron un crecimiento durante el mes, destacando la expansión de aquellas hipotecarias y en moneda extranjera. El aumento de las primeras se explica, en gran medida, por el alza en la compra de viviendas nuevas, especialmente del segmento entre 600 y 2.000 UF.

Las tasas de interés de las operaciones de mercado han continuado traspasando las rebajas de la tasa de política monetaria. Esto ha sucedido con mayor intensidad en el plazo de más de 90 días a un año, el que en julio mostró un descenso en sus tasas de colocación de más de 100 puntos base. Este fenómeno se ha observado en mayor magnitud en las tasas de colocación para montos superiores a 5.000 UF.

Este traspaso se aprecia también en las tasas de las letras de crédito. En efecto, los instrumentos con tasas de emisión menor al 6% mostraron niveles cercanos a 5,8%, en tanto que las con tasas superiores a 6%, se situaron en niveles de 6,3%, valores entre diez y veinte puntos base inferiores a los de junio. En el caso de los bonos corporativos, no se observa todavía un traspaso claro de las reducciones de las tasas de interés de los instrumentos de largo plazo del Banco Central.

Tipo de Cambio y Mercados Bursátiles

Durante julio el **TCO** mostró una depreciación promedio del orden de 3%, aunque con vaivenes que lo llevaron a alcanzar un máximo de \$707 por dólar a fines de mes.

Aunque se detecta una elevada correlación entre el real brasilero y el peso chileno, principalmente intradiaria, los niveles alcanzados en el curso de este año difieren marcadamente. Se estima que el tipo de cambio en su nivel actual refleja de forma adecuada la magnitud del deterioro de las condiciones externas, principalmente por la situación regional y la caída en el precio del cobre. En todo caso, la aprobación del Acuerdo para la Promoción del Comercio por el Congreso en Estados Unidos ha sostenido el valor del peso chileno, precisamente en momentos en que las turbulencias foráneas arreciaron con mayor fuerza.

Debido a la incertidumbre respecto al nivel de largo plazo para el tipo de cambio, es difícil interpretar las expectativas privadas en adelante. Por un lado, los contratos futuros simplemente reflejan diferenciales de tasas de interés, los cuales en el corto plazo se han mantenido estables, indicando por tanto trayectorias de depreciación similares a las previstas hace un tiempo. Por su parte, el diferencial entre el PRC-8 y el T-NOTE indexado se ha abierto sustantivamente, hasta 100 puntos base, lo que es consistente con expectativas de apreciación real del peso respecto al dólar en el mediano plazo. Esto es coherente con el resultado de la última encuesta de expectativas, la que indica valores de \$680 por dólar en los próximos once meses.

El mercado bursátil nacional también ha reaccionado con intensidad a las noticias. El deterioro de las bolsas en Estados Unidos se reflejó en la trayectoria del IPSA, notándose sí una mayor

36



resistencia durante la última semana al deterioro de las perspectivas de crecimiento en Estados Unidos gracias a la aprobación del Acuerdo para la Promoción del Comercio y la entrada en vigencia de los multifondos.

Los efectos regionales continúan afectando a las empresas que mantienen inversiones en Argentina y Brasil, las que presentan una caída cercana al 2% en el mes. Asimismo, los ADR de las empresas chilenas también han sido castigados en los mercados internacionales, con caídas de 5,5% en el mes y de 21% en lo que va corrido del año.

III. Actividad y Empleo

Restando aún parte de la información definitiva, se corrige a la baja la estimación de actividad del segundo trimestre, hasta un crecimiento en doce meses de 1,7%, y que se compara con el 2,1% que se estimó a comienzos de julio. Parte de esta corrección se origina en un *shock* transitorio que afectó a la minería del cobre, cuyo impacto se apreció en la actividad de junio. Éste se relaciona con la producción de variedades del metal de calidad inferior a la inicialmente programada e incorporada en la estimación (este factor provocó que el Imacec de junio fuese alrededor de 0,5 puntos porcentuales inferior a la estimación previa). Con ello, durante el segundo trimestre, la velocidad de expansión anualizada de la actividad (trimestre a trimestre) sería 3,5%.

La demanda interna, en cambio, muestra un leve mejoramiento en relación con lo estimado hace un mes. Se espera que en el segundo trimestre el gasto interno tenga una caída de 0,2%, que se compara positivamente con el descenso de 0,4% estimado en julio. Las razones detrás de este mejoramiento en la demanda se deben a un aumento algo mayor al inicialmente esperado en las importaciones de bienes, comportamiento que fue especialmente visible en la última semana de junio. Considerando esta información, la demanda interna acumularía una velocidad de crecimiento trimestre a trimestre anualizada de 3%.

Para el tercer trimestre, las estimaciones disponibles indican que el PIB y el gasto tendrían variaciones de 2,0 y -0,1%, por lo que se espera una desaceleración de la demanda interna en el trimestre en curso. Ello implicará que en el tercer cuarto del año, el PIB muestre una velocidad de crecimiento trimestre a trimestre inferior a la del trimestre pasado. La demanda interna, por su parte, luego de crecer cerca de 3,5% trimestre a trimestre en la primera mitad del año, anotaría una expansión menor durante el trimestre en curso (1,6% trimestre a trimestre). La importante caída que se verificó en las importaciones en julio (-21%), es uno de los principales elementos detrás de esta trayectoria de la demanda en el trimestre actual.

Demanda interna

La información del segundo trimestre permite apreciar que, aparentemente, se produjo la reacumulación de existencias prevista hace un tiempo, incluso quizás con algún mayor dinamismo. En particular, las importaciones de consumo tuvieron un buen desempeño, especialmente si se comparan con los niveles de fines del año pasado, mientras que se mantuvo la diferencia entre los niveles de producción y ventas de la industria.

En todo caso, las perspectivas para el trimestre en curso son claramente menos alentadoras. En primer lugar, por el lado de la industria, las mayores existencias se vieron acomodadas, más que por un aumento de la producción, por una desaceleración de las ventas, mientras que por el lado de las importaciones, la información parcial de julio muestra una aguda reversión respecto al mes anterior.

El menor dinamismo que muestran en el margen los indicadores de consumo privado está detrás de lo anterior. Las ventas de vehículos nuevos (que en parte reflejan acumulación de existencias) se mantienen planas desde fines del primer trimestre, después de revertir

[Handwritten signature]



parcialmente las caídas de la segunda mitad del año pasado. Aunque las ventas del comercio (CNC) y de la industria (INE) de bienes de consumo durable muestran a junio un crecimiento sostenido, han tendido a comportarse con algún rezago, por lo que se espera una desaceleración en el tercer trimestre.

Los indicadores de consumo habitual muestran una desaceleración más evidente. Las ventas de supermercados de la CNC cayeron nuevamente, tanto medidas en doce meses, como respecto del mes previo, una vez descontado el factor estacional. Aunque el símil del INE diverge claramente en sus niveles, también muestra una desaceleración en los últimos meses. Detrás de este comportamiento del consumo habitual, se encuentra la evolución del ingreso disponible. Éste no ha logrado una trayectoria que sirva como base de despegue al consumo, factor que está directamente ligado a la persistencia del desempleo.

La inversión en maquinaria es otro componente del gasto que mostró una recuperación durante el primer trimestre, pero que ha tendido a mitigarse con las últimas cifras. Las ventas de bienes de capital (INE) crecieron 21%, reflejando, relativamente, mayor demanda externa y no formación de capital doméstico. Se espera que las importaciones de bienes de capital, después de un modesto primer semestre, muestren una fuerte contracción en julio.

Para el sector inmobiliario se prevé un dinamismo algo más sostenido en el tiempo, gracias al menor costo de financiamiento. La información a junio confirma el crecimiento de las ventas desde principios de año y el incremento en los *stocks*, luego de algunos meses de descenso. En promedio, el tiempo para vender el stock existente alcanza a 14 meses durante el primer semestre, que se compara con el nivel que mostraba a mediados del 2001. A su vez, aunque los permisos de edificación tienen comportamientos disímiles, en el agregado revelan una recuperación que hace prever que se mantendría el dinamismo del sector en los próximos trimestres, revirtiendo la caída reciente en los despachos de materiales de construcción.

Sector externo

Una expansión de 10% tuvieron las exportaciones de bienes en el segundo trimestre. El mayor incremento en volúmenes se dio en la categoría de exportaciones resto (no tradicionales), que aumentaron 14%. Esta trayectoria continúa con el ciclo expansivo que las exportaciones no tradicionales han tenido en los últimos trimestres, ello pese a la caída importante en sus precios (-12%). Los precios de las restantes categorías de envíos, también tuvieron descensos en el segundo trimestre, todas ellas en torno a 6%.

El volumen de las importaciones, por su parte, creció 2,9% en el trimestre, observándose el mayor aumento en el de bienes de consumo (12%). Los precios de las compras al exterior cayeron 5%, con descensos similares en todos los ítem.

De esta forma, y considerando la evolución de los servicios, el segundo trimestre cerraría con una caída de 2,5% en doce meses de los términos de intercambio (TDI). Aunque, respecto del trimestre precedente, esta disminución sería sustancialmente menor (-7,5% en 2002.T1), señalando así una recuperación en el nivel de los TDI. Con todo, el primer semestre acumularía una caída promedio de 5% en los términos de intercambio.

Mercado Laboral

Durante el segundo trimestre la ocupación continuó con un comportamiento plano. El crecimiento anual de la ocupación total alcanza sólo a 1%, explicado principalmente por el incremento en los subsidios a la contratación durante junio. Los programas gubernamentales, por su parte, se encuentran en plena fase de expansión al interior del año, con un crecimiento de más de 60 mil plazas entre mayo y junio de este año, esperándose un incremento adicional de 50 mil en julio.



A pesar del estancamiento de la ocupación, la tasa de desempleo ha continuado cayendo, tanto en el margen como respecto al año pasado (9,5 v/s 9,7%). Esto es producto de la fuerte caída de la tasa de participación, que alcanza su nivel más bajo desde 1993.

Por su parte, de acuerdo a la Universidad de Chile, el tiempo promedio de desempleo, eliminados los factores estacionales, acentuó la trayectoria decreciente registrada desde septiembre de 2001, mientras que las horas trabajadas registran un leve incremento para el Gran Santiago.

Por su parte, el único sector que muestra un incremento relativamente sostenido del empleo es la construcción, que, por su tamaño relativo, no tiene la capacidad suficiente para impulsar la creación de empleo a nivel agregado. A su vez, el índice de vacantes, que venía creciendo sostenidamente desde principios de año, durante julio mostró una disminución en su trayectoria de tendencia.

IV. Precios y Costos

En julio el IPC aumentó 0,4%, cifra acorde con las proyecciones realizadas a lo largo del mes. Esta variación se explicó, en lo principal, por el aumento en los precios del rubro transporte (gasolina y tarifas de la locomoción colectiva). Los restantes rubros mostraron incrementos concordantes con los patrones estacionales habituales, salvo el grupo de los productos perecibles, que tuvo un aumento superior concentrado en el subgrupo de hortalizas. Con esto, la inflación en doce meses subió a 2,6% en julio, afectada de modo importante por la base de comparación que incluye la variación negativa de igual mes de 2001. Por su parte, el IPCX aumentó 0,2% y el IPCX1 0,1%, acumulando incrementos anuales en torno a 2,6% en ambos indicadores.

Las expectativas del mercado ratifican la ausencia de presiones inflacionarias esperadas en los próximos trimestres. A un año plazo se mantienen en los niveles de meses anteriores, en torno a 2,5%. A dos años plazo el último dato disponible de hecho también indica 2,5%, algo por debajo del promedio esperado en junio. Por su parte, la encuesta de expectativas de agosto señala para doce meses plazo una inflación de 2,6%, la que para dos años llega a 3,0%.

Durante junio, el crecimiento de las remuneraciones nominales continuó mostrando la tendencia decreciente registrada desde comienzos de año, producto de la evolución de la inflación a partir del cuarto trimestre del año 2001. Así, el Índice de Remuneraciones por hora y el Índice del Costo de Mano de Obra registraron incrementos en doce meses de 4,4% y 4,5, respectivamente.

Lo anterior determinó una trayectoria similar en el crecimiento de los salarios reales, los cuales vuelven a retomar la trayectoria decreciente luego de haber registrado un leve aumento durante el período anterior.

PERSPECTIVAS

Escenarios de Inflación

El aumento en el precio de los combustibles y del tipo de cambio provocó a lo largo de julio una revisión al alza en la inflación de los próximos tres meses, estando por ahora el efecto del mayor tipo de cambio concentrado en las tarifas de los servicios regulados. En efecto, se anticipa que la tarifa de la locomoción colectiva aumente nuevamente (\$10) el 15 de agosto, lo que provocará una incidencia de aproximadamente 0,15 puntos porcentuales entre agosto y septiembre. Con esto, el trimestre agosto-octubre tendrá una inflación promedio mensual en torno a 0,4-0,5%. Asimismo, a fines de octubre el incremento anual del IPC será de alrededor



de 2,3%. Similar nivel mostrará la inflación en doce meses del IPCX, 2,4%. El IPCX1, en tanto, culminará el trimestre con una crecimiento alrededor de 2,1%.

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

No hay comentarios al respecto, por consiguiente, el Presidente solicita al Gerente de División Estudios que presente las opciones de política monetaria.

Al respecto, el señor Valdés señala lo siguiente:

1. En la reunión de política monetaria de julio, el Consejo decidió reducir la tasa de política monetaria en 75 puntos base a 3,25% anual. La decisión se fundamentó en un marcado deterioro de las perspectivas de crecimiento de la economía, tanto por la evolución esperada de algunos socios comerciales como por la debilidad de la demanda interna. Este escenario era coherente con una evolución de la inflación que se mantenía convergiendo a 3% en el horizonte relevante, a pesar de que el tipo de cambio se ubicaba en torno a \$698. El supuesto de trabajo, en todo caso, era que la economía global continuaría en una senda de crecimiento similar a la esperada unos meses antes, aunque se reconocían riesgos de una desaceleración.
2. Desde la última reunión de política monetaria se han acumulado antecedentes que confirman que las perspectivas para la actividad son sustancialmente más débiles que lo anticipado en el último Informe de Política Monetaria. En el ámbito interno, la evolución de la actividad sigue una senda notoriamente por debajo de lo previsto. Por ejemplo, el IMACEC de junio crecerá en torno a 0,6% —hace un mes se esperaba 1,6%— y el crecimiento nominal de las importaciones de julio serán el menor en 5 meses (-20,8%). Si bien el escaso dinamismo de la actividad puede en parte explicarse por factores puntuales de oferta, en el cuadro general es claro que el impulso que tenía la economía se ha deteriorado. De hecho, las proyecciones de crecimiento para este año se ubican en 2,2%. La economía, en todo caso, ha mostrado alguna flexibilidad al mantener un persistente aumento del volumen de exportaciones no cobre.
3. Con todo, las mayores noticias del último mes provienen del ámbito externo, donde se encuentra en estado de flujo un marcado deterioro del panorama de crecimiento global. Las perspectivas de crecimiento de nuestros socios comerciales para el año 2003 han disminuido desde 3% el mes pasado a 2,1%, el precio del cobre se ha ajustado fuertemente y existen posibilidades de una *rebaja* de tasas por parte de la Reserva Federal. En el plano regional las turbulencias se intensificaron durante las últimas semanas, y los problemas bancarios de Uruguay (que se suman a los de Argentina) generaron un nuevo foco de incertidumbre en la región: dudas respecto de la fortaleza de los sistemas financieros. El real, por su parte, ha estado bajo fuerte presión durante las últimas semanas a pesar de las perspectivas de un paquete de ayuda del Fondo Monetario Internacional, el que finalmente se materializó el día de ayer. Esto último es un evento de la mayor importancia, que debiera acotar la incertidumbre regional.
4. En el aspecto inflacionario no hay novedades mayores. Si bien los precios han aumentado algo más que lo previsto, esto se explica, en lo sustancial, por el efecto del tipo de cambio y los combustibles sobre precios regulados. De acuerdo a los distintos indicadores, los márgenes se mantienen comprimidos. Por último, las expectativas de inflación del sector privado muestran una pequeña disminución.
5. En este marco, se proponen para esta reunión de política monetaria las alternativas de mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual o disminuirla en 50 puntos base.



6. Es relativamente evidente que las noticias por el lado real, por sí mismas, ameritarían una rebaja sustancial de la tasa de interés, probablemente de 75 puntos base. En efecto, la cantidad de información negativa que se ha acumulado durante las últimas cuatro semanas es sustancial. Además, las implicancias deflacionarias de este panorama —a pesar de que podría involucrar que la depreciación observada sea más persistente que lo previsto hasta ahora— es coherente con esta acción de política.
7. Sin embargo, las turbulencias financieras que se han observado a nivel global y regional sugieren que una eventual rebaja de tasas debiese ser menor en magnitud que las usadas hasta este momento ante noticias comparables. De esta manera se propone, de concluirse que es necesario un recorte, descartar un movimiento de 75 puntos base y considerar una rebaja de 50 puntos base. Asimismo, se propone descartar una rebaja de 25 puntos base ya que es un movimiento tímido dadas las noticias acumuladas. Además, no es fácil comunicar el mensaje de que “sin turbulencias” se debería reducir la tasa de interés en 75 puntos base, pero con turbulencias lo adecuado es un “pequeño recorte”. En ese sentido, es más simple comunicar que el Banco Central privilegia una acción de política consistente con el menor crecimiento esperado (y las menores presiones inflacionarias derivadas), o, alternativamente, su estabilidad como cuestión principal.
8. La alternativa de mantener la tasa de política monetaria, en su nivel actual, puede considerarse como la opción más apropiada si se pondera más en la decisión el riesgo que conlleva el estado de turbulencia que se enfrenta. De hecho, es posible argumentar que un recorte de tasas arriesga una mayor volatilidad que, a su vez, podría tener un efecto contractivo que más que compense el propio efecto reactivador del movimiento de tasas (por ejemplo, por su efecto cambiario). Sin embargo, también es posible argumentar que una rebaja de tasas podría tener un efecto estabilizador en lo financiero, en la medida que ayude a consolidar la robustez del sistema (por ejemplo, reforzando la calidad de la cartera bancaria). Por otra parte, la opción de mantención se puede justificar como una postergación hasta disponer de mayor información, en particular, respecto de la evolución de la economía de Estados Unidos (lo que incluye un eventual movimiento de tasas por parte de la Reserva Federal). Hasta el día de ayer, la perspectiva de un acuerdo Brasil-FMI constituía una pieza de información clave que podía justificar la decisión de mantener la tasa de política monetaria en espera de una resolución. El anuncio, como se dijo, despeja una parte de la incertidumbre regional, aunque es pronto como para tener certeza respecto de sus implicancias.
9. Respecto de elementos de corte estratégico, cabe destacar que el mercado no espera un recorte de tasas. Esto sin tener toda la información que maneja el Banco Central sobre la economía doméstica, la que es más negativa que la esperada por el propio mercado. Hasta ahora, las expectativas tampoco incluyen la información del conjunto de medidas para Brasil.
10. Por último, cabe mencionar que la misma acción de recortar o no recortar la tasa de interés conlleva información respecto de la confianza que tiene el propio Banco Central o la autoridad sobre la solidez financiera de la economía. En este sentido, recortar la tasa de interés es consistente con la visión de que las turbulencias no ponen en riesgo la estabilidad de nuestro sistema financiero.

El Presidente ofrece la palabra para comentar las opciones.

El Gerente de División Internacional Subrogante, don Sergio Lehmann, manifiesta que el hecho de que en el día de ayer se haya llegado a un acuerdo entre el Fondo Monetario Internacional y Brasil respecto a ayuda financiera, cambia radicalmente el panorama,



al menos, el que se enfrentaba hasta ese momento. Fundamentalmente, porque tal como lo ha señalado el Gerente de División Estudios, se podría pensar que pasan a acotarse las incertidumbres relacionadas con la situación regional. Ello lo sugiere la magnitud del apoyo financiero del Fondo Monetario Internacional, el que disminuye significativamente las dudas respecto a la solvencia de Brasil, país que podría dar cumplimiento a sus obligaciones financieras internacionales. En la medida que vaya incorporándose esta nueva información, la percepción de menor incertidumbre podría irse consolidando entre los inversionistas internacionales.

Por otro lado, en relación a los Estados Unidos de América, las expectativas de mercado señalan que se recortaría la tasa de política. Si bien ello podría no ocurrir en la próxima reunión de la Reserva Federal la próxima semana, sí se espera un movimiento de 25 puntos base, en esa dirección, antes de finalizar el año. No obstante, esto se definirá de acuerdo con los indicadores económicos que vayan apareciendo en las próximas semanas o meses, respecto a la dinámica de crecimiento de Estados Unidos.

La otra situación importante, que también apunta a despejar las incertidumbres internacionales, está relacionada con el hecho de que el próximo 14 de agosto vence el plazo para que las empresas del referido país entreguen sus balances teóricamente revisados y libres de cualquier eventual información errada o alteración de los mismos. Con esto se despeja, en cierto grado, la incertidumbre respecto a la evaluación que los inversionistas hacen de las empresas estadounidenses. Eso también debería llevar a una mayor tranquilidad de los mercados, o al menos, reducir en alguna medida la volatilidad que hoy día se observa en las bolsas de todo el mundo. Como se sabe, éste es un tema pendiente que ha generado gran preocupación entre los inversionistas; en la medida que se sinceren los balances de las empresas, se despeja parte de la fuerte incertidumbre que hoy día se observa respecto al valor que efectivamente deberían reflejar las acciones.

Por último, señala el señor Lehmann que en términos generales, se enfrentaría una situación de menor incertidumbre internacional respecto a lo que se observaba hace tan sólo algunas semanas atrás. Asimismo, los indicadores de actividad doméstica se muestran más deteriorados de lo que se anticipaba, lo que deja algún espacio para reducir la tasa de interés de política monetaria.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, estima que hay dos puntos que son importantes. Uno, es el cambio respecto a lo que se puede ver en la actitud de Estados Unidos y el Fondo Monetario Internacional respecto a Latinoamérica hace diez días y lo que se deduce de la acción de ayer, que puede marcar un cambio de régimen. Si ésta no es la medida que se esperaba para traer mayor tranquilidad a los mercados financieros emergentes, es difícil pensar qué es lo que podría ser esa medida.

En segundo lugar, por lo mismo, la opción de mantener la tasa de política monetaria hoy día, cree que sería difícil de comunicar. Por otro lado, tanto las noticias domésticas que se van a conocer en un tiempo más, así como las correcciones al crecimiento mundial, son de magnitudes considerables y también eso dificultaría, a su entender, la comunicación de una tasa de política monetaria que no se modifica en el día de hoy.

El Gerente General, don Camilo Carrasco, manifiesta estar básicamente de acuerdo con lo que ha propuesto la Gerencia de División Estudios, en el sentido de que correspondería ahora hacer una disminución de 50 puntos base. Quizás, dice, echa de menos en el análisis poner un poco más de énfasis en lo que es inflación, atendido nuestro carácter de Banco Central y ése es el punto fundamental que debe preocupar. Ve que hay poco énfasis, especialmente cuando se trata de las opciones, donde los argumentos, en general, no tienen



que ver mucho con el bajo riesgo inflacionario que habria de hacerse esa rebaja en la tasa. Cree que es fundamental tener esto en cuenta.

El Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel, cree que se han dado muchos argumentos y bastante buenos a favor de mantener y también de bajar 50 puntos base la tasa de política monetaria. Desea agregar solamente tres consideraciones distintas a las realizadas y quizás a las que se realicen a continuación.

En primer lugar, todos los argumentos que se basan en la evaluación de noticias, vale decir, de los cambios relevantes durante el último mes, se basan en el supuesto implícito que el nivel de tasa de política monetaria, que se decidió hace un mes, a 3,25% vigente actualmente, se mantiene. Este supuesto no ha sido corroborado empíricamente en forma reciente, formalmente no se ha hecho desde el Informe de Política Monetaria de mayo, no tenemos en nuestras manos por razones que son muy atendibles y naturales con el proceso del ciclo de generación de nuevos escenarios bases asociados al IPOM, proyecciones de crecimiento e inflación que vayan más allá de diciembre de este año. En otras palabras, carecemos de una evaluación más cualitativa de los efectos a mediano plazo para la inflación, como señala el Gerente General, para el producto de la tasa actual o de una tasa de 2,75% nominal. Dada esa incertidumbre, cree que eso empuja a una opción, en el margen, un poco más conservadora.

La segunda consideración es que una tasa de política monetaria real ex-ante de cero o cercana a cero es muy expansiva en comparación con las tasas de interés vigentes internacionalmente, con tasas históricas chilenas sin precedentes y con la tasa de interés neutral estimada en 4,5% real promedio de una revisión de distintos estudios o 7,5% nominal estimada para el primer trimestre del año 2000.

Por último, las reducciones de tasas que se han realizado hasta la fecha, que estima fueron muy agresivas, pero a su vez muy justificadas, se han hecho a medida que se han corregido hacia abajo las proyecciones de crecimiento para el año 2003 implícitas, al menos, en el análisis en torno a 200 puntos base, 2,5% o algo así. Cabe preguntarse qué espacio queda para seguir bajando la tasa de política monetaria en el caso de enfrentar un escenario realmente adverso, recesivo, si es que en el futuro pudiera suceder eso. Se rebajaría en otros 325 puntos base, que fue la rebaja nominal desde enero hasta la fecha, si es que, por ejemplo, en vez de tener un crecimiento en nuestros escenarios de 3,5% real, se tuviera un crecimiento de 1%, para qué decir menos 2% o menos 1%. Es para este tipo de preguntas que se requieren proyecciones de inflación y crecimiento a mediano plazo. Cabe decir también que dichas proyecciones deberían estar basadas en una senda para la tasa de política monetaria endógena al ciclo. A 500 puntos base, la tasa neutral ya no se puede seguir proyectando con el supuesto de constancia de la tasa de interés.

Balanceando estos tres argumentos que empujan a una posición más conservadora y las noticias que han dado los asistentes sobre el empeoramiento de las condiciones internas y externas que justifican una posición más agresiva, propone considerar una reducción de la tasa de política monetaria de 25 puntos base.

El Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera, dice compartir con el señor Schmidt-Hebbel que existen, en estos momentos, algunas dudas o incertidumbres respecto de los parámetros estructurales de la economía sobre cuál es esa tasa de política monetaria neutral y a qué distancia de ella estamos. Cree que es difícil resolver eso a priori, en teoría, pero piensa que afortunadamente los riesgos de equivocarse en uno u otro sentido son, hoy día, bastante distintos. Cree que si efectivamente se estuviera en un escenario en que la tasa neutral es más alta de lo que se ha estimado y se está a una distancia muy considerable, hay bastante tiempo todavía para que eso se traduzca en un repunte significativo de la demanda y que ese repunte significativo de la demanda produzca una



aceleración de la inflación. Por lo tanto, aún cuando no se puede estar seguros de cuál es el nivel de esa tasa neutral, cree que los costos de equivocarse en un sentido u otro, son mucho mayores en términos de sobrestimar cuál es la tasa neutral y, por lo tanto, tener una política demasiado expansiva hoy día, porque va haber bastante tiempo para corregir eso, que viceversa, equivocarse en otro sentido, porque eso significaría una desaceleración adicional de la economía en forma más inmediata. Desde este punto de vista, aún cuando existe una incertidumbre respecto de cuál es esa tasa de política monetaria, cree que es difícil que se pueda resolver sobre la base de la historia de los años 90. De hecho, dice, se ha ido corrigiendo sucesivamente el nivel de esa tasa, pero cree que los costos de equivocarse en un sentido u otro, en esta coyuntura, son más bien por el lado de sobrestimar esa tasa, o sea, los costos de ser sobre expansivos en esta coyuntura son bajos versus la alternativa.

En relación al segundo punto al que se refería el señor Schmidt-Hebbel, que es el tema de qué pasa si la economía efectivamente se mueve hacia un escenario de recesión, y por consiguiente, qué espacio se va a tener para mover la tasa de política monetaria, señala que efectivamente es conocido que cuando se llega a los terrenos de inflación baja o nula o incluso deflación, la política monetaria comienza a perder potencia y efectivamente ése es un escenario peligroso. Por eso mismo, cree necesario también, para evitar los riesgos de llegar a una situación de esa naturaleza, que hay que precaverlos en forma anticipada, por lo que piensa que un movimiento, en estas circunstancias, en que probablemente nos movemos a una recesión o hacia una desaceleración en el crecimiento internacional y que eso podría tener un impacto significativo sobre nuestra economía, siendo conveniente cautelar ese riesgo en forma anticipada con una rebaja un poco más agresiva de la tasa de interés y le parece que una rebaja de 50 puntos base es apropiada en estas circunstancias.

El señor Pablo García explica que no se presentaron proyecciones de mediano plazo debido a que están en elaboración, pero de las simulaciones preliminares de los modelos, bajo el supuesto de un tipo de cambio de \$ 700, con una brecha entre 4% y 5% como punto de partida para el año 2001, con un crecimiento este año de 2,2% y en 3,5% y 4,5% para el próximo, lleva a que la inflación se estabiliza en torno a 2,5%, y solamente hacia fines del horizonte de proyección tiende a acercarse al 3% debido a perspectivas de recuperación de crecimiento en torno al 5% hacia 2004 y 2005. El menor crecimiento para el próximo año por menores términos de intercambio y menor crecimiento mundial, mantiene la inflación por debajo del centro del rango meta, en promedio para los próximos veinticuatro meses.

El Gerente de División Estudios, señor Valdés, dice que la razón es simple, señalando que las brechas se están ampliando.

El señor Ministro de Hacienda concuerda con el punto citado por el Gerente General. De no mediar una situación de alza muy significativa del tipo de cambio y dada la relativa estabilidad en los mercados cambiarios, no se puede tener aceleración inflacionaria, por lo menos persistente, mientras la economía no esté creciendo por arriba del producto potencial. No se ve muy plausible en el horizonte próximo tasas de crecimiento cercanas al potencial, por consiguiente, el riesgo de aceleración inflacionaria provendría de un eventual efecto de una modificación de la tasa de política monetaria sobre los mercados cambiarios, situación en donde la evidencia reciente es tranquilizadora.

Señala que de no mediar un cambio significativo en el riesgo país, es poco probable que se pueda tener una escalada persistente del tipo de cambio. Difícilmente se podrían imaginar noticias más dificultosas de absorber que lo ocurrido en Argentina, en Uruguay o en Brasil y tal como decía el documento del Fondo Monetario Internacional, parece haber un efecto por un tiempo que después se diluye, sin alcanzar a tener un impacto persistente sobre la inflación. De hecho, el desacople con el real se produjo relativamente en forma más rápida que el desacople con el peso argentino.



Naturalmente siempre está el riesgo de que, tal como le ocurrió a Uruguay, en un escenario suficientemente malo, terminara también con abatir el riesgo país. Sin embargo, sospecha que eso depende más de la política fiscal que del nivel de la tasa de interés. Incluso con prudencia fiscal, existe algún nivel de colapso regional que podría llevar el riesgo país hacia arriba, pero probablemente ese nivel de colapso no tendría un efecto inflacionario significativo.

Por lo anterior, siempre es posible conjeturar que ante cualquier movimiento monetario se pudiera tener una evolución adversa del tipo de cambio, pero no parece que la realidad apoye mucho esa conjetura. Más aún, la evidencia reciente muestra tres episodios muy potentes donde el tipo de cambio se ha comportado satisfactoriamente.

Manifiesta que le sería muy útil, en lo sucesivo, poder tener un poco más de perspectiva internacional sobre la política monetaria. Conjeturar respecto de cuál es la tasa neutral cuando ha habido tantos cambios estructurales entre los años 90 y ahora, puede ser un poco difícil de analizar. Por eso, sería conveniente tener una noción de si estamos excesivamente agresivos o no, comparando como lo están haciendo otros países que tienen riesgo país similar al nuestro, observando sus tasas de interés real y comparando con su tasa de interés ajustada por su posición cíclica.

Termina con una pregunta: ¿cuál es la evidencia de cuán efectiva está siendo la política monetaria sobre el gasto controlado por otros factores? ¿hay alguna evidencia como la prensa, que se dice especializada, de que ese efecto está siendo virtualmente nulo si se controla por otros factores, o no hay ninguna evidencia de ese tipo?

El Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés, señala que no tienen evidencia de eso y que es difícil tenerla porque existe un punto y muchas variables que tratar de explicar.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor García, señala que se puede apreciar que en el largo plazo hay una relación entre gasto interno y exportaciones netas dentro del PIB y del tipo de cambio real. Luego, un tipo de cambio real más depreciado es consistente con una composición del gasto sesgada hacia exportaciones netas en vez de demanda interna, lo que no indica causalidad como aparentemente se interpreta muchas veces en la prensa.

El Presidente dice que es muy difícil pensar que con las tasas mostradas de 6% de crecimiento de las exportaciones, mientras todo lo demás fuera cero, el efecto neto de toda esa situación fuera negativo. Es la mejor respuesta a lo que se requería.

El Consejero señor De Gregorio manifiesta que hará su intervención al revés de lo usual, aunque esto no marca un cambio de tendencia. Cree que hay espacios para una baja de la tasa de interés y sus argumentos son los siguientes:

- 1) Desde la reunión de política monetaria anterior, han habido los mayores cambios en las perspectivas para la actividad económica de los últimos tiempos: se han deteriorado las perspectivas de la economía mundial y las cifras de la economía nacional muestran un empeoramiento. Las noticias han sido muy negativas y no sólo causadas por algunos elementos puntuales, lo que sugeriría que hay una probabilidad no menor que la inflación puede quedarse en la parte baja del rango por un tiempo prolongado;



- 2) No hay razones que muestren un riesgo inflacionario significativo, incluidas las perspectivas cambiarias y, por lo tanto, hay espacio para bajar la tasa de interés;
- 3) Este momento es oportuno y postergar la baja para el próximo mes sería inconveniente. Hay un conjunto de razones para justificar que hoy es una buena oportunidad:
 - Las noticias, en particular de IMACEC, saldrán en unos días más y están por debajo de todas, o casi todas, las estimaciones de mercado. El mercado debe saber que aquí se trabaja con un anticipo, en materia de información, de varias semanas y se obtienen mejores proyecciones de corto plazo, y sería difícil explicar más tarde, si se produce un consenso, que se deberían bajar las tasas, porque no se hizo este mes.
 - Es importante notar que hasta ayer el mercado no esperaba una baja hoy, pero sí se esperan bajas adicionales en la tasa de interés de política monetaria en el futuro cercano. De ser ese el caso, la sorpresa, más que una baja hoy, será por qué no se bajó sabiendo con anticipación las malas noticias de actividad. A esto se agrega el cambio de expectativas que se observan hoy.
 - La principal razón de cautela, hasta ayer, eran las turbulencias que ocurrieron en Brasil y Uruguay, pero el paquete anunciado del Fondo Monetario Internacional, despeja el camino para un recorte de tasas hoy.
 - Es probable que la Reserva Federal baje sus tasas en su próxima reunión. Ante esta posibilidad, se hace más recomendable bajar tasas. No cree que sea conveniente esperar a que la baja de la Reserva Federal ocurra, pues si bien se debe considerar en las decisiones del Consejo las condiciones financieras externas, ésta no es una relación mecánica.
 - El próximo mes se presenta el Informe de Política Monetaria al Senado con proyecciones de actividad corregidas sustancialmente a la baja, y no sería una buena señal bajar las tasas cada vez que se va al Senado. Esto no significa que no se pueda bajar tasas en la próxima reunión de política monetaria, pero una baja hoy ciertamente reduce dicha probabilidad y señala que el Banco está haciendo política monetaria con un saludable grado de anticipación, compartiendo además el desbalance de riesgo que se enfrenta hoy, que señalaba recién el señor Herrera.
- 4) La principal razón para no bajar tasas, despejada en parte la turbulencia externa, es que nos excedamos y tengamos una política demasiado expansiva y, por lo tanto, la conclusión sería que se deba terminar subiendo las tasas luego. Eso podría generar una inestabilidad con consecuencias negativas para la efectividad de la política monetaria. Sin embargo, no aprecia por ningún lado que en el horizonte cercano haya razones para pensar que se vaya a revertir con rapidez la actual instancia de política monetaria y, en este contexto, un adelantamiento del momento en que se comience a subir las tasas, el que ciertamente está bastante lejos dadas las perspectivas inflacionarias, es deseable desde el punto de vista de la efectividad de nuestras políticas.

Por último, sugiere el señor De Gregorio que en el caso que se apruebe una baja de la tasa de interés, en el comunicado se indique que el Banco prevé un menor crecimiento de la economía en el período 2002-2003, preparando así el terreno para el próximo Informe de Política Monetaria.



El Consejero señor Desormeaux manifiesta que hay un diagnóstico compartido y es que las condiciones externas y también el crecimiento y la evolución de la demanda interna en el país se han deteriorado, pero la verdad es que ésta es una realidad que está afectando a todos los países del mundo y la pregunta es por qué algunos países pueden bajar la tasa de interés y otros no. Se permite recordar que en la sesión anterior, de hace un mes atrás, él planteaba que la economía chilena es probablemente la única en América Latina que se puede dar el lujo de tener políticas monetarias y fiscales que sean estimulativas en forma simultánea, sin arriesgar la estabilidad. Señala que los niveles de la tasa de política monetaria chilena son solamente superados por un par de países asiáticos en cuanto a su nivel y cuando aquí se discute que el país puede perder la oportunidad de bajar las tasas, da la sensación de que ellas estuvieran altas. Las tasas de interés chilenas son extraordinariamente estimulativas, lejos las más bajas de la historia, y claramente esto es un mérito de todos los avances institucionales que ha hecho el país, incluyendo muy especialmente la regla fiscal del actual Ministro de Hacienda.

Manifiesta tener la sensación de que aquí se está en un límite en cuanto a lo que se les puede pedir a las políticas macroeconómicas. Otra manera de plantearlo: si se corrige nuestra tasa de política monetaria por el riesgo país, se tiene una tasa que apenas supera el 1% en términos nominales, la que expresada en términos reales es una tasa de interés negativa y eso es algo que no tiene nada de particular, pues puede ser muy conveniente para un país desarrollado que quiera tener una política estimulativa. Pero no se puede olvidar que somos un país emergente; que estamos ubicados en una zona en la cual hay una turbulencia marcada, enorme, y desde ese punto de vista, cree que también hay que considerar que al bajar la tasa de interés igualmente hay un riesgo. El riesgo más importante no es que haya menos actividad, sino que haya una volatilidad muy grande, un fenómeno que no sólo afecta a los tipos de cambio en América Latina, sino que ha generado corridas de depósitos casi generalizadas en la región, alza de premios soberanos que no se habían visto hasta ahora y todo esto, naturalmente, es una razón para la prudencia.

¿Cuál ha sido el desarrollo que hoy día lleva a tener una visión más optimista y a pensar que una baja de tasa podría no suponer riesgos para Chile? Fundamentalmente desarrollos que tienen que ver con la economía brasileña, este préstamo de 30 mil millones de dólares que el Fondo Monetario Internacional habría asegurado a Brasil y se señala que esto prácticamente elimina todo el riesgo proveniente de ese país.

Recuerda que hace un par de años también hubo un programa de rescate para Argentina que se llamó "el blindaje", por 40 mil millones de dólares y, en último término, no pudo evitar el desenlace que todos conocen. Ello porque, al final el éxito de un programa depende de las políticas internas de los países -y no quiere hacer una crítica de la política interna de Brasil de hoy día- la duda que hay es respecto a la política fiscal de Brasil en el futuro. Lo que se ha publicado, acerca de la reacción de los bancos de inversión frente a este préstamo, indica que no están para nada impresionados, puesto que ellos tienen la sensación de que Brasil ya ha tenido un deterioro marcado en materia de deuda y que a raíz de lo mismo se requiere un esfuerzo fiscal mayor: de cinco a seis puntos del PIB como tiene Turquía, señalaban los banqueros de inversión, y eso le hace pensar que la noticia que se ha recibido es un calmante por algún tiempo y como la política monetaria no está para reaccionar a fenómenos circunstanciales, sino que más bien opera a un plazo más largo, la verdadera respuesta se va a tener cuando el señor Ciro Gómez, el señor Luiz da Silva o tal vez el señor José Serra esté instalado en la presidencia de Brasil y se conozca su política de gobierno.

También hay incertidumbre proveniente de los Estados Unidos de América. No se sabe lo que ha pasado con la economía norteamericana después de las correcciones, tanto de las proyecciones económicas, de las cifras de crecimiento del año anterior, como el gigantesco ajuste bursátil. Ya no existe la misma seguridad que había antes respecto de los



grandes aumentos de productividad en la economía americana, porque esos también se han corregido a la baja. A eso se suma el tema de que el 14 de agosto va haber una serie de confesiones de parte de ejecutivos de empresas respecto de los "errores que han cometido", en su contabilidad. Señala que no espera mucho de eso y no ve que vaya a tener ninguna sorpresa ni positiva ni negativa en ese sentido. Lo que sí le parece es que francamente la incertidumbre no ha desaparecido, sigue siendo muy grande y, por lo tanto, su conclusión es que el país, hoy día, en lugar de estar preocupado de ver si le da un poco más de estímulo a la economía, lo que se sabe va a hacer poca diferencia, el énfasis debiera estar en los objetivos del Banco Central que son la estabilidad de precios y la estabilidad en los pagos internos y externos y cree que en ese sentido, hoy día es muy importante que el país se diferencie del panorama regional.

Piensa que bajando la tasa, este país no está contribuyendo a diferenciarse. Manteniendo la tasa, mostrando prudencia ante la incertidumbre y la volatilidad regional, de la misma manera que se tuvo prudencia con las reglas fiscales, cree que sí se está avanzando realmente en la dirección adecuada.

Le preocupa también la interpretación que pueda generarse de esto. Se ha dicho aquí que el mercado ahora anticipa una baja de tasa, pero la verdad es que en la reunión anterior ocurrió lo mismo. Aparecen artículos de prensa con noticias, indicando que es inminente una baja de tasa y posteriormente se producen correcciones en las expectativas y esta vez, aparece anunciada en el diario La Nación de hoy, justamente, de muy buena fuente, una baja de tasa de 50 puntos base. No le sorprende que el mercado y la curva de arbitraje sufran cambios. Lo que le preocupa es que este tipo de informaciones minan la credibilidad del Banco Central. De manera que, por la suma de todas estas razones, no cree que sea conveniente mover la tasa hoy día. No quiere decir que no sea conveniente moverla en el futuro, pero como fruto de una mayor información, y se sentiría mucho más cómodo tomando una decisión de esta naturaleza más adelante.

La Consejera señora Ovalle manifiesta que entre las dos opciones planteadas por la División Estudios, prefiere la mantención de la tasa, señalando que la argumentación para esta opción indica que es la más apropiada si se pondera, en la decisión, el riesgo que conlleva el estado de turbulencia internacional que se enfrenta. Como dice el Informe de la División Estudios, el ámbito externo se encuentra en un estado de flujo y se está a la espera de varios acontecimientos importantes, entre otros, la decisión de la Reserva Federal relativa a las tasas de interés y el acuerdo Brasil-FMI, que no hay duda que es una información clave, pero sólo se anunció ayer y no se puede apreciar la totalidad de sus efectos.

De hecho, dice, el Informe argumenta que un recorte de tasas puede arriesgar una mayor volatilidad que, a su vez, podría tener un efecto contractivo que más que compense el propio efecto reactivador del movimiento de tasas. Destaca, asimismo, que el mercado no espera un recorte de ellas, tal como lo indican la encuesta de expectativas y los analistas privados cuyas opiniones aparecen en los medios de comunicación. Por lo cual, una rebaja puede tener una influencia más negativa en las expectativas de crecimiento. Cree, por lo tanto, que es más prudente la mantención de la tasa, justificada ampliamente por la necesidad de disponer de mayor información, especialmente a lo ya mencionado sobre Estados Unidos y el acuerdo Brasil-FMI, con lo que no hay duda que se despeja, en parte, la incertidumbre regional, pero es pronto para tener alguna certeza respecto de sus implicancias. Además, coincide con lo planteado por el señor Schmidt-Hebbel sobre la necesidad de una evaluación, especialmente sobre la rebaja de tasas significativa que se hizo en la reunión de julio pasado.

El Vicepresidente señor Marshall señala que su preferencia es por reducir 25 puntos base. Cree que los datos que se tienen en la actualidad, en lo sustantivo confirman el diagnóstico de la reunión pasada. No comparte la idea de que en esta reunión se ha producido un cambio radical diferente al escenario que se planteó en la reunión pasada en donde se



señaló, expresamente, que se había modificado el escenario base. Señala que no se definieron, en ese momento, rangos específicos para las distintas variables como producto de este año o producto del próximo, y en la mente de cada uno había algún número cercano a lo que definitivamente hoy día se empieza a develar como un nuevo escenario en la perspectiva de construir el Informe de Política Monetaria. Por tanto, cree que la decisión que calificaría de agresiva del Banco, en la reunión pasada, respondió a ese cambio y, por consiguiente, hoy día lo que hay que analizar es si la oportunidad, en la actualidad, permite ir a una reducción mayor o tener una posición más de cautela.

Manifiesta que se inclina por la posición más de cautela, principalmente porque cree que gran parte del ajuste que ha existido en la demanda interna, durante los últimos meses o la ausencia de repunte en la demanda interna, es por temor de la gente y piensa que frente a ese tipo de temores, lo que hay que hacer es minimizar la probabilidad de ocurrencia de incertidumbres adicionales, por tanto, el efecto expansivo de una tasa menor hay que ponerlo en la balanza de la probabilidad de ocurrencia, ya sea de informaciones de prensa que pueden provenir de analistas, de bancos de inversión o del mercado financiero local. No hay que minimizar el hecho de que hubo analistas que criticaron fuertemente la reducción de tasa de la última reunión. Hay personas que repiten un análisis y la prensa no les da relevancia, pero al mes siguiente pueden repetir el análisis y entonces sí la prensa les da relevancia por alguna razón que no se conoce. Simplemente lo que quiere destacar, es que preferiría, en las actuales condiciones, seguir una opción más conservadora.

Respecto de los costos de equivocarse en una dirección o en la otra, cree que lo que se está discutiendo, en este momento, es la reducción de la tasa de este mes. No se está discutiendo sobre el nivel definitivo de las tasas en este país, entonces es posible que el camino de cautela o el camino un poco más conservador, por los temores que hay en materia financiera, se puede complementar con una reducción el próximo mes o tal vez no se efectúa reducción el próximo mes, o sea, cree que las tasas están suficientemente bajas como para poder darse el lujo de tomar una decisión un poco más agresiva ahora o postergar una parte de la reducción. En ese sentido, su preferencia es ir a una reducción de tasa de interés de 25 puntos base en esta reunión.

El Presidente señor Massad cree que el diagnóstico de la situación actual es bastante compartido y lo que se discute, básicamente, son los riesgos de moverse en una dirección o en otra. Piensa que hay bastante coincidencia en el hecho que no se están enfrentando riesgos en materia inflacionaria en el futuro previsible. Lo peor que pudiera ocurrir, según las proyecciones, es que se llegara a estar en el 3% hacia fines del período de proyección y, por lo tanto, eso significa que hay un margen para actuar con la tasa de interés.

Por otra parte, señala que la actividad se ve más débil de lo que se había previsto, no sólo internamente sino también a nivel internacional. Todas las proyecciones que se están viendo de tasa de crecimiento, van hacia abajo, lo que implica desde ese punto de vista también menores presiones inflacionarias.

Brasil ha sido un riesgo permanente y cree que ese riesgo no se puede descartar; el hecho que haya un acuerdo de financiamiento hoy día puede significar que por varios meses, dos, tres o cuatro meses, la situación en Brasil se vea como manejable, pero, sin hacer una predicción, el riesgo en Brasil se mantiene y es un riesgo presente. Ahora, si se tomara aquí, hoy, una acción de política monetaria, el riesgo de Brasil no nos obligaría a revisar esa decisión a corto tiempo, es decir, si se tomara hoy una decisión de política y se materializa el riesgo de Brasil, no nos obligaría a tomar la decisión contraria el próximo mes o al mes siguiente y, por lo tanto, hay un espacio por delante para enfrentar la concreción de ese riesgo que es muy probable que no ocurra dentro de los próximos meses.



Desea sí plantear un problema que puede ser relativamente complejo. Nosotros, dice, estamos en una tasa real de cero, en un país donde todavía hay una parte importante de los activos de las personas o pasivos bancarios que están en términos indizados. Cuando nosotros entramos a la zona tasa real negativa, se pregunta qué va a pasar con esos activos, los bancos van a decir a los depositantes: le pago UF menos tanto. ¿Qué va a significar eso como cambio en la composición de activos en el sistema bancario y con qué velocidad se puede producir ese cambio? Cree que es un tema que se debería explorar, muy cuidadosamente, a partir de ahora y se lo encarga al Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera.

Señala que esto es distinto a lo que ocurre en los Estados Unidos, en que los activos indizados son todos a muy largo plazo y son pequeños en relación al conjunto de los activos, o de lo que ocurre en cualquier otro país en el mundo, salvo Inglaterra, que también tiene papeles indizados en que todos los activos están expresados en términos nominales. Ahí, de hecho, el límite práctico de la tasa es cero nominal, mientras que cuando se está trabajando con tasas indizadas, o sea, con depósitos indizados o con activos indizados, el límite práctico, no teórico, es cero. Por lo tanto, cree que es muy importante que se observen cuidadosamente las implicancias prácticas de que el Banco Central anuncie una tasa de política monetaria cero o negativa, en términos reales, para el funcionamiento del sistema, para la forma en que se desplazan los activos en una dirección y otra. Teniendo esto como fundamento, cree que hay margen para bajar la tasa.

A continuación, el Consejo procede a votar.

El Consejero señor De Gregorio vota por reducir en 50 puntos base la tasa de política monetaria; el Consejero señor Desormeaux por mantener la tasa; la Consejera señora Ovalle por mantener la tasa; el Vicepresidente señor Marshall por reducir en 25 puntos base y el Presidente señor Massad por reducir en 25 puntos base. Existiendo empate entre la posición de mantener la tasa y la de reducirla en 25 puntos base, el Presidente hace uso de su voto decisorio a favor de esta última opción.

Asimismo, el Presidente solicita al Ministro de Fe Subrogante, don Jorge Carrasco, que la Fiscalía proponga una complementación al Reglamento para el Funcionamiento del Consejo, en que se comprendan las distintas situaciones susceptibles de producirse en las votaciones del Consejo.

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

36-01-020808 – Tasa de Instancia Monetaria.

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

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

IV. Comunicado

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

Los antecedentes acumulados desde la reunión anterior muestran un deterioro en las perspectivas de crecimiento de distintos socios comerciales, especialmente de Estados



Unidos, tanto para éste como el próximo año. Este panorama ya se ha reflejado en un menor precio de algunas materias primas, en particular del cobre.

Durante el último mes, los mercados financieros de la región continuaron enfrentando una fuerte volatilidad. Esta probablemente se tienda a aminorar luego de los anuncios de Brasil y el Fondo Monetario Internacional del día de ayer. Con todo, los indicadores financieros de la economía chilena se han comportado de acuerdo a los sólidos fundamentos que la distinguen.

En el ámbito interno, se ha mantenido la tendencia hacia presiones inflacionarias reducidas. Ello obedece tanto a la propia evolución de los distintos indicadores de costo como a los antecedentes que hacen prever tasas de crecimiento menores que las previstas anteriormente para los próximos trimestres. Este cuadro, ya anticipado en la Reunión de Política Monetaria anterior, justifica la adopción de una política monetaria más expansiva y es coherente con una inflación que se mantendrá en niveles acotados, consistentes con una convergencia al centro del rango meta en el horizonte de proyección.

El Banco Central continuará usando la política monetaria con la flexibilidad que las circunstancias requieran, de modo de confrontar las desviaciones que se proyecten respecto de la trayectoria esperada de la inflación en relación con la meta."

El Consejo aprueba el texto del comunicado.

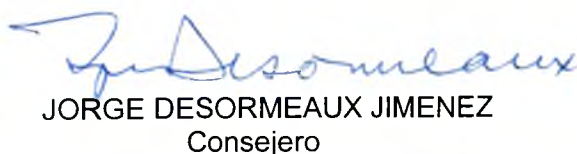
Se levanta la Sesión a las 17,45 horas.



JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente



CARLOS MASSAD ABUD
Presidente



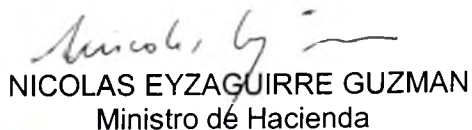
JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero



MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera



JOSE DE GREGORIO REBECO
Consejero



NICOLAS EYZAGUIRRE GUZMAN
Ministro de Hacienda



JORGE CARRASCO VASQUEZ
Ministro de Fe (S)



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 37
DE POLITICA MONETARIA
celebrada el 5 de septiembre de 2002

En Santiago de Chile, a 5 de septiembre de 2002, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Carlos Massad Abud, con la asistencia del Vicepresidente don Jorge Marshall Rivera y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina, señor Jorge Desormeaux Jiménez y señor José De Gregorio Rebeco.

Asiste la Ministra de Hacienda Subrogante, señora María Eugenia Wagner Brizzi.

Asisten también los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Angel Nacrur Gazali;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga;
Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de 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, señora Cecilia Navarro García.

I. Resolución sobre Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 36, celebrada el 8 de agosto de 2002.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo el Proyecto de Acta de la Sesión N° 36, celebrada el 8 de agosto de 2002, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

II. Resolución sobre Minuta del Acta correspondiente a la Sesión N° 35, celebrada el 11 de julio de 2002.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo la Minuta correspondiente al Acta de la Sesión N° 35, celebrada el 11 de julio de 2002, la que se aprueba sin observaciones.

Handwritten signatures and initials in the bottom left corner.



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

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

IV. Exposición.

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

En los últimos meses, contrariamente a lo que se esperaba, las perspectivas de crecimiento mundial y las condiciones financieras internacionales sufrieron un sustancial deterioro adicional. Este escenario reduce las perspectivas de crecimiento interno a futuro, incrementa las holguras de capacidad utilizada esperadas y acota las presiones inflacionarias de mediano plazo. Basado en estos antecedentes, además de un crecimiento de la actividad económica del país más lento que el esperado en el *Informe* de mayo, coherente con un reducido impulso inflacionario, el Banco Central redujo la tasa de interés de política monetaria hasta 3,0% anual. Los mercados financieros en Chile han continuado reaccionando con flexibilidad a estas nuevas condiciones, lo que se aprecia en la caída importante de las tasas de interés a todos los plazos y en la persistencia del tipo de cambio real en niveles por sobre los del promedio del año pasado. El crecimiento de las exportaciones permite que la actividad, a pesar de todo, crezca, amortiguando con ello la fuerte caída de los términos de intercambio y de los flujos de capitales hacia el país, factores que constituyen un importante freno al crecimiento de la demanda interna.

Las tendencias en Estados Unidos han sido distintas a las que pronosticaban mercados y analistas. En vez de un repunte relativamente rápido de la inversión, se dio una situación de mayor incertidumbre, a raíz de los fraudes contables y problemas financieros de algunas compañías. La confianza de los consumidores parece estar estancada, mientras que el mercado laboral todavía indica bastante debilidad en la creación de empleos. En este ambiente, una parte de los analistas considera probable que la Reserva Federal reduzca la tasa de fondos federales en el corto plazo.

Este peor escenario para la economía norteamericana tiene implicancias negativas sobre las posibilidades de crecimiento de otros países. Por su parte, las proyecciones de crecimiento de varios países latinoamericanos se han reducido, fruto de la complicada situación financiera por la que atraviesan. Se estima que este nuevo escenario mundial implica rebajar entre medio punto y un punto porcentual las proyecciones del último *Informe* sobre crecimiento mundial anual ponderado por exportaciones de Chile, para el año 2002 y el año 2003.

El panorama para los términos de intercambio también se ha corregido a la baja, aunque por ahora se considera poco probable una caída adicional del precio del cobre similar a la de la segunda mitad del año pasado. Con un promedio de US\$0,70 la libra para este año y US\$0,76 la libra para el próximo, los términos de intercambio caerán 2% con respecto al 2001, recuperando el nivel promedio de ese año recién el año 2003, pero ubicándose aún 5% por debajo del promedio de los noventa.

Los flujos de capitales hacia América Latina para este año y el próximo se esperan particularmente reducidos, en niveles comparables con los vividos tras las crisis asiática y rusa en 1998-1999, reflejando la persistente inestabilidad regional y la poca disponibilidad de financiamiento a nivel global. A la incertidumbre política en Brasil, y a las dudas con



respecto a la forma que tomará la normalización financiera en Argentina, en momentos se agregaron las inquietudes sobre el eventual apoyo del Fondo Monetario Internacional a algunos países de la región. Además, se prevé que los flujos de inversión extranjera directa se mantendrán en niveles bajos, tendencia que se observa en la mayoría de los países emergentes. Sin embargo, las noticias más recientes han tenido aspectos favorables, gracias al apoyo de los organismos multilaterales de crédito a países como Brasil. A esto se agrega la aprobación del *Trade Promotion Authority* (TPA) en el Congreso de Estados Unidos de América que ha permitido, junto con la finalización de las negociaciones comerciales con la Unión Europea, consolidar la diferenciación de Chile en los mercados financieros internacionales.

Los *spreads* sobre los distintos bonos soberanos han tenido fluctuaciones en línea con los mercados internacionales, sin alcanzar en todo caso los niveles máximos del segundo semestre del año pasado. En su mayoría, los *spreads* corporativos han mantenido los diferenciales históricos respecto del soberano. Con todo, se han visto caídas sustanciales de las tasas de interés de largo plazo en Chile, reflejando perspectivas de crecimiento más débiles y acomodando las acciones recientes de política monetaria en un entorno de relativa estabilidad en los mercados financieros internos. El tipo de cambio, respecto de los niveles mostrados cuatro meses atrás, se ha depreciado alrededor de 9%, siendo absorbido sin sobresaltos por los distintos agentes. Esto revela que el sistema de flotación está afianzado, con un mercado de cobertura de riesgos razonablemente profundo y ajustes de portafolio menos intensos que los observados en el pasado ante movimientos cambiarios de magnitud comparable.

A su vez, la transmisión de las reducciones de la tasa de política monetaria al mercado continúa, lo que se advierte incluso en caídas de las tasas de los créditos de segmentos con mayor inercia, tales como las colocaciones de 90 días a un año y las tasas de tarjetas de crédito y créditos de consumo de montos pequeños. Cabe destacar que la nominalización de la política monetaria implementada el año pasado permite que la tasa de política monetaria se encuentre en su nivel actual, induciendo además los cambios de portafolio esperados, desde activos indexados a activos en pesos. La emisión de nuevos títulos de deuda por parte del Banco Central, que reemplazarán a los actualmente vigentes, permitirá, entre otros aspectos, profundizar este proceso de adecuación del portafolio. Cabe resaltar también que el ajuste de precios de activos y tasas de interés descrito se ha materializado en el contexto de un sistema financiero que exhibe gran solidez, lo que se demuestra por los distintos indicadores de solvencia, riesgos y rentabilidad de la industria.

Este conjunto de antecedentes muestra cómo la economía chilena se ha acomodado a las tendencias del escenario externo e interno, permitiendo compensar en parte los efectos negativos sobre la actividad y el gasto que se derivan de la debilidad del entorno global. Los volúmenes exportados continúan con altas tasas de crecimiento, superiores a las previstas algunos meses atrás. En particular, las exportaciones no cobre mostrarán incrementos en torno a 10% este año, a pesar de la caída en la demanda regional de importaciones industriales y las pérdidas de ingreso por menores términos de intercambio. La productividad del trabajo, especialmente en el sector manufacturero, ha retomado una senda creciente lo que, junto al nivel más depreciado del tipo de cambio real, sostiene la competitividad y el dinamismo del sector exportador.

En el ámbito del gasto interno las noticias no han sido positivas. Pese a que durante el primer semestre se dio una recuperación de algunos componentes específicos de la demanda, tales como la acumulación de existencias, la compra de bienes durables y la inversión en maquinaria, ésta fue menos vigorosa que lo esperado, previéndose una

Handwritten signature and initials.



desaceleración adicional para el segundo semestre, proceso que ya se aprecia en las importaciones en lo que va del período. La acumulación de existencias en la industria parece haber sido acomodada mediante menor actividad, frente a la debilidad de las ventas destinadas al mercado interno, mientras que las compras de durables, por ejemplo de vehículos nuevos, ya llevan algunos meses sin crecer. El consumo privado muestra un menor dinamismo, coherente con la trayectoria del ingreso privado disponible y con los indicadores de confianza de los consumidores, que se ubican en niveles relativamente bajos después de revertir parcialmente la fuerte caída del segundo semestre de 2001.

Este panorama refleja el comportamiento plano que ha mostrado la ocupación. A pesar de que la creación de empleos en la construcción continúa —gracias a que se mantiene el dinamismo del mercado inmobiliario y a los proyectos de inversión pública— este sector es demasiado pequeño como para cambiar las tendencias generales del mercado laboral. En el corto plazo, la tasa de desocupación desestacionalizada seguirá en torno a los niveles actuales, debido a la caída de la tasa de participación y al incremento esperado en los programas especiales de empleo. Es probable que en un mercado laboral con mayor capacidad para adecuarse a las condiciones macroeconómicas —lo que incluye, por ejemplo, salarios más sensibles a las condiciones cíclicas y/o menores costos de contratación— la absorción de distintos *shocks*, aún cuando implique una desaceleración de la actividad, tenga efectos sobre el nivel de empleo menos marcados. Esto, a su vez, podría mitigar el negativo efecto que tiene el escenario global sobre el gasto interno y las expectativas de los hogares. Considerando el importante rol que juegan las remuneraciones del sector público como señal para los salarios de otros sectores, cabría examinar un reajuste que considere las persistentes holguras que se observan en el mercado laboral.

La política fiscal ha continuado jugando un rol anticíclico acorde con la regla del superávit estructural. Además, la menor inflación acumulada durante este año respecto de los supuestos usados en la confección del presupuesto, ha implicado que la expansión del gasto sea algo mayor que la anticipada. El crecimiento de la inversión de las empresas públicas también ha contribuido a sostener un mayor impulso. En el futuro, la mantención del esquema actual de política fiscal basada en reglas apoyará la mejor diferenciación de Chile en los mercados internacionales, a través de asegurar que la solvencia no está en riesgo, entre otros beneficios.

El panorama para la formación bruta de capital también se ha corregido a la baja en el corto plazo. Durante el primer semestre de este año hubo un repunte muy leve de las importaciones de bienes de capital, por debajo de lo proyectado con anterioridad, al punto de que en julio fue el componente de las importaciones que mostró la mayor caída. Aunque las ventas de bienes de capital de la industria tuvieron un mayor dinamismo, en parte ello se ha debido a mayor demanda externa, y no a inversión interna. Asimismo, los indicadores agregados de rentabilidad del sector privado mantienen una trayectoria de lenta recuperación. Finalmente, a pesar de que las condiciones siguen siendo favorables para la construcción, que la actividad en el mercado inmobiliario es hoy más dinámica que a principios de año, y que la inversión pública ha mantenido una fuerte expansión, para el sector se espera un crecimiento entre 2% y 3% durante este año.

En suma, las noticias tanto externas como internas apuntan a un menor dinamismo de la actividad y del gasto, a un incremento de las brechas productivas y, en consecuencia, a menores presiones inflacionarias. En el segundo trimestre, la actividad se expandió 1,7%, afectada parcialmente por una caída puntual en el sector minero, y para el tercer trimestre se espera un crecimiento en torno a 2%. El gasto, en tanto, cayó 0,4% en el segundo trimestre, esperándose un crecimiento leve para el tercero. Con todo, en el

10.09.02
D.



escenario base de este informe, bajo el supuesto metodológico de que la tasa de interés de política monetaria se mantiene constante en su nivel actual, se proyecta que este año el PIB crecerá entre 2 y 2½ por ciento, mientras que el gasto crecerá entre 0% y 0,5%. Con ello, suponiendo que el crecimiento económico se ubica en el centro del rango anterior, la cuenta corriente de la balanza de pagos tendrá un saldo superior al previsto hace unos meses, con un déficit en torno a 0,5% del PIB.

Aunque la inusitada volatilidad que se observa en los mercados internacionales y regionales pone una mayor cuota de incertidumbre en cualquier proyección, para el próximo año se estima que, en el escenario más probable, la actividad tendrá una expansión de 3½ a 4½ por ciento, lo que es coherente con el deteriorado panorama global y el escaso dinamismo del gasto interno. Para el año 2004, en la medida que la economía mundial se expanda a tasas cercanas a su potencial, la actividad en Chile crecerá a tasas más cercanas al 5%. Se estima que la demanda interna, en el escenario de crecimiento al centro del rango anterior, tendría un crecimiento promedio en 2003 y 2004 en torno a 4,5%, lo que mantendría las cuentas externas más cercanas al equilibrio, alcanzando el déficit de la cuenta corriente cifras entre 0% y 0,5% del PIB en ambos años. Los principales factores detrás de la trayectoria de aceleración esperada para la actividad son el paulatino mejoramiento de las condiciones internacionales y el impulso de la política monetaria, el que aún está en el proceso de transmisión al resto de la economía. En contra de estos efectos de aceleración están el menguado flujo de capitales esperado para la región durante los próximos trimestres y la persistencia de los niveles de desempleo, lo que limita las posibilidades de una expansión más sostenida del consumo.

En los meses recientes, la inflación anual se ha ubicado algo por sobre el 2%, el piso del rango meta, lo que era previsible porque la aceleración inflacionaria del tercer trimestre del 2001 fue esencialmente transitoria. Si bien la inflación subyacente ha seguido una trayectoria algo por debajo de lo anticipado, se espera que la inflación total anual se ubique en 3,1% hacia fines de año. Esta tasa será algo superior a la esperada en mayo, debido a la depreciación adicional que tuvo el tipo de cambio y su efecto sobre el precio interno de los combustibles y las tarifas de servicios regulados. La inflación subyacente se mantendrá en torno a 2,5% en lo que resta del año.

El precio del petróleo se ha incrementado en las semanas más recientes, a raíz de la posibilidad de conflicto en el Oriente Medio. Para este año se considera que, en promedio, alcanzará US\$25 por barril, llegando a US\$24 el año 2003 y US\$23 el año 2004. Por su parte, el nivel actual del tipo de cambio mantendrá comprimidos los márgenes internos en el corto plazo, lo que tenderá a disiparse junto con la aceleración de la actividad. En este escenario, se considera que el tipo de cambio real tendrá una apreciación acumulada del orden de 2% hacia fines del horizonte de proyección, reflejando la recuperación del entorno internacional y de los términos de intercambio esperados para el año 2004. Por ahora se descarta que la devaluación del peso argentino esté teniendo efectos deflacionarios relevantes sobre los precios en Chile, lo que se verifica en la trayectoria de los índices de valor unitario de las importaciones. Con todo, en el curso del año 2003 y hacia fines del horizonte de proyección, se proyecta la inflación anual en torno a 3%.

10.12

10.12



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 37
Política Monetaria
05.09.2002

6.

Resumen Proyecciones

	MAYO 2002 (TPM 4,00)				SEPTIEMBRE 2002 (TPM 3,00)			
	2000	2001 (f)	2002 (f)	2003 (f)	2001	2002 (f)	2003 (f)	2004 (f)
Tasa de variación anual								
Gasto Interno	5,9	-0,7	3,4	6,2	-0,7	0,4	3,7	5,1
Consumo	3,4	1,6	2,6	5,0	1,6	0,9	3,3	4,6
Inversión	14,0	-7,6	6,2	10,1	-7,6	-1,0	5,3	6,5
Formación Bruta de Capital Fijo	8,5	2,0	1,0	6,5	2,0	-1,0	2,0	5,0
Formación Bruta de Capital Fijo (% PIB)	23,1	22,9	22,5	22,6	22,9	22,2	21,8	21,8
Importaciones	12,6	-1,3	6,1	8,3	-1,3	0,8	7,7	9,0
Exportaciones	7,5	9,7	4,5	6,9	9,7	6,1	7,8	7,6
Total PIB	4,4	2,8	3,0	5,8	2,8	2,3	4,0	4,8
Ingreso Nacional	4,0	0,5	2,5	6,3	0,5	2,2	4,0	5,1
Millones US\$								
CUENTA CORRIENTE	-1.073	-1.241	-1.569	-1.565	-1.241	-309	-230	-187
CUENTA CORRIENTE (% PIB)	-1,4	-1,9	-2,3	-2,1	-1,9	-0,5	-0,3	-0,3
Balanza comercial	2.154	2.094	2.039	2.953	2.094	2.445	3.236	3.821
Exportaciones	19.246	18.505	19.449	22.279	18.505	18.480	21.056	23.463
Vol. exportaciones cobre	4,7	5,5	2,5	9,5	4,3	1,9	9,1	4,1
Vol. exportaciones no cobre ppales.	8,7	8,9	2,5	4,5	8,3	7,4	4,0	4,6
Vol. exportaciones resto	7,6	9,3	8,5	6,5	16,9	11,1	12,0	12,0
Importaciones	-17.091	-16.411	-17.410	-19.326	-16.411	-16.035	-17.821	-19.642
Servicios no financieros	-885	-999	-1.204	-1.343	-999	-699	-867	-1.017
Servicios financieros	-2.795	-2.757	-2.804	-3.679	-2.757	-2.591	-3.102	-3.578
Transf. unilaterales	454	422	401	505	422	537	504	588
Tipo de Cambio Nominal Promedio	539	635	663	663	635	680	690	690
Tipo de Cambio Real Promedio (1986= 100) *	86	97	99	98	97	101	103	101
Crecimiento términos de intercambio	2,7	-8,7	-0,1	4,0	-8,7	-2,0	1,6	2,0
Crecimiento socios comerciales	3,3	1,0	1,1	3,1	1,1	0,7	2,4	3,2
Inflación externa (en US\$) **	2,4	-0,7	0,0	2,3	-0,7	0,0	3,3	0,3
Premio soberano	201	180	103	90	180	160	170	160
Precio del cobre B. M. L. (c/lb)	82	72	73	82	72	70	76	82
Precio petróleo Brent (US\$/barril)	29	24	24	23	24	25	24	23
Libor US\$ (Nominal, 90ds, corriente)	6,5	3,8	2,7	4,6	3,8	2,0	2,8	4,6
Tasa de variación anual								
Inflación IPC promedio	3,8	3,6	2,5	2,8	3,6	2,4	3,0	3,0
Inflación IPC a diciembre***	4,5	2,6	2,7	3,0	2,6	3,1	2,8	3,1
Inflación IPCX promedio	2,9	3,1	2,8	2,8	3,1	2,7	3,0	3,0
Inflación IPCX a diciembre***	3,5	3,2	2,5	3,1	3,2	2,8	3,0	3,0

* Para 2002, 2003 y 2004 las proyecciones consideran las variaciones del TCPS.

** Excluye Argentina.

*** A septiembre en 2004.

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

El Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic, cree que es importante para esta reunión enfatizar la incertidumbre, particularmente alta, que está enfrentando la economía mundial. Señala que esto se refleja en varios aspectos, siendo uno de ellos a nivel de los mercados financieros internacionales, tanto en relación a las perspectivas



de Brasil como también de los países desarrollados, en particular Estados Unidos de América. La volatilidad implícita de las acciones transadas en Nueva York actualmente está a niveles parecidos a los que había después de los ataques del 11 de septiembre del año pasado y en el caso de Brasil, si bien los spreads se han reducido desde los niveles sobre 2.000 puntos, hace algunas semanas, a niveles de 1.700 actuales, siguen reflejando expectativas de los mercados de dificultades de pago muy importantes.

Además de lo anterior, manifiesta que aunque es más difícil cuantificarlo, la incertidumbre respecto a las perspectivas de crecimiento en Estados Unidos y el resto del mundo, así como en los países de la región, también parece ser alta, ligada al nerviosismo de los mercados financieros que acaba de mencionar. Y por último, señala que está la probabilidad importante de un ataque de Estados Unidos a Irak con los efectos en el precio del petróleo y otras consecuencias que son difíciles de precisar en este momento, porque los escenarios que vendrían después tampoco se advierten actualmente con claridad. Todo esto configura un escenario que es de incertidumbre más alta que en otros momentos en el pasado reciente.

El Vicepresidente señor Marshall, en relación con lo que ha planteado el señor Jadresic, señala que en una conferencia en la cual participó la semana pasada, el señor Greenspan hizo mención a este tema al señalar que se está viviendo una época de incertidumbre y volatilidad a nivel de la microeconomía, lo que significa que hay cambios fuertes de precios específicos que implican variaciones en el valor de las empresas, por lo que una empresa puede ver reducido sustancialmente su valor en un tiempo corto. El efecto anterior se expresa en precios específicos, pero al mismo tiempo, no se está viviendo un período de volatilidad especial en la macroeconomía. Agrega el señor Marshall, que en su planteamiento el señor Greenspan dio a entender que la economía real o los agregados económicos principales, en términos de inflación y producto, no están tan desviados de lo que es su trayectoria a mediano plazo, a diferencia de lo ocurrido en el pasado.

Señala el señor Marshall que se ha referido a lo anterior, a propósito de lo que se mencionaba, porque en ocasiones se habla de la volatilidad en general, como si ella afectase a cualquier variable.

El Presidente señor Massad manifiesta que es un punto importante para comentar, porque ese aspecto no se ha tomado en cuenta en el trabajo del Informe. Señala que puede haber una conexión entre la inestabilidad o volatilidad a nivel microeconómico y la tasa de crecimiento a la cual se establecen los equilibrios macroeconómicos, porque sin duda, en la medida que haya un grado mayor de volatilidad a nivel micro, se introduce un costo en nuevas inversiones que probablemente baja la tasa de crecimiento de la economía alrededor de la cual se tienden a producir los equilibrios macro. Hay alguna conexión, pero más que en términos de desequilibrios macro, probablemente está dada en términos de la tasa de crecimiento a la cual se establecen esos equilibrios, pero es un tema que se tendría que analizar más profundamente.

El Gerente de la División Internacional, señor Jadresic, aclara, respecto a la volatilidad en los países desarrollados y, en particular, en los Estados Unidos, que a lo que se refería era principalmente a la volatilidad de los precios de los activos financieros. Manifiesta que es efectivo que desde el punto de vista de la descripción de la economía real, se está pasando por un período de especial incertidumbre, al menos, cuando se mira la dispersión en las proyecciones de crecimiento. El temor es que, por efecto de esta importante volatilidad en los mercados financieros que, como decía, es comparable con la que había después del 11 de septiembre del año pasado, eso se pudiese traducir eventualmente en volatilidades en el sector de la economía real.

Handwritten signature in blue ink.



El Gerente de Análisis y Operaciones Internacionales, don Sergio Lehmann, manifiesta que efectivamente se reconoce mayor incertidumbre en los mercados financieros, la que en particular se ha visto reflejada en los mercados accionarios internacionales. No obstante, otro elemento importante a considerar se refiere al grado de aversión de los inversionistas, el que, de acuerdo con los indicadores que en este sentido construyen los bancos de inversión, así como la sensación que hoy día se percibe en los mercados, se ha visto incrementado. En este contexto, los agentes tienen menor inclinación para invertir en países emergentes, en especial en aquellos donde hay mayor preocupación respecto a los fundamentos macroeconómicos. Esto tiene incidencias negativas sobre el desempeño de las economías emergentes, producto de la disminución que por estos efectos se produce en la entrada de capitales.

El Consejero señor Desormeaux señala respecto al comentario del Vicepresidente señor Marshall que lo considera muy interesante, sin embargo cree que hay que hacer un contrapunto en el caso de los países emergentes. Piensa que se puede decir, en el caso de los países desarrollados, que lo que se ve no son grandes desequilibrios macro, no hay grandes amenazas allí, pero hay un cambio en percepciones, un aumento en la aversión al riesgo, como señalaba el señor Lehmann, que ha significado un importante cambio en los flujos de capitales hacia países emergentes y justamente eso ha generado problemas macro en los países emergentes, particularmente en los de América Latina, porque como no hay instituciones ni políticas flexibles, ha costado mucho, y especialmente a nuestros vecinos, ajustarse a esta caída del flujo de capitales. Hay que pasar de grandes déficit en cuenta corriente a déficit pequeños y no existen flexibilidades en los mercados laborales, y tampoco en ciertas políticas cambiarias y en las instituciones, y ése es el problema que se está viviendo hoy día. Cree por lo tanto que, en el caso de los países emergentes, el problema tiene también un elemento macro.

El Presidente señor Massad señala que el cuadro de desarrollos económicos a nivel internacional, especialmente al de nuestros vecinos, no termina de aclararse y se ha visto en días recientes volatilidades muy altas en los precios de bolsa y más bien una tendencia hacia abajo, con mucha variabilidad, pero con esa tendencia; incluso en el caso de Japón se llega a niveles de precios de bolsa que, según dicen analistas, incrementan en grado relativamente considerable el riesgo de los bancos japoneses y se comienza a pensar en cuáles van a ser las reacciones de política en ese país para poder enfrentar riesgos en sus bancos. Manifiesta que los movimientos bursátiles han ocurrido con mucha volatilidad, por eso es muy difícil formarse una apreciación relativamente firme de lo que pudiera ocurrir hacia adelante en el campo internacional, si bien, las señales hoy día son algo mejores que las que había hace algunas semanas atrás, resultan sin duda peores que las de hace algunos meses. Por consiguiente, si se compara la situación internacional hoy día con la del Informe de Política Monetaria de mayo, la situación es peor.

En el caso de nuestros vecinos, manifiesta que, en algún momento, hubo la esperanza de que Argentina pudiera alcanzar un acuerdo relativamente rápido con el Fondo Monetario Internacional, esperanza que parece desvanecerse. En el caso de Brasil, se percibió en un momento una posibilidad de salida en función de una ayuda importante del Fondo Monetario Internacional, pero no pasaron más de tres o cuatro días antes que esa posibilidad se desvaneciera y ahora empiezan a aparecer ciertos síntomas de peligro en la economía brasileña que van más allá de simples resultados electorales. Existe una situación internacional que no termina de despejarse, tema que nos va a preocupar bastante en los próximos meses y que hay que seguir con mucha atención por los efectos que pueda tener sobre nuestra economía que no está exhibiendo tampoco una dinámica interna muy positiva. La excepción son, y esto es algo que se debiera destacar especialmente, las exportaciones,

[Handwritten signature]



que en volumen están creciendo a dos dígitos, tanto el total como aquellas no tradicionales. Cree que estas cifras son, en parte, producto de la combinación de la política económica que existe hoy día, que ha permitido dar un grado de estímulo a las exportaciones y facilitado una tasa de crecimiento importante frente a las negativas condiciones externas que se enfrentan. Señala esto porque, en la medida que se ha logrado mantener un esquema muy flexible de políticas, se ha permitido, efectivamente, orientar recursos en las direcciones apropiadas y mantener un grado de competitividad importante aún en un mundo que se ve afectado por problemas de incentivos relevantes y por tasas de crecimiento relativamente reducidas. Hace este comentario porque permite afianzar la confianza en el esquema de política que se tiene, que en algunas oportunidades se ha puesto en duda por algunos analistas y medios de prensa. Estima que se puede estar satisfecho de que el esquema de política que hay en práctica, con una política fiscal basada en reglas y metas de inflación y una política cambiaria de tipo de cambio flotante, está jugando el papel que en momentos difíciles en el mundo tiene que desempeñar y dando márgenes de movimiento en ese ambiente negativo, que no existirían de otra manera.

El Consejero señor De Gregorio, en relación con los aspectos planteados sobre la volatilidad, señala que efectivamente enfrentamos un mundo bastante más volátil. Cree que es importante también distinguir en la diferencia de la volatilidad de precios y de precios de los activos financieros que, en cierta medida, refleja que se está ajustando la economía y eso, de alguna u otra manera, impide que sus repercusiones sobre el nivel de actividad sea mucho mayor, de modo que la volatilidad que se está observando en Chile desde el punto de vista cambiario y en la economía desarrollada en los precios de las acciones, sin duda agrega mayor incertidumbre en cuanto al valor de los activos, pero de alguna u otra manera también es el mecanismo de ajuste que permite que los cambios de cantidad sean mucho más atenuados y cree que eso es lo que se ve, incluso dentro de la región, excluyendo el caso de Argentina, estando en una situación tan dramática como, por ejemplo, la que se vivió a principios de los años 80 donde los ajustes fueron mucho más fuertes desde el punto de vista del nivel de actividad y tal vez no tanto desde la perspectiva de precios de activos.

El Presidente concuerda con lo expresado por el señor De Gregorio y desea agregar que tanto él como los demás consejeros han hablado de flexibilidad en el campo laboral. Aclara que cuando habla de flexibilidad en dicho campo, no se está refiriendo a despedir o no despedir trabajadores, sino que a un rango de flexibilidad de precios en el mercado laboral que permita, precisamente, hacer el ajuste por la vía del precio en lugar de la cantidad.

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

Al respecto, el señor Valdés señala lo siguiente:

1. En la reunión de política monetaria de julio, el Consejo decidió reducir la tasa de política monetaria en 25 puntos base a 3% anual. Se justificó ampliar el impulso monetario en vista que las presiones inflacionarias se mantenían reducidas. Esto obedecía a la propia evolución de los distintos indicadores de costo y a los antecedentes que consolidaban la expectativa de tasas de crecimiento menores para los próximos trimestres. En este cuadro se incluía un deterioro importante de las perspectivas de crecimiento de los socios comerciales y expectativas de que los anuncios del acuerdo entre Brasil y el Fondo Monetario Internacional tendrían un impacto positivo en los mercados financieros regionales.



2. Durante las últimas semanas, aunque las perspectivas para el escenario de crecimiento global han tendido a estabilizarse, los acontecimientos más recientes confirman que existen escenarios alternativos, más negativos, que están aún latentes. La situación financiera de la región sigue convulsionada y los avances entre el Fondo Monetario Internacional y Brasil tuvieron un impacto menor al que se esperó inicialmente. Durante los últimos días el peso ha sufrido una presión adicional, principalmente como consecuencia de un entorno internacional y regional más negativo (entre la reunión pasada y la actual el tipo de cambio nominal se ha depreciado algo menos que 3%).
3. Respecto del desempeño de la economía nacional, los antecedentes acumulados durante las últimas semanas han estado aproximadamente en línea con lo esperado hace un mes, y las desviaciones han estado más bien en el lado de mayor actividad y mayores presiones de costos. De esta manera, por ejemplo, el crecimiento de la producción industrial de julio estuvo en línea con lo presupuestado, mientras que el crecimiento de las importaciones de agosto fue superior al esperado (hace un mes se esperaba -7% y resultó casi 20%). Con todo, el incremento del IMACEC de julio estará marginalmente por debajo de lo esperado hace un mes, por la contribución negativa de factores de oferta, en particular de los sectores minería, electricidad, gas y agua. Por el lado de la inflación, se consolida la expectativa de aceleración de la inflación anual del IPC hacia el centro del rango meta, por el efecto de la evolución del tipo de cambio y de los combustibles en las tarifas reguladas.
4. Con relación a los resultados de la ronda de proyecciones realizada para esta reunión de política monetaria, cabe destacar que, en el escenario central y bajo el supuesto de política monetaria constante, la inflación se mantendrá oscilando en torno del centro del rango meta durante los dos próximos años. Específicamente, si se mantiene la tasa en 3%, se proyecta que la inflación del IPC llegue a 3% a fines de este año, se mantenga en torno a este número los trimestres siguientes, para finalizar en 3,1% a fines del horizonte de proyección, el tercer trimestre de 2004. El IPCX tendría un comportamiento similar. El crecimiento, en tanto, alcanzará en el escenario base 2,3% en el año 2002, 4% en el año 2003 y 4,8% en el año 2004. En lo fundamental, en este panorama donde la inflación converge al centro del rango meta, se conjugan un tipo de cambio real más depreciado (4% más depreciado a fines del horizonte de proyección respecto del escenario base del Informe de Política Monetaria anterior), una pequeña alza en la inflación externa relevante, expectativas de que los salarios aumentan de acuerdo a las prácticas de indización históricas, y brechas más amplias en el uso de la capacidad instalada durante el horizonte de proyección (4,6% promedio en este Informe de Política Monetaria frente al 3,4% en el anterior).
5. En este contexto de nuevos antecedentes y proyecciones se propone considerar dos alternativas como opciones de política: mantener la tasa de interés en su nivel actual o disminuirla en 25 puntos base.
6. Se propone descartar como alternativa un alza de las tasas porque por ahora no se vislumbra que la trayectoria de la inflación en los próximos trimestres sea inconsistente con la meta. Asimismo, se sugiere descartar como alternativa una rebaja más agresiva que 25 puntos base por el grado de intensidad de las turbulencias internacionales de los últimos días y el panorama de mediano plazo proyectado para la inflación en el escenario base. En estas circunstancias, una rebaja de tasas agresiva parece tener mayores riesgos de ser desestabilizadora.
7. Las proyecciones con la alternativa de mantener y la alternativa de recorte de 25 puntos base se presentan en la tabla siguiente. Los efectos de la rebaja son pequeños reflejando en parte el tamaño de la variación en la tasa de política monetaria: el crecimiento aumenta



una décima en el año 2003 y en el año 2004 y la inflación aumenta en una décima durante la segunda mitad del horizonte de proyección.

		Tasa fija en 3%	Tasa fija en 2,75%
IPC	12 meses	3,0	3,0
	24 meses	3,1	3,2
	Promedio	2,9	2,9
IPCX	12 meses	3,1	3,1
	24 meses	3,1	3,2
	Promedio	2,8	2,8
PIB	2003	4,0	4,1
	2004	4,8	4,9

8. Con estos antecedentes, se puede argumentar que mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual es la alternativa más adecuada, si se considera: (i) que ya es una instancia claramente expansiva, cuyos alcances aún no terminan de manifestarse en el resto de la economía (ii) que con el nivel de tasas que existe en la actualidad la proyección de inflación se alinea bien con el centro del rango meta, y (iii) que, como se comentó más arriba, las noticias sobre la economía nacional son más bien positivas por el lado de la actividad y negativas en el frente inflacionario. A estos argumentos se suma la volatilidad financiera regional observada en los últimos días, que mantiene el tipo de cambio nominal algo por encima de lo contemplado en el escenario base del Informe de Política Monetaria.
9. Por otra parte, es posible justificar la alternativa de rebajar la tasa de política monetaria con un análisis de riesgos. En la medida que se piense que la turbulencia financiera es más bien pasajera, cabe considerar que el análisis realizado para esta reunión concluyó que si bien los riesgos para la inflación están balanceados, en cambio, tienen un sesgo negativo para la actividad. En prevención de estos riesgos, y dado que las proyecciones de inflación están alineadas con el centro del rango meta, se podría argumentar a favor de reducir la tasa de interés.
10. Respecto de elementos de corte estratégico, cabe destacar que aunque las opiniones de los analistas están más bien divididas sobre la conveniencia o probabilidad de un recorte de tasas, el comportamiento de las tasas de interés nominales de corto plazo parece indicar que los mercados financieros le asignan ahora una menor probabilidad a una reducción de la tasa de política monetaria. A esto se añade que la información que maneja el Banco Central sobre la economía interna es más positiva que la que posee el propio mercado.

El Presidente ofrece la palabra para comentar las opciones.

El Gerente General, don Camilo Carrasco, recuerda que en la reunión pasada habría preferido que se rebajara la tasa en 50 puntos base en lugar de 25 puntos base. Señala que desde ese punto de vista, quizás lo lógico sería ahora estar a favor de 25 puntos más de rebaja, pero la verdad es que cree que la situación económica general no está como para hacer política monetaria de extremada sutileza y los porcentajes de 25 puntos base aparecen como razonables para otras épocas. Por lo expuesto y no habiendo suficientes antecedentes como para dar una señal más fuerte, es partidario, en esta oportunidad, de mantener la tasa de política monetaria.



El Gerente de División Internacional, señor Jadresic, básicamente dice compartir la visión del Gerente General en términos de la recomendación de política. Señala que se ha hecho un ejercicio de proyección de inflación para los próximos dos años del cual se concluye que la inflación está en línea con las metas del horizonte de proyección. Son proyecciones que comparte, dada la situación del tipo de cambio real, inflación externa y precio del petróleo que se está suponiendo. En particular, respecto del tipo de cambio, cree que es importante tomar en cuenta que más allá de las presiones provenientes de la situación de Brasil, hay otros elementos que también contribuyen a explicar la depreciación del peso que tienen que ver con la caída del precio del cobre en este último par de meses, así como el aumento del precio del petróleo. Dice que también es sugerente el hecho de que la depreciación del tipo de cambio es algo que no sólo se ha observado en Chile, sino que también en casi todas las economías de la región, incluyendo, por ejemplo, México, de modo que el problema no sería sólo la situación de Brasil. Por consiguiente, tomando en cuenta estos elementos, así como el aumento de la incertidumbre que mencionó anteriormente, cree que en esas condiciones resulta poco claro que haya razones poderosas por las cuales se debiera subir o bajar las tasas. De hecho, señala que ni siquiera existe claridad de cuáles van a ser con mayor probabilidad los pasos siguientes respecto a los movimientos de tasa y en esas condiciones, cree que es mejor abstenerse de modificarla.

La Ministra de Hacienda Subrogante, señora María Eugenia Wagner, señala que el Gobierno tiene en alta consideración la importancia de una política monetaria que refleje un firme compromiso antinflacionario. Manifiesta que admite la necesidad de un proceder cauteloso, en estos momentos, cuando la incertidumbre regional e internacional se ha traducido en una mayor volatilidad de los mercados financieros y, en particular, de los mercados cambiarios. Sin embargo, señala que también le parece importante continuar monitoreando estrechamente la evolución de la demanda agregada y del empleo, recordando en este ámbito que acciones que pueden ser oportunas y eficaces en un momento dado, pueden no serlo en el futuro, llegando incluso a que estas acciones sean inoperantes.

El Consejero señor De Gregorio comparte los análisis sobre política monetaria que ha presentado la División Estudios y al respecto enfatiza algunos aspectos. Señala, en primer lugar, que no ha habido ninguna sorpresa significativa en materia de cifras desde la última reunión de política monetaria que haga cambiar las perspectivas económicas. En particular, no ha habido noticias que indiquen algún deterioro adicional de la actividad económica con riesgos de bajas de la tasa de inflación por debajo del rango meta. En consecuencia, y asumiendo que con la decisión del mes pasado se está en torno a lo que sería una tasa de interés razonable, u óptima para las actuales condiciones económicas, en esta oportunidad no habría razón para mover la tasa de política monetaria. En segundo lugar, aún cuando se pueda argumentar que se está algo por arriba o algo por debajo de lo que hace un mes se podría haber estimado como la tasa de política monetaria más adecuada, en lo personal piensa que es necesario destacar que los cambios de la tasa de interés, más allá de su magnitud, tienen un contenido informativo importante. Cree que hoy día no hay razones para dar una señal de debilidad adicional, en caso que se proponga bajar la tasa, o de riesgo inflacionario, en caso que se piense que está muy baja y haya que subirla.

También estima necesario destacar que en las últimas semanas se ha observado la transmisión de la política monetaria al mercado financiero y por lo tanto, su contribución a la estabilización macroeconómica. Por un lado, se aprecia en la evolución de la tasa de los papeles del Banco Central los que han respondido conforme a la relajación monetaria ocurrida en los últimos meses y las perspectivas económicas. Por otro lado, también se observa el accionar de la política monetaria en las ofertas de créditos para clientes pequeños recientemente anunciadas. Asimismo, tal como lo demuestra el análisis de rentabilidad realizado en base a los datos de las FECUS, la actual instancia expansiva de la



política monetaria ha significado un importante fuente de utilidades del sector productivo nacional, y aunque en el margen no se estén expandiendo aceleradamente las colocaciones, tanto en el margen como intramarginalmente las actuales tasas de interés generan un efecto positivo sobre las utilidades de las empresas, gracias a una política monetaria expansiva.

Por último, manifiesta que otro elemento que es importante destacar respecto de la evolución de la economía en la actual coyuntura es el problema de las percepciones, o confianza, del sector privado. Desde hace algún tiempo, y a la luz del debate de la transmisión de la tasa de política monetaria al mercado, se ha enfatizado, correctamente, que la gran mayoría de la oferta de crédito se ha beneficiado de la baja de tasas, aunque aprovecha a una fracción pequeña del número de deudores. En términos gruesos, se ha afirmado que la baja de tasas ha llegado a aproximadamente al 80% de los créditos, pero constituido sólo por el 20% de los deudores. Por lo anterior, considera que también un aumento en el número de agentes beneficiados por las rebajas de tasas como las que estarían ocurriendo ahora, contribuye a recuperar la confianza y mejorar la percepción sobre la evolución de la economía. En definitiva, lo que quiere decir es que no sólo el monto del crédito, sino que también el número de agentes afectados, es relevante para que la política monetaria tenga efectividad, en particular, sobre las percepciones del sector privado. Y lo que se ha visto en los últimos días es precisamente la positiva acción que tiene una política monetaria expansiva.

En conclusión, señala que la política monetaria está actuando adecuadamente para un escenario externo extremadamente adverso y una economía doméstica débil, y a su juicio, no hay razones de peso para sugerir un cambio en la tasa de interés.

El Consejero señor Desormeaux comparte las recomendaciones centrales que hace el informe de la División Estudios, como el énfasis en la turbulencia mundial, los riesgos que están en desarrollo y que pueden materializarse más adelante con la economía norteamericana, en Europa, en Japón, la posibilidad de un ataque a Irak y de que la situación brasileña definitivamente tenga un desenlace que no sea feliz. Todo ello, naturalmente, es algo que debiera llevar a emplear una prudencia especial. La observación que hace al Informe es que no ve por qué se puede descartar la opción de subir 25 puntos base. Le parece que la mejor opción ciertamente es la de mantener; que la opción de subir 25 puntos base tiene tanta o más, hoy día, justificación que la de bajar 25 puntos base. Las razones son, por una parte, lo que ya se ha señalado respecto al riesgo y por otra parte, el punto de partida en que se está hoy es una política monetaria muy estimulativa, la más estimulativa de la región, y eso significa que se corre el riesgo de que ante un deterioro adicional de las condiciones externas, estas tasas de interés pudieran generar un estímulo que hoy día no existe y que ello comprometiera la recuperación de la economía chilena y la meta de inflación. Desea también apuntar a que la tasa de inflación proyectada 24 meses hacia adelante es una tasa que está levemente por encima del 3%. Es cierto que en la trayectoria está por debajo, pero en el punto final se está por arriba del 3%.

Y por último, señala que los bancos centrales son normalmente instituciones adversas al riesgo y esa es una razón adicional para haber contemplado este escenario. Con todo, le parece que la mejor opción es justamente la que recomienda la División Estudios.

La Consejera señora Ovalle cree que se han dado sólidos fundamentos para mantener la tasa, basados principalmente en el deterioro de la situación internacional que sigue muy convulsionada debido, entre otros, a que los avances en los acuerdos entre el Fondo Monetario Internacional y Brasil han tenido un impacto menor al esperado inicialmente y hay mayores presiones de costos por el lado inflacionario. Por lo tanto, su decisión es mantener la tasa de política monetaria, lo que a su vez contribuye a dar una mayor estabilidad a nuestro mercado.



El Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera, efectúa ciertos alcances en torno a los comentarios que se han formulado en esta reunión respecto al rol que tiene la política monetaria en periodos como éste, no obstante de aclarar que está de acuerdo con el diagnóstico que se ha presentado. Señala que si la economía internacional se recupera al igual que los precios de las exportaciones, entonces la economía chilena va a poder aumentar el crecimiento de 2% a un 4% en los próximos dos años y la inflación se va a mantener dentro del rango meta. Pero existen escenarios alternativos relevantes, con riesgos negativos. Manifiesta que frente al tipo de riesgos que se avizoran en el escenario internacional, menor crecimiento, turbulencias financieras y caída de términos de intercambio, el esquema de política actual ha servido enormemente para entregar flexibilidad a la economía que la ha permitido adaptarse a estas circunstancias. Pero la discusión en esta reunión sugiere la percepción de que esa flexibilidad tiene ciertos límites y que estamos llegando a ellos. La capacidad de las políticas monetarias o fiscal para servir de amortiguador al ciclo y a los eventos externos, parece menor en las circunstancias actuales en que las tasas de interés ya son bajas y que el Fisco presenta un déficit, por lo que resalta la urgencia de abrir espacios adicionales de flexibilidad en la economía, para adaptarse a un escenario que el próximo año podría ser peor.

El Vicepresidente señor Marshall comparte la idea de mantener la tasa de interés, enfatizando solamente un aspecto. Cree que las condiciones monetarias, si se tuviese un indicador comprensivo, se han tornado más expansivas, tanto por el lado de las tasas de interés de los instrumentos de largo plazo como en lo relativo a las tasas de colocaciones y al tipo de cambio, tal vez también porque las tasas reales se han reducido levemente y, por otro lado, porque las perspectivas de inflación, al menos en un horizonte mediano de doce meses, se han movido ligeramente hacia arriba manteniéndose constante la tasa nominal. Entonces, de estimarse que esa tasa tiene alguna relevancia, quiere enfatizar ese hecho, para que cuando se diga que el Banco Central mantiene su tasa, ello no implica que se mantengan las condiciones monetarias, ya que de alguna manera se está reconociendo, validando, aceptando y señalando que las condiciones monetarias hoy día son, no solamente más expansivas que las de hace dos o tres meses atrás, sino también más que las que se pensó que podían ser en las reuniones pasadas. Señala que enfatizaría ese aspecto porque podría pensarse que, por el hecho de mantenerse la tasa, se podría concluir que esa tasa es equivalente a las condiciones monetarias en circunstancias que éstas ya son más estimulativas, por lo que el Banco Central, al adoptar esa determinación, lo está aceptando expresamente. Agrega que comparte las demás observaciones que se han mencionado.

El Presidente concuerda con la posición de mantener la tasa. Manifiesta que para él hay dos elementos principales que apuntan en esa dirección. El primero va en la línea de lo que señalaba el señor Marshall hace algún momento, pero agregándole el hecho de que es muy difícil definir el grado de expansividad de la política en un momento dado, porque los efectos de la política monetaria se van produciendo a través del tiempo, y de hecho, no ha transcurrido aún suficiente tiempo para que los efectos de las sucesivas y rápidas bajas de tasa que se han efectuado a lo largo del año, se transfieran completamente al resto de la economía. Señala que recién se está observando un traspaso más sustantivo hacia el grueso de los deudores del sistema financiero y bajas más visibles de las tasas que interesan en el campo de los créditos de consumo y de las tarjetas de crédito, que son importantes desde el punto de vista de las expectativas. Es probable que esta tendencia deba todavía continuar y el resto de los canales por los cuales las bajas de tasa de interés se transmiten a la economía no han tenido oportunidad de llegar a esa transmisión plena y no se van a observar sino, probablemente, hacia fines de este año o primer semestre del año próximo. Dado el impulso actual de las políticas y los elementos de incertidumbre que se abren en el cuadro general, no



parece apropiado agregar todavía más impulso a la economía del que ya está implícito en nuestra política actual; de hecho las proyecciones de inflación están en el centro de la meta, y lo que se haría al dar una señal de este orden es que se está impulsando la inflación hacia la parte alta del rango o más allá. Ello constituiría una señal relativamente peligrosa en un ambiente en que algunos sostienen que es posible levantar a la economía empujando la inflación hacia un rango más alto.

Cree que, desde ese punto de vista, sería una señal no adecuada, considerando que existe un grado de estímulo creciente en la economía hacia adelante, también por la razón que señalaba el señor Marshall, esto es, porque la expectativa de inflación es más alta que la que teníamos hace un tiempo.

Esto lo lleva a concluir que, en este momento, la señal más justa o apropiada que se puede dar a la economía es la mantención de la actual tasa de política monetaria.

Entiende, entonces, que habría unanimidad para la mantención de la tasa.

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

37-01-020905 – Tasa de Instancia Monetaria.

Se acuerda mantener la tasa de interés de política monetaria en 3% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez también permanecen inalterados en los niveles prevalecientes desde la reunión anterior.

IV. Comunicado

“ En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió mantener la tasa de interés de política monetaria en 3% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez también permanecen inalterados en los niveles prevalecientes desde la reunión anterior.

El Consejo consideró que el carácter expansivo de la política monetaria actual, cuyos efectos en la economía se están manifestando gradualmente, es coherente con la trayectoria esperada de la inflación que converge hacia el centro del rango meta en el horizonte habitual de proyección.

Los antecedentes acumulados desde la reunión anterior confirman el marcado deterioro en las perspectivas de crecimiento de los socios comerciales de Chile. Por su parte, los mercados financieros internacionales enfrentan una fuerte volatilidad, lo que mantiene grados relevantes de incertidumbre, que afectan especialmente a países de la región.

Con respecto a la economía doméstica, se mantienen las perspectivas de actividad evaluadas en la reunión anterior. En los mercados financieros continúa el proceso de traspaso de las rebajas de tasas de interés hacia distintos instrumentos, en el marco de un sistema que es reconocido por su solvencia y bajo riesgo. Las presiones inflacionarias subyacentes continúan acotadas, lo que se relaciona con las persistentes holguras en el uso de la capacidad instalada. No obstante, se espera que, con altibajos, la inflación se acerque al centro del rango meta durante los próximos meses.



BANCO CENTRAL DE CHILE

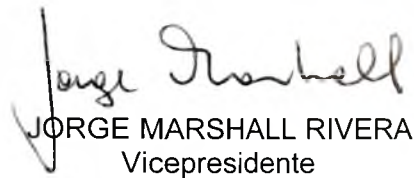
Sesión N° 37
Política Monetaria
05.09.2002

16.

El Banco Central reitera que continuará usando la política monetaria 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 17,35 horas.



JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente



CARLOS MASSAD ABUD
Presidente



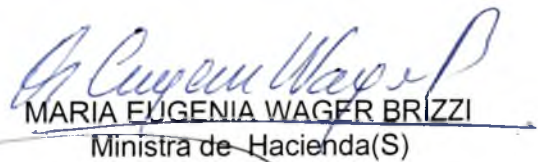
JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero



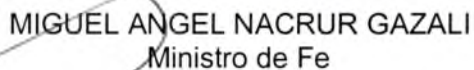
MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera



JOSE DE GREGORIO REBECO
Consejero



MARIA EUGENIA WAGER BRIZZI
Ministra de Hacienda(S)



MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe





BANCO CENTRAL DE CHILE

**ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 39
DE POLITICA MONETARIA
celebrada el 8 de octubre de 2002**

En Santiago de Chile, a 8 de octubre de 2002, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Carlos Massad Abud, con la asistencia del Vicepresidente don Jorge Marshall Rivera y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina, señor Jorge Desormeaux Jiménez y señor José De Gregorio Rebeco.

Asisten también los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Angel Nacrur Gazali;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga;
Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete;
Secretaria Ejecutiva del Gabinete de la Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo;
Jefe de Prosecretaría, señora Cecilia Navarro García.

I. Resolución sobre Proyectos de Acta correspondientes a las Sesiones N°s 36 y 37E, celebradas el 5 y 6 de septiembre de 2002, respectivamente.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo los Proyectos de Acta de las Sesiones N°s 37 y 38E, celebradas el 5 y 6 de septiembre de 2002, respectivamente, cuyas versiones finales se aprueban sin observaciones.

II. Resolución sobre Minuta del Acta correspondiente a la Sesión N° 36, celebrada el 8 de agosto de 2002.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo la Minuta correspondiente al Acta de la Sesión N° 36, celebrada el 8 de agosto de 2002, la que se aprueba sin observaciones.

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

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de abril de 2003, para el día 8 de ese mes.

mas
man
De



IV. Exposición.

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

SÍNTESIS DEL MES

El conjunto de noticias acumuladas desde el último *Informe de Política Monetaria* revelan que, por ahora, no hay modificaciones sustanciales en el panorama de crecimiento de corto y mediano plazo. Se anticipa un crecimiento del PIB algo por sobre 2% para el tercer trimestre y entre 3% y 3,5% para el cuarto, con variaciones del gasto interno de 2,5% y 3,5% para los mismos períodos. Así, para este año se mantiene la proyección de crecimiento de 2,2% y en torno a 0,5% del gasto interno. La inflación, en tanto, se estima que se ubicará, en el corto plazo, algo menos de medio punto por encima de lo proyectado hace un mes. Más hacia adelante, de mantenerse el panorama cambiario reciente, la inflación podría ubicarse entre 3,5% y 4% hacia la segunda mitad del año 2003, para disminuir lentamente hacia fines del horizonte de proyección.

Las principales variables que inciden en la actividad, tales como las importaciones, exportaciones y la producción industrial, estuvieron en términos gruesos dentro de las previsiones del último *Informe* para agosto y septiembre. Luego de los planes de reducción de actividad de las principales cupríferas, la producción minera se mantiene estable, aunque sigue mostrando bajas en doce meses. Este es el principal factor tras la caída estimada de 2% del volumen exportado global durante el tercer trimestre: mientras las exportaciones de cobre caerían 18% en quantum, los volúmenes exportados distintos al cobre continúan creciendo, a una tasa anual estimada de 6,5% para el mismo período. Por ahora persisten las expectativas de aceleración relativamente importante de este sector en el último cuarto de este año y durante el año 2003.

La actividad en el sector inmobiliario continúa dinámica, con niveles elevados de ventas y algo menos de dinamismo en los *stocks*, lo que indica que la debilidad de algunos indicadores recientes de la construcción puede ser un fenómeno más bien pasajero. Aunque algunos indicadores de consumo durable han tendido a caer en lo más reciente, las ventas de vehículos nuevos se han mantenido estables en los niveles de meses anteriores, bastante por encima de los alcanzados en el curso del tercer trimestre del año 2001, mientras que las ventas del comercio (supermercados y minoristas) han dejado de caer, situación que venía observándose en los últimos trimestres. La ocupación en su conjunto mantiene una trayectoria plana, mientras que las expectativas de los hogares siguen con la leve tendencia a la baja desde los niveles de mayo pasado.

Esto por ahora revela que, a pesar del recrudecimiento de los riesgos en el escenario internacional, por la continuada incertidumbre política y económica en Brasil y Argentina, la posibilidad de guerra en Medio Oriente y el débil comportamiento de la economía global en general, no se aprecia un efecto depresivo, de magnitud comparable con lo ocurrido el año pasado, en las decisiones de gasto interno o la confianza de los consumidores. Ello, a pesar que medidas tradicionales de *stress* financiero, como los *spreads* soberanos regionales, han vuelto a niveles máximos similares o incluso superiores que los del año pasado, y se mantiene la sequía en los flujos de capitales junto con bastante incertidumbre en las bolsas. La moneda brasileña se ha ubicado por sobre R3,5 por dólar, llegando en algunos momentos a niveles cercanos a R4,0 por dólar.

man
ubs



En Chile los mercados financieros han tendido a ajustarse a este escenario más turbulento. El tipo de cambio ha alcanzado niveles bastante por sobre el escenario cambiario de mediano plazo utilizado en el reciente *Informe* para la elaboración de proyecciones de inflación y crecimiento. Ello ha impactado en las expectativas de inflación de mediano plazo, que han tenido un incremento del orden de 0,5%. Las tasas de interés de largo plazo han mostrado incrementos del orden de 70 puntos base desde su nivel más bajo hacia mediados de septiembre. Por su parte, las expectativas privadas ya no consideran la posibilidad de reducciones de la tasa de política monetaria en el corto plazo, apuntando más bien a su mantención en 3% por un tiempo menos prolongado que el estimado hace algunos meses.

Los movimientos anteriores se han dado justamente en un contexto en el que no se ha modificado el panorama de crecimiento doméstico del último mes, que ya estaba internalizado probablemente antes de la divulgación de las proyecciones del último *Informe*. Por su parte, las novedades en términos de política fiscal han estado en el anuncio de un recorte del gasto para este año de 0,3% del PIB, y en el proyecto de Ley de Presupuestos que apunta a un crecimiento del gasto con impacto macro de 3,4% real para el año 2003, junto con un déficit fiscal de 0,7% del PIB y el mantenimiento del superávit estructural de 1%. Esto es un reflejo de que en la medida que se mantenga el escenario de brechas de capacidad contenido en el *Informe* pasado, no es esperable el logro de un superávit efectivo similar al estructural antes del año 2005.

En síntesis, no se estima que existan antecedentes sustanciales para modificar el escenario de crecimiento de mediano plazo, a pesar de que la encuesta de expectativas indica un leve deterioro del panorama para el 2003 y 2004 (3,3% y 4,2% *versus* 3,5% y 4,5% de hace un mes atrás). En este sentido, el débil comportamiento del precio del cobre por ahora solo incrementa la probabilidad de un escenario externo más negativo. En el panorama inflacionario, en tanto, sí hay noticias, principalmente por el comportamiento del tipo de cambio. Ejercicios de proyección posteriores al *Informe* (Minuta GAM del 25.09.02) mostraban que, de mantenerse el tipo de cambio en \$730 ó \$750 por dólar, la inflación anual del IPC convergería en el curso del próximo semestre a niveles de 3,7% y 4%, manteniéndose en esos niveles hasta fines del horizonte de proyección, para luego volver al centro del rango meta. Ahora bien, la información de precios más reciente reveló que las presiones inflacionarias subyacentes de corto plazo son menores a las proyectadas hasta hace una semana atrás, descartándose además un tercer incremento del precio de la locomoción colectiva en el corto plazo (ahora se esperan dos aumentos en octubre y noviembre). Con todo, estas noticias apuntan a un perfil de inflación anual dos o tres décimas por debajo de las trayectorias previstas con anterioridad. Esto indica que, de mantenerse el tipo de cambio en los niveles actuales (\$740 a \$750 por dólar), la inflación anual podría converger a valores entre 3,5% y 4% en el curso del próximo semestre, para luego iniciar una lenta disminución. Este panorama es consistente con el comportamiento reciente de las expectativas de inflación que se deducen de los mercados financieros, y supone que la trayectoria de costos laborales unitarios continúa con la moderada evolución de los últimos meses. La encuesta de expectativas, en tanto, muestra un incremento más moderado de la inflación esperada. Obviamente, de materializarse una corrección a la baja en el tipo de cambio nominal, este escenario de inflación se vuelve más cercano al centro del rango meta.

Por el lado del balance de riesgos, los escenarios identificados en el *Informe* de septiembre se mantienen latentes, y con mayores efectos en los mercados financieros y de *commodities*, en la medida que se acercan las elecciones en Brasil y se consolida la posibilidad de guerra en el Medio Oriente.

man
ubs



EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA

I. Escenario Internacional

Durante el último mes se han incrementado las probabilidades de un escenario de mayor riesgo previstas en el Informe de Política Monetaria de septiembre, reflejadas principalmente en los precios de las principales materias primas relevantes para Chile.

La recuperación más lenta de Estados Unidos, un precio del petróleo alto y el aún no resuelto panorama regional, son factores que apoyan esta evaluación. No obstante, el escenario base en términos de crecimiento mundial sólo ha sufrido una corrección marginal a la baja para el presente año. Desde el punto de vista financiero, las perspectivas de flujos de capitales siguen deteriorándose, en la medida que la situación argentina aún no se resuelve, mientras que en Brasil se han visto acrecentadas las turbulencias derivadas del proceso electoral.

Las proyecciones de crecimiento mundial se sitúan en 2,5% ponderadas a PPC y 0,6% de acuerdo a los socios comerciales. Para el próximo año, las proyecciones se mantienen respecto de lo previsto en el Informe pasado, 3,5% y 2,4% (tabla 1). La dependencia que existe en el mundo respecto de la recuperación de la economía americana, hace mirar con preocupación el retroceso que han mostrado los indicadores de confianza de consumidores y la menor actividad industrial en ese país.

Por otro lado, desde la reunión pasada, el precio del barril de petróleo ha promediado US\$28,4, acercándose hacia fines de septiembre a valores cercanos a los US\$30, debido al potencial conflicto bélico en Irak. Para los próximos meses se espera que el precio se mantenga oscilando en los niveles actuales, con lo que continúa vigente la proyección promedio para este año de US\$25 el barril. Hacia el año 2003 se mantiene la proyección de US\$24 el barril considerada la reunión pasada, sin embargo, de mantenerse los niveles actuales que reflejan la mayor probabilidad de ocurrencia de un conflicto armado en el Medio Oriente, esta proyección podría ser revisada al alza.

Los mercados accionarios han sido fiel reflejo de la situación económica mundial, así como también el precio del cobre, que se ha mantenido en torno a los US\$0,66 la libra, mostrando hacia fines de septiembre niveles aún menores. Bajo este escenario, si los precios del metal continúan en torno a estos valores, el promedio del 2002 se ubicaría en US\$0,69-US\$0,70 la libra. Hacia el año 2003, se mantiene la proyección del escenario considerado en el Informe de Política Monetaria pasado, por cuanto las perspectivas de crecimiento mundial no han sido modificadas para ese año. Sin embargo, el menor nivel que registrará el precio del cobre en la última parte del año 2002, y la evolución de la actividad industrial en Estados Unidos, sugieren un aumento en la probabilidad que el precio sea revisado a la baja en adelante.

Durante las últimas semanas, han continuado las disminuciones de los rendimientos de los bonos de mayor plazo en Estados Unidos. Adicionalmente, a raíz del sesgo a la baja en la actividad entregado por la Reserva Federal recientemente, el mercado espera un recorte en la tasa de interés de 25 puntos base hacia el final del presente año. Similar panorama muestra la zona euro, donde la dinámica de precios y la aún lenta actividad, llevan al mercado a incorporar un recorte en la tasa de interés de política en los próximos meses.

man
AB
D



En Brasil, el escenario financiero se ha tornado cada vez más complejo, lo que se aprecia en la fuerte depreciación del real durante los últimos días, con el consecuente impacto sobre el nivel de la deuda pública. Ciertamente el escenario futuro que se enfrentará dependerá de la interpretación que dé el mercado al resultado del proceso electoral. Argentina, por su parte, aún no da señales de una salida para su crítica situación. Como consecuencia de lo anterior, los *spreads* soberanos para estas economías, así como del resto de América Latina, han continuado incrementándose.

II. Mercados Financieros

En septiembre, las tasas de interés de mercado secundario de los documentos reajustables de largo plazo (PRC) promediaron valores inferiores a los de los meses anteriores, aunque con un comportamiento disímil al interior del mes. En efecto, hacia mediados de septiembre las tasas de interés de los PRC frenaron su caída, luego de alcanzar mínimos históricos: UF+2,07% y UF+3,2% a 8 y 20 años, respectivamente. Posteriormente se verificaron incrementos, los que estarían relacionados con la preferencia de los agentes por inversiones alternativas (moneda extranjera y otros instrumentos de renta fija). Así, el PRC a 8 años se encuentra en la actualidad en UF+2,8%, y el a 20 años en UF+3,8%. Estas tasas de interés se encuentran alineadas con las de los nuevos documentos para plazos equivalentes.

Respecto de los documentos nominales, las expectativas de mayor inflación para los meses siguientes, han significado ajustes al alza en las tasas de interés a más de un año plazo, con aumentos del orden de 100 puntos base en el último mes (los documentos de menor plazo que se mantienen en valores cercanos al de la tasa de política monetaria).

Las expectativas respecto de la evolución futura de la tasa de política monetaria que se deducen de la curva *forward* indican una mantención de ésta en 3,0%, para tomar una senda al alza a partir de comienzos del año 2003. Similar evolución anticipa la encuesta de expectativas de octubre, aunque con una velocidad más moderada.

Los agregados monetarios más líquidos continuaron mostrando expansiones anuales entre 12% y 17% nominal en septiembre. Asimismo, durante este mes destacó el crecimiento de las colocaciones efectivas, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera, impulsadas (principalmente las primeras) por la cada vez mayor transmisión de las rebajas de la tasa de política monetaria y por las recientes ofertas de créditos de consumo. En efecto, en septiembre, nuevamente se observaron disminuciones en las tasas de interés de mercado, con mayor intensidad en las a más de un año (pesos). Esto ha sido principalmente en las colocaciones para montos inferiores a 200 UF y a más de 90 días, asociados mayoritariamente a los préstamos de consumo.

El recargo de los bonos corporativos por sobre las tasas de los documentos del Banco Central mantiene la tendencia al alza de los meses previos, la que sigue siendo explicada por la trayectoria decreciente de las tasas promedio de los PRC más acelerada que la de los bonos. En efecto, pese al aumento de emisiones de agosto, la TIR media de estos instrumentos se sitúa en torno a 6,1%, la menor cifra desde que se tiene registro de ellas. En el caso de las letras de crédito, las tasas de interés presentaron durante septiembre una tasa promedio en torno a 5,6%. Las letras con tasas de emisión menor al 6% mostraron niveles cercanos a 5,0%, en tanto que las con tasas superiores a 6%, en 6,0%, ambos valores inferiores a los de agosto. Durante las últimas semanas, el *spread* entre estos instrumentos de renta fija se ha reducido, debido a que el aumento de las tasas de interés de los PRC ha sido mayor al del resto de los títulos.

man
vess



Tipo de Cambio

Desde mediados de agosto el peso mantuvo una marcada senda de depreciación, pero con una volatilidad menor a la de junio pasado. Los eventos que provocan esta pérdida de valor del peso están asociados al empeoramiento de las perspectivas de los términos de intercambio para la economía chilena y, principalmente, a la persistencia del riesgo político y económico en Brasil. Las mayores turbulencias regionales también han afectado el resto de las monedas del vecindario.

Durante septiembre el peso mostró una depreciación promedio de 3,5%. Esta dinámica se observó principalmente durante la segunda quincena del mes, período en el que el valor de venta de la divisa sobrepasó los \$750 por dólar y en que nuevamente se acentuó la correlación con el real brasileño. Sin embargo, en lo más reciente el TCO ha tendido a estabilizarse en aproximadamente \$745 por dólar.

Como consecuencia de la menor preferencia de los inversionistas internacionales por activos de renta variable, a favor de instrumentos de renta fija, se ha observado una caída en las tasas de interés de largo plazo de este tipo de documentos en los mercados foráneos. Esta tendencia también se ha presentado en los documentos de largo plazo nacionales, persistiendo un diferencial real negativo del orden de 150 puntos base, que indicaría una leve apreciación esperada del tipo de cambio real. Similar resultado, aunque considerando sólo la mitad de las respuestas habituales, se deduce de la encuesta de expectativas de octubre, que señala un tipo de cambio de \$715 por dólar dentro de dos años. En contraste, según las cotizaciones de *Bloomberg*, se esperaría una depreciación del tipo de cambio nominal del orden de 4% en el mismo horizonte.

Durante el año, la bolsa chilena ha continuado con la pérdida de valor generalizada de las bolsas del resto del mundo. En particular, el IPSA ha seguido la trayectoria del indicador industrial de Estados Unidos (*Dow Jones*), con una caída acumulada en el año de 24% y una variación negativa de 9% durante septiembre, período en el que se alcanzó el peor nivel anual (78 puntos). Asimismo, los montos transados se han visto afectados, ubicándose septiembre como el segundo mes con menor actividad del año.

Por otro lado, el indicador de ADR nacionales también presenta caídas en septiembre del orden de 5%, la que pese a ser significativa, es inferior a la experimentada por el indicador agregado de América Latina, que presentó una variación de -18% en el mes.

III. Actividad y Empleo

Los antecedentes recogidos desde el *Informe* hasta ahora no indican cambios sustanciales en las perspectivas de actividad en el corto plazo. Para el PIB se mantiene una proyección similar a la considerada en el Informe de Política Monetaria: 2,1% para el tercer trimestre, 3,5% para el cuarto, cerrando el año con un crecimiento anual de 2,2%. En el caso del gasto, en tanto, se produjo una corrección al alza, debido al cambio en la estimación de precios previamente considerada. Así, para el trimestre recién finalizado se anticipa un aumento anual de 2,4% *versus* el 0,5% previsto en el pasado Informe de Política Monetaria. Para el cuarto trimestre se mantiene la estimación en 3,7% anual, que se explica fundamentalmente por una baja base de comparación.

Respecto del sector industrial, el resultado de agosto estuvo por debajo de lo anticipado, en parte afectado por la paralización del transporte público en la Región Metropolitana. En todo caso, la diferencia positiva de días hábiles respecto del año anterior, anticipa un buen desempeño para lo que resta del año.

Handwritten signature and initials



Demanda interna

Luego de observar una desaceleración en el transcurso del segundo y comienzos del tercer trimestre, la mayoría de los indicadores de consumo sostuvieron un repunte en agosto. Las ventas de supermercados (Asach), que por más de un año habían tenido una evolución negativa, esbozaron una recuperación en agosto (0,2% anual). Asimismo, las ventas del comercio minorista de la CNC (0,7% anual), muestran un quiebre respecto de la tendencia negativa que se extendía desde principios de año. Las ventas de supermercados del INE, por su parte, aumentaron en 14,6% anual en el mismo mes.

Las importaciones de bienes de consumo también siguieron esta tendencia, con una importante recuperación en agosto luego de la caída del mes anterior. Datos preliminares de septiembre indican que esta tendencia se mantendría. Las ventas industriales de bienes de consumo habitual, por su parte, tuvieron un comportamiento diferente al del resto de los indicadores, con una caída anual en agosto de -2,9%, manteniendo una tendencia prácticamente plana durante todo el año.

Por el lado del consumo durable, se observaron trayectorias discordantes. Mientras las ventas de automóviles nuevos tuvieron un incremento anual del orden de 10% —manteniéndose en valores del orden de las ocho mil unidades—, el componente durable de las ventas del comercio minorista (CNC) mantuvo una trayectoria plana. En tanto que el índice de ventas industriales (INE) para este tipo de bienes perdió los niveles la recuperación registrados en el primer trimestre, con una caída de 25% anual en agosto.

Por el lado de la inversión, maquinaria y equipos es otro componente del gasto que mostró un comportamiento disímil en las cifras recientes. Mientras en agosto las ventas de bienes de capital (INE) cayeron 22% anual —mostrando una disminución en niveles por segundo mes consecutivo respecto del *peak* de junio—, las importaciones tuvieron una fuerte recuperación, con una expansión de 39% anual. Sin embargo, datos preliminares muestran que en septiembre se produciría una cierta reversión, tanto en nivel como en variación anual.

El sector inmobiliario ha mostrado una fuerte recuperación en los últimos meses, siendo agosto uno de los meses más dinámicos al venderse más de 1.200 unidades. Así, las ventas crecieron en 20,8% anual, mientras que el *stock* aumentó 4,8%, con lo que los meses necesarios para agotar el *stock* existente disminuyeron a 11,9. Para septiembre, se espera nuevamente un fuerte crecimiento anual, dada la baja base de comparación y, de mantenerse las ventas en torno a las 1.100 unidades, el crecimiento en doce meses sería en torno a 60%.

Indicadores de actividad futura de este sector, como los permisos de edificación y los despachos de cemento y hormigón muestran una caída en lo más reciente. No obstante, la trayectoria descendente que se aprecia en el *stock* de viviendas puede implicar una reversión de esta tendencia.

Política Fiscal

El proyecto de Ley de Presupuestos para el año 2003 supone un balance global efectivo igual a -0,7% del PIB. Este déficit resulta de proyecciones de ingresos consistentes con un crecimiento en torno al 4%, no conociéndose aún los supuestos utilizados para tipo de cambio e inflación.

Para el financiamiento de este déficit, el presupuesto permite un endeudamiento bruto máximo de US\$1,5 miles de millones. Además, se autoriza la sustitución de los pagarés en dólares del Fisco por otros documentos emitidos en moneda nacional.

man
2003



Por el lado de los gastos, aquel con efecto macroeconómico crecerá 3,4%. Si a esta cifra se le agregan los gastos que podrían efectuarse a raíz del plan AUGE de Salud y del sistema Chile Solidario —aún sujetos a la aprobación de su financiamiento por parte del Congreso—, el crecimiento máximo del gasto con efecto macroeconómico del gobierno central alcanzaría a 3,8% real. La inversión pública aumentará algo menos de 7% en términos reales, mientras que el gasto corriente se expandirá solo 2%.

Sector Externo

Información aún preliminar indica que en el tercer trimestre se produjo una caída de 0,9% anual en el valor de las exportaciones. Pese al aumento de 2,7% en los precios de los envíos, un descenso de 3,5% en los volúmenes determinó el resultado final. Esta importante caída se debió a una reducción importante en las exportaciones de cobre (-18% en volumen respecto de igual trimestre del año 2001), derivada de una disminución drástica de la producción en la minería privada, información que, no obstante, está en proceso de revisión. Las restantes categorías, principales no cobre y resto, tuvieron aumentos de volumen del orden de 6,5%, algo por sobre lo estimado en el Informe de Política Monetaria de septiembre.

El volumen de las importaciones, por su parte, cayó 0,4% en el tercer trimestre, teniendo el mayor aumento las de bienes de consumo (8,1%), en tanto que las de capital fueron el componente menos dinámico (-0,5%). Los precios de las compras al exterior cayeron 2,2% en período, con disminuciones de 4,1%, 1,2% y 3,6% en los componentes consumo, intermedio y capital, respectivamente.

Mercado Laboral

Durante el trimestre móvil finalizado en agosto, el mercado laboral continuó mostrando signos de deterioro. El empleo privado, eliminado el componente estacional, tuvo una caída del orden de 25 mil puestos de trabajo entre trimestres móviles, que fue en parte compensada por el aumento en los planes de empleo público. Con ello, la caída del empleo total se redujo a cerca de 15 mil plazas de trabajo.

La menor ocupación, pese a una nueva caída en la tasa de participación, provocó que la tasa nacional de desempleo, en términos desestacionalizados, tuviera un quiebre en la tendencia decreciente registrada desde el segundo trimestre de este año. Más aún, la tasa marginal de desempleo registró una caída significativa (8,5% en julio *versus* 8,9% en agosto).

Por sectores, la trayectoria del empleo es explicada principalmente por comercio, agricultura y construcción, que pierden alrededor de 22 mil puestos de trabajo en el período. Sin embargo, el sector industrial, que había presentado la mayor caída de empleo durante el año, registró un quiebre en la trayectoria decreciente registrada desde principios del año 2002.

Por otra parte, durante septiembre el índice de vacantes muestra nuevamente una pequeña caída. De mantenerse esta tendencia podría configurar un factor de riesgo en la creación de empleo en un horizonte de entre seis meses y un año.

IV. Precios y Costos

Un aumento de 0,8% tuvo el IPC en septiembre, acorde con la estimación realizada en el transcurso del mes. Pese a ser el mayor incremento mensual del año, la inflación de septiembre estuvo determinada por aumentos en el precio de los combustibles y de los perecibles. Esto significó que la variación mensual del IPCX fuera sólo 0,3%, bastante por debajo del valor alcanzado en igual mes del año anterior. Medidos en términos anuales, el IPC llegó a 2,3% y el IPCX a 2,0%.

Handwritten signature and initials



El incremento del valor del dólar y el aumento en el precio del petróleo han modificado las perspectivas de inflación en lo más reciente. Por un lado, las expectativas de inflación que se deducen del diferencial de tasas de interés entre los instrumentos nominales y reales muestran un aumento en las últimas semanas, situándose actualmente en niveles promedio de 3,5 y 4% para uno y dos años plazo. La encuesta de expectativas de octubre, considerada sólo la mitad del número de respuestas habituales, indica una inflación esperada a un año de 2,9% y de 3,2% para dos años.

En el corto plazo, se espera que el incremento del tipo de cambio impactará a los precios por la vía de los canales habituales, es decir, a través de los costos de los servicios regulados y combustibles. De esta forma, en agosto y septiembre ya se han verificado aumentos en los costos de la telefonía y el agua potable y se esperan aumentos adicionales en octubre. Se suma a ellos, el costo del pasaje de la locomoción colectiva, que luego de aumentos consecutivos en julio y agosto, se incrementará nuevamente en octubre y posiblemente en noviembre. Asimismo, en el transcurso del presente mes se dará a conocer el reajuste acordado para el precio de nudo de la generación eléctrica, valor que se ve afectado por el precio del dólar, y cuyo incremento se traspasa en prácticamente 50% al costo de las tarifas residenciales. Las primeras estimaciones apuntan a un aumento del orden de 5%.

Otro factor que ha generado mayor inflación en el corto plazo y continuará haciéndolo en adelante, ha sido el precio de los combustibles. Por ahora, los mayores precios de importación en dólares de los combustibles han sido, en parte, acomodados por la operación del FEPP, que a partir de la tercera semana de septiembre ha comenzado nuevamente a girar recursos en sus distintos sub-fondos (excepto el del gas licuado). No obstante, los recursos disponibles son bajos, por lo que de mantenerse la actual situación de precios internacionales por un tiempo prolongado, no puede descartarse un mayor traspaso hacia los precios minoristas.

Durante agosto, el crecimiento anual de las remuneraciones nominales continuó mostrando la tendencia decreciente registrada desde comienzos de año. Ello debido a la evolución de la inflación a partir del cuarto trimestre de 2001, que es incorporada a los salarios vía cláusulas de indexación. De esta manera, el incremento anual de las remuneraciones por hora llegó a 4,1%, y el del costo de la mano de obra a 4,4%.

Los salarios reales, en tanto, aumentaron en agosto, aunque continúan con tasas de crecimiento anuales inferiores a las del primer semestre.

PERSPECTIVAS

Escenarios de Inflación

El efecto del mayor tipo de cambio y del aumento del precio de los combustibles hace modificar al alza las perspectivas de inflación para el cuarto trimestre del 2002, respecto de lo esperado en septiembre pasado. El mayor impacto se verificaría en octubre, mes que tendría un aumento del IPC del orden de 0,5%, y donde además, se sumaría la habitual estacionalidad de los perecibles derivada del cambio de temporada. Noviembre tendría una inflación algo menor, mientras que diciembre y enero se ubicarían en torno a sus registros habituales. Con esto, a comienzos del primer trimestre de 2003, la inflación del IPC se ubicaría en torno a 3,4%, por sobre el 3,1% supuesto el mes pasado (tabla 3).

Por el lado de la inflación subyacente, descontado el efecto de perecibles y combustibles, la inflación anual del IPCX estaría cercana a 2,7% en enero de 2003.

new
Dr.



Tabla 3: Proyección de Corto Plazo IPC e IPCX

		% var. anual		% var. mensual		petróleo	TCO	
		ipc	ipcx	ipc	ipcx	(US\$/barril)	(\$/US\$)	micros
2002	Sep	2.1	2.1	0.6	0.4	28.4	727	
	Oct	2.5	2.1	0.5	0.4	28.5	740	✓
	Nov	2.9	2.3	0.3	0.3	27.8	740	✓
	Dic	3.3	2.6	0.1	0.3	26.9	740	
2003	Ene	3.4	2.7	0.0	0.3	26.3	740	
	Feb	3.3	2.7	-0.1	0.1	25.6	740	
	Mar	3.2	2.7	0.4	0.4	24.8	740	

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

El Consejero señor Desormeaux, a modo de consulta, manifiesta que le pareció entender que había una revisión de los deflatores del gasto y que a la luz de eso, el gasto medido sería un poco más alto de lo que se había estimado en el Informe de Política Monetaria.

Contesta el Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, señalando que como es habitual, las proyecciones de gasto real son bastante volátiles en el corto plazo. Indica que la proyección de gasto que aparece en el Informe de Política Monetaria era de 0,4% para este año y ahora es posible que esté algo por encima, entre 0,5% y 0,8%, pero de todas formas, no hay cambios en el panorama para esta variable.

La Consejera señora Ovalle consulta sobre la proyección de inflación que aparece en el informe en el que se menciona que con un nivel de tipo de cambio como el actual, la inflación anual, en el próximo semestre, podría converger a valores entre 3,5% y 4% para luego comenzar a disminuir. A su vez, en la parte final del citado informe se entrega una proyección que comprende el período octubre 2002 a marzo 2003, en la cual la inflación no supera el 3,5%. Cree que hay un error al precisar el período, ya que, si se toma el primer párrafo de la síntesis dice que de mantenerse el tipo de cambio, la inflación podría ubicarse entre 3,5% y 4% hacia la segunda mitad de 2003, para disminuir lentamente hacia fines del horizonte de proyección. Existen las alternativas de que el semestre que se toma en cuenta es octubre 2002 a marzo 2003 o el primer semestre de 2003.

Otra pregunta sobre el mismo tema es por qué se presenta sólo una proyección de inflación de corto plazo, hasta marzo 2003, y no una para todo el horizonte de proyección de 24 meses.

Contesta el señor García señalando que como no hay una revisión del escenario completo a mediano plazo -tienen el Informe recién hace un mes- el supuesto de tipo de cambio hacia adelante, en rigor, tampoco se ha modificado. Lo que se ha presentado constituye más bien una visión parcial donde hay que suponer que el tipo de cambio se mantiene en \$ 640 por dólar. Se menciona en el texto que de mantenerse ese escenario hacia adelante, todo lo demás constante, la inflación podría estar entre 3,5% y 4%, pero eso no constituye un ejercicio de proyección completo para todo el escenario lo que trae aparejado una revisión del resto de las variables.

new
unad
Jc.



La señora Ovalle también se refiere a los precios del cobre y del petróleo que, según la reciente exposición, se mantienen y en las opciones de política monetaria se dice que marginalmente hubo un alza de estos precios.

Contesta el Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés, señalando que lo que ha cambiado es la probabilidad del escenario alternativo derivado del precio del petróleo y del cobre y por lo tanto, la expectativa incondicional de cuánto es el precio esperado, pero que la información disponible no es suficiente aún como para cambiar el escenario base. Se habla de más o menos un dólar por barril en el caso del petróleo y, en el caso del cobre, de uno o dos centavos, sin que ello afecte al escenario base. Lo que se está viendo es que es más probable que se den escenarios del cobre algo más bajos y de petróleo algo más altos, por lo menos a comienzos del próximo año.

Respecto de la otra pregunta, manifiesta el señor Valdés que la práctica, hasta ahora, ha sido tener una nueva ronda de proyecciones sólo para las reuniones mensuales en que hay Informe de Política Monetaria. Entre informes, lo que se trata de hacer es, básicamente, sumar a la proyección base algún delta que se origine en alguna noticia importante, pero éstas no son proyecciones completas del nuevo escenario, sino simplemente decir "llevamos una trayectoria, qué pasa si a esa trayectoria la modificamos marginalmente con un supuesto distinto". En ese sentido, probablemente no es ciento por ciento consistente decir que el tipo de cambio se va a \$ 750 por dólar y el resto del escenario permanece igual; quizás habría que hacer un escenario diferente de flujos de capitales, de crecimiento, etc. para tener un escenario completo, pero éste no es el ejercicio efectuado en esta oportunidad.

El Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic, respecto del precio del petróleo y del cobre, coincide con la División Estudios en términos de que los cambios que han habido son todavía marginales. En particular, señala, en el caso del precio del cobre lo que se ha producido es una rebaja de aproximadamente dos centavos respecto de lo que había hace un mes y en el caso del precio del petróleo se trata de un aumento de un dólar por barril, pero con algunas fluctuaciones. En el caso del precio del cobre, adicionalmente, acaba de obtenerse información de varios analistas que hacen nuevas proyecciones para el próximo año que indican precios proyectados entre 72 y 78 centavos de dólares en promedio para los doce meses. En el caso de las proyecciones del staff, recuerda que en el Informe de Política Monetaria se hizo un supuesto de 76 centavos de dólar, el cual está dentro del rango, aunque algo por encima de la media de ese rango. Considerando todo esto, puede concluirse que se trata de cambios relativamente marginales, que incrementan los riesgos, pero que no significan aún un cambio sustancial respecto de las proyecciones.

La Consejera señora Ovalle considera que en el informe se dio poca importancia a la emisión de nuevos papeles del Banco Central: BCU, BCP y BCD que se licitaron en los primeros días de septiembre porque se ha observado una gran demanda y que han sido comentados por los diferentes analistas como una medida importante del Banco Central. Le gustaría oír la opinión de la División Estudios al respecto.

El Gerente de División Estudios sostiene que las tasas con que salieron dichos papeles son muy similares a las tasas que tenían los antiguos papeles, por lo tanto, no hay un cambio muy notorio. No cree que se vaya a confundir una tasa con otra tasa porque ha habido mucha continuidad en el proceso. Cree que el mercado se sobrerrevolucionó con esto, porque dijeron en un momento que cambiaba completamente la formación de tasas y otros comentario que, por ahora, no tienen mayor sustento y no cambian sustancialmente la realidad macroeconómica como para modificar proyecciones o escenarios de riesgo a partir del cambio de papeles.

man
1.10.02



Al respecto, señala el señor Presidente, que el papel nominal a cinco años ha sido calificado por algunos analistas como un cambio estructural importante en la política monetaria. No sabe realmente si es un cambio estructural importante, pero lo ve como un acto de audacia que tuvo efectos, porque emitir y colocar un papel nominal en cualquier país de América Latina, incluido Chile, a cinco años plazo, a tasas del orden del 6%, a estas alturas, es realmente un éxito espectacular.

Manifiesta que sería útil, tal vez en el curso de las próximas semanas, tener en el informe una página evaluando el resultado de estas emisiones, pero cree que es algo que ha sido muy bien recibido y que puede dar, en el futuro, dividendos importantes desde el punto de vista de la nominalización y ése es el elemento principal. Señala que esto y lo que percibió en las reuniones de Nueva York, facilitan la transacción de instrumentos nuestros en el mercado internacional. Desde ese punto de vista también es una contribución. Encarga al Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera, ampliar el informe con este tema.

El Vicepresidente señor Marshall manifiesta tener una duda sobre los riesgos que existen en el escenario actual. Una de las cosas que le parece positiva de este informe de la División Estudios es que probablemente después de un tiempo prolongado que se fueron revisando gradualmente a la baja las proyecciones, especialmente de crecimiento, se ha tenido ya dos meses en los cuales se han mantenido las proyecciones. Sin embargo, al mismo tiempo se ha señalado que los escenarios de riesgo han aumentado su probabilidad o el valor negativo que ellos podrían generar. Señala que en los escenarios de riesgo siempre se ha señalado el escenario externo y su pregunta es si no se debiera agregar o indagar en algún escenario de riesgo por el lado financiero interno.

Manifiesta que no logra formarse un panorama completo y señala que en días pasados Enersis hizo un anuncio en donde dicen que van a vender una serie de activos en la medida que tengan compradores, enseguida indican que van a refinanciar su deuda en los mercados internos. Todas las amortizaciones que ellos tienen de aquí a doce meses o algo más, no van a salir a financiarlas en los mercados internacionales, porque no tienen posibilidad de conseguir refinanciar a un precio razonable y por lo tanto, lo van a hacer en el mercado doméstico. Cree que ahí hay un tipo de riesgo que existe, al no encontrarse financiamiento externo. Señala que una de las agencias de rating también efectuó un anuncio, hoy día, refiriéndose a la baja de los bonos de Enersis.

Seguidamente, cree que buena parte de los riesgos que se ha estado siguiendo en el sistema bancario chileno están asociados al riesgo de crédito, vale decir, lo que se ha observado y analizado es el riesgo de solvencia, pero no se ha hecho un seguimiento de los riesgos de liquidez de la banca. Es perfectamente posible que hoy día en presencia de un dólar alto y de tasas de interés sumamente bajas, los riesgos de liquidez sean más relevantes que los riesgos de solvencia. Aquí se pretende dar tranquilidad diciendo: los riesgos de solvencia están más o menos constantes porque la cartera mala de los bancos se ha mantenido, los bancos tienen algunas provisiones, los bancos desde el punto de vista de la solvencia están bien, tienen buen coeficiente de Basilea, etc. Sin embargo, los riesgos de liquidez son independientes ya que un banco muy solvente puede presentar riesgo de liquidez, por lo tanto, le gustaría plantear estos dos temas que le da la impresión que podrían ser elementos relevantes a la hora de evaluar la orientación de la política monetaria. Ello por cuanto si los riesgos de las empresas son básicamente de solvencia, lo que se debiera hacer con la tasa de interés es una cosa y si los riesgos son de liquidez, lo que se debiera hacer es otra. Le da la impresión que los movimientos de tasa de interés son distintos en un caso que en el otro. Lo del acceso al crédito externo de una empresa como Enersis, que es de las mejor evaluadas, lleva a pensar si es una indicación de que otras empresas tampoco tienen acceso a los mercados internacionales y también es interesante señalar que el hecho de tener un buen rating, un coeficiente de riesgo razonable



para el entorno, no garantiza el acceso a los mercados internacionales. Plantea esos dos temas que no tienen que ver con la situación de Brasil, sino más bien con la evolución de factores internos que, obviamente, están originados por el escenario internacional que, aunque no forman parte del escenario central, sí podrían tener un desenlace en las variables relevantes en la economía interna.

El Gerente General echa de menos en este informe el tema de la política fiscal. Se dice que entre la reunión pasada y ésta hubo una modificación importante del tipo de cambio y de algunos otros elementos del escenario externo y que eso lleva a modificar, aunque sea en un análisis parcial, la proyección de inflación. Sin embargo, se dieron las cifras del presupuesto fiscal del próximo año y en el informe no existe un mayor análisis al respecto. Le gustaría saber si ello significa que el staff está conforme con que las cifras conocidas implican que no hay cambios significativos en nuestra proyección de inflación o que simplemente se omitió esa variable.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor García, señala que el escenario del IPOM, en el cual las brechas de capacidad se mantienen en torno a 4% en todo el horizonte y la trayectoria del precio del cobre, es perfectamente consistente con una situación de déficit fiscal del orden de lo que se informó en la discusión presupuestaria. Incluso el supuesto de crecimiento del gasto, si estuvo algo por debajo de lo que se pudiese haber esperado luego que la Comisión evaluó un crecimiento potencial de 4%, en ese sentido, no cree que las noticias presupuestarias sean anormales, dado el escenario que ya se presentó por parte del Banco Central en el Informe de septiembre.

El Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera, refiriéndose a lo señalado por el Gerente General, manifiesta que si bien no hay una novedad en esa materia, cree que se están dando cuenta ahora de las consecuencias o implicancias que eso tiene hacia adelante. Una proyección que se va a tener por tres o cuatro años que son los de la brecha 4%, con déficit del 1%, implica hacer un análisis de continuidad fiscal y ver si en un lapso de dos años se va a estar con un nivel de rating que, en realidad, implica categorías BBB o BB en lugar de A-. Cree que esa dimensión, que hoy día realmente ha aparecido como un tema en el mercado y que antes no lo era, sería conveniente incorporarla. Señala que, dadas las circunstancias actuales y futuras, probablemente va a ser un factor más relevante de análisis de la política fiscal más allá del gasto con impacto macro.

El Consejero señor De Gregorio consulta si hay alguna evidencia del impacto sobre el rating que pueda tener la mayor deuda que se pronostica para el próximo año. El señor Herrera responde señalando que no hay tal evidencia si se atiende a las tablas de clasificación de las agencias que toman en cuenta estos factores y que califican a los países en función de cómo se comparan con la mediana de los países A- en términos de nivel de deuda, nivel de déficit en cuenta corriente y tasa de crecimiento. Efectuando ese análisis comparativo se puede entrar en la lógica de las agencias clasificadoras para determinar si en realidad esta dinámica conduce a que, a futuro, se va a estar en otra categoría.

El Presidente señor Massad manifiesta que en las recientes reuniones sostenidas en Nueva York y Washington no percibieron una especial preocupación desde el punto de vista del corto plazo, pero sí hay preocupación respecto a cuál es la dinámica si nos llega un período de fuerte restricción, lo que tiene una probabilidad que no es cero.

El Consejero señor Desormeaux señala que le incomoda un punto del informe, que en general encuentra muy acertado, pero piensa que tal vez es un problema de cómo se abordó. Cuando se dice "aquí ha habido un deterioro externo fundamentalmente en los países emergentes, algún deterioro en los Estados Unidos, aunque es menor", y a pesar de que el tipo de cambio se ha depreciado, se nos dice "en realidad el premio por riesgo del país no se ha visto afectado". Y lo que se señala, implícitamente, es que en realidad el



efecto sobre nuestro acceso al crédito o el contagio financiero para Chile ha sido nulo, lo que en realidad no es enteramente cierto. Parte del alza que ha experimentado el tipo de cambio, y de la preocupación de nuestro staff, es que percibe que efectivamente se está sintiendo un contagio que va por una vía distinta. Otras fuentes de crédito se están complicando, ya que algunos bancos están cerrando líneas de crédito, en tanto que otros anuncian que cierran sus casas matrices en Chile. Hay en el fondo un efecto financiero que, quizás, es el desarrollo más significativo que ha habido desde la última reunión de política monetaria.

El Gerente de División Estudios, señor Valdés, respecto de la cuestión fiscal señala que lo que dicen las clasificadoras, hasta ahora, es que los grandes problemas de Chile son básicamente el nivel de la deuda externa y la concentración de sus exportaciones en cobre. Y por el contrario, lo que Chile muestra como fortaleza son las cuentas fiscales y los niveles iniciales de deuda pública, por lo tanto, cree que queda tiempo todavía para que el asunto llegue a ser un problema.

En relación a lo que ha dicho el Consejero señor Desormeaux, el señor Valdés manifiesta estar completamente de acuerdo. Señala que el escenario del Informe de Política Monetaria es un escenario en que prácticamente no hay flujos de capitales, pero son flujos netos y, por lo tanto, es un escenario de cuenta corriente cero. Señala que los flujos brutos pueden ser muy bajos y, por lo tanto, los refinanciamientos de todos los vencimientos que vienen en los próximos años pueden no estar asegurados, y ése es por ahora un escenario de riesgo que implica una cuenta corriente muy superavitaria y/o acciones de política especiales, pero sin duda es un escenario que está comenzando a fraguarse.

El Presidente se refiere al hecho de que los riesgos se han incrementado un poco respecto de lo que se preveía en septiembre, según lo dicho en la presentación, lo que abre la posibilidad de nuevas revisiones a la baja de las proyecciones en el futuro. En el caso de los analistas, cada vez que tienen alguna información que indica la necesidad de revisar proyecciones, ellos lo hacen de inmediato. Aquí, en cambio, se espera hasta que se acumule suficiente información, una vez cada cuatro meses, para hacer las revisiones de nuestra proyección y por lo tanto, se llega permanentemente al mercado con una revisión posterior a los analistas. Por consiguiente, es una muy buena razón para que la gente diga "no le creo al Banco Central, porque el Banco Central anda siempre detrás de los analistas".

Señala el señor Massad que hay dos formas de salir de este impasse: una es dejar de hacer proyecciones y tomar las de los analistas, y la otra es hacer lo que hacen los analistas, ir revisando nuestras proyecciones en la medida que aparece información que indica una dirección determinada. Cree que éste es un tema que se va a ir complicando cada vez más y, mientras el Banco Central es muy creíble en materia de inflación, es absolutamente no creíble en materia de proyecciones de producto, por el hecho de que permanentemente se están revisando, detrás de los acontecimientos. La idea de ponerse rangos ayudó un poco en esa dirección, pero si se observa que hay información nueva que pudiera exceder los rangos que se tienen, se debería evaluar cuidadosamente si es conveniente dar una señal al mercado al respecto sin esperar cuatro meses, o esperar esos meses y seguir aceptando el nivel de crítica que hoy existe por las revisiones. Manifiesta que es un tema que hay que mirar con cuidado, que no se puede abandonar, porque se está pagando un precio por eso.

El Consejero señor De Gregorio, respecto al mismo tema, reconoce que el problema existe, señalando que esto se produce porque el Banco efectúa su proyección con una frecuencia muy inferior a la revisión que efectúan los analistas, pero, por otra parte, opina que el rol del Banco no es seguir todas las noticias como si fuera un analista. Cree que la oportunidad de aclarar esta situación es que en los comunicados de estas reuniones se indique el signo hacia donde comienzan a ir las correcciones, o sea, de una u otra forma lo que aquí se va dando, una especie de pauta. Señala que la proyección del Banco no es la



proyección ancla de los próximos cuatro meses, pero de una u otra manera se puede ir dando indicaciones de cómo ve el curso de la coyuntura en lo que son los comunicados. Manifiesta que en este caso no ha habido cambios importantes, pero en comunicados anteriores, quizás dos comunicados antes del último Informe de Política Monetaria, se dijo que las proyecciones iban a ser menores. De cuánto va a ser el número, cree que es un poco riesgoso pensar en entrar a una competencia con los analistas. Tal vez lo otro que el Banco podría hacer es ir enfatizando un poco más, de manera de hacer una presentación algo más amigable de lo que son las encuestas de expectativas y tal vez eso reforzarlo y demostrar así que el Banco lo está tomando en serio y que está canalizando ese tipo de proyecciones y ordenándolas.

El Presidente estima apropiado lo que ha señalado el señor De Gregorio, sin embargo, cree que hay que revisarlo cuidadosamente porque no es obvio, para él, cuál es la mejor solución a esta duda. Recuerda que en el pasado se introdujo una guía y eso, no obstante ser una buena idea, el mercado por algún motivo no la recogió y siguió criticando de la misma manera el hecho que el Banco Central rebajara sus proyecciones, porque no entienden la diferencia entre una proyección y una predicción.

Sobre el mismo tema, el Vicepresidente señor Marshall señala que el Banco Central tiene la práctica, que a lo mejor se debiera revisar, consistente en no hacer ningún tipo de juicio entre cada Informe de Política Monetaria, entonces, suponiendo que el IPOM dice algo y a la semana siguiente ocurre un evento que cambia sustantivamente el escenario, todas las exposiciones que se hacen -el Presidente, los Consejeros, el Banco- sigue siendo la misma y se dice "en realidad esto ha cambiado un poco, pero la proyección es.." y se da la proyección de uno, dos o tres meses atrás, porque aquí se ha respetado con gran rigurosidad el hecho de que las proyecciones no son cambiadas ni por iniciativa del Presidente o de los demás consejeros.

Estima el señor Marshall que lo anterior debiera ser revisado, porque cree que en los períodos intermedios, si el Presidente interviene en una actividad pública, en la que ya es evidente que la proyección ha cambiado, debería tener la posibilidad de señalar la dirección en la que la proyección se encamina y, en alguna medida, el orden de magnitud del cambio. Cree que es un camino intermedio que permite estar más al día en estos períodos porque es efectivo lo que dice el Presidente en el sentido de que después de cuatro meses, al modificar algunos elementos, se va a estar siempre a la zaga de algunos analistas y lo que se inauguró con el IPOM fue precisamente que hay una proyección única. Piensa que eso se puede modificar. Recuerda que el IPOM se hizo para ordenar y todos lo respetan como un buen factor ordenador, pero quizás no es el más eficiente. Está de acuerdo con lo expresado por el señor De Gregorio en el sentido que es bueno que aquí se tengan proyecciones, pero no se tiene por qué tener la regla de que son inamovibles durante cuatro meses. Opina que se puede cambiar cada mes si es que existen rangos razonables.

El Consejero señor Desormeaux se refiere al mes de septiembre del año pasado cuando se presentó el IPOM y al día siguiente sucedieron los atentados en Estados Unidos. Manifiesta que si se hubiera tenido un rango, se podría haber dicho "cambian las probabilidades, vamos a estar indudablemente más cerca del rango inferior" y se hubiera podido dar una señal. En cambio cuando se presenta una proyección puntual, se tiene que indicar "probablemente la vamos a revisar hacia abajo", no se puede decir nada más. Cree que el tener un rango hoy día abre justamente espacio para lo que pide el señor Marshall. Agrega que en mayo de este año recién se acababa de entregar la correspondiente proyección en el IPOM cuando se agravó la crisis de Brasil. Evidentemente que si se hubiera tenido un rango se habría podido decir "obviamente que consideramos las dificultades que vive actualmente Brasil, pero no lo consideramos parte del escenario central; ahora pasa a ser parte del escenario central y la proyección va a estar más cerca del rango inferior."



El Gerente de División Estudios opina que habría que evaluar la frecuencia del Informe de Política Monetaria, señalando que si fuera trimestral los ayudaría a minimizar un poco el caso, porque parte del problema es que cuatro meses es mucho tiempo.

El Presidente propone discutir en forma más sistemática el tema y solicita al staff preparar algunas minutas de cómo abordarlo.

El Gerente de Análisis Macroeconómico tiene una opinión distinta. Manifiesta que, efectivamente, hay un cierto interés desmedido del mercado por saber cuáles son las proyecciones y ver cuáles son las cifras que tanto el Gobierno como el Banco Central están viendo como escenarios hacia el futuro. Cree que eso resulta de una percepción errada por parte de los mercados de que las autoridades económicas tienen una gran capacidad de control de lo que puede ocurrir con la economía. Por lo tanto, hacer más frecuente ese proceso de revisión de cifras llevaría a la dirección opuesta de lo que debe ser más bien un énfasis en la discusión cualitativa respecto a las políticas económicas, no la discusión sobre cifras y proyecciones. De hecho, señala que en otras partes del mundo esta discusión numérica está mucho menos enfatizada que lo que ocurre en Chile. Indica que, en términos comunicacionales, la dirección más adecuada es hacia un menor perfil en el tema de las proyecciones, y no sobreenfatzarlo cada cierto tiempo dando nuevas cifras.

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

Al respecto, el señor Valdés señala lo siguiente:

1. En la reunión de política monetaria del mes pasado, el Consejo decidió mantener la tasa de política monetaria en 3% anual. Entre otros aspectos, en esta decisión se consideró que, en el escenario base del Informe de Política Monetaria de septiembre, las proyecciones de inflación eran coherentes con el centro del rango meta. En particular, se esperaba una trayectoria al alza de la inflación durante los meses siguientes hacia 3%, para luego mantenerse fluctuando en torno a ese número durante el resto del horizonte de proyección. Este escenario base consideraba un tipo de cambio spot en torno a \$700 por dólar y una apreciación del tipo de cambio real de aproximadamente 2% hacia fines del horizonte de proyección. Por el lado del sector real no existieron grandes noticias, aunque se reconoció que los riesgos latentes eran significativos, con un balance negativo para la actividad y neutral para la inflación.
2. Durante el último mes, el escenario internacional ha mostrado en el margen un deterioro, especialmente respecto de la situación regional. Las perspectivas para la economía global no han sufrido grandes cambios, aunque los escenarios de riesgo han tomado mayor preponderancia, particularmente los relacionados a la situación del Medio Oriente y sus implicancias para el precio del petróleo, y el panorama de la economía de Estados Unidos, donde subsisten amenazas. De hecho, para esta reunión se ha reducido marginalmente el precio esperado del cobre y se ha incrementado marginalmente el precio del petróleo para el año 2003. Principalmente debido a la situación política de Brasil, los mercados financieros de la región han mostrado una fuerte volatilidad durante las últimas semanas y las monedas de varios países han estado bajo presión, incluyendo el peso mexicano y algunas monedas sudamericanas. Es esperable que esta volatilidad continúe por algún tiempo más.
3. Respecto de la economía nacional, los fuertes movimientos que ha sufrido el peso constituyen probablemente la noticia más importante. Desde la última reunión de política monetaria el peso se ha depreciado en un poco más de 3,5%, lo que se suma a una depreciación de casi 3% ocurrida entre las dos últimas reuniones. En este ambiente financiero más volátil, las tasas de interés de los documentos del Banco Central de más largo plazo han tenido un pequeño rebote, pero las tasas de interés de corto plazo se

and man
HAB



encuentran bien alineadas con la tasa de política monetaria. Destaca el hecho que, a pesar de esta volatilidad, las tasas de colocación y las tasas de letras hipotecarias han continuado disminuyendo.

4. Por el lado real las noticias han sido marginalmente negativas, lo que incluye una caída en la producción industrial, un menor dinamismo de las exportaciones y algo menos de medio punto de menor crecimiento proyectado para agosto. Ello, no obstante, es insuficiente para cambiar el panorama de crecimiento del último *Informe* para este año y el próximo, a pesar de que se mantienen latentes los escenarios de riesgo descritos en él. Mención especial merece en esta oportunidad el proyecto de ley de presupuesto, el que sería consistente con un superávit estructural de 1% del PIB y considera un déficit contable de 0,7% bajo un escenario de crecimiento similar al del *Informe*.
5. Nuevas proyecciones con un escenario de crecimiento similar al del Informe de Política Monetaria pasado, pero un tipo de cambio nominal que persistentemente se mantiene en los niveles actuales (\$740-\$750), indican que la inflación llegaría a 3,5%-4,0% a fines del segundo semestre del próximo año, para tener luego un ligero descenso por base de comparación, aproximándose a 3,5% a fines del horizonte de proyección. Este escenario de mayor inflación esperada también se verifica en los diferenciales de tasas de interés. En el caso de la encuesta de expectativas, el aumento de la inflación esperada es sorprendentemente pequeño. De hecho, ésta ni siquiera sobrepasa el centro del rango meta en los próximos dos años.
6. Con este conjunto de antecedentes se propone descartar como opción un recorte de la tasa de interés. Un movimiento de este tipo no sería consistente con los riesgos inflacionarios que genera el escenario cambiario actual. Por otro lado, la disminución de las tasas de colocación es indicativa de que aún no concluye el proceso de traspaso del mayor impulso monetario.
7. Respecto de la posibilidad de aumentar la tasa de política monetaria, existen argumentos tanto para considerarla como para descartarla como una opción adecuada. Por un lado, el que la proyección de inflación amenace con acercarse al techo del rango meta —con un tipo de cambio nominal persistentemente en los actuales niveles— debiese ser una razón suficiente para pensar en reducir el grado de expansividad de la política monetaria.
8. Por otro lado, sin embargo, el argumento anterior se debilita al considerar que:
 - (i) La proyección de inflación se mantiene dentro del rango meta en el horizonte de proyección.
 - (ii) Las expectativas privadas se mantienen ancladas en torno a 3%: y ello se verifica tanto en la encuesta como en los papeles nominales de largo plazo. Siendo la depreciación del peso en lo fundamental un shock de oferta, la política monetaria debiera orientarse en este caso a resguardar la vigencia del ancla nominal, más que a neutralizar el eventual cambio de precios que por una vez provocaría el shock.
 - (iii) Es probable que el nivel actual que ha alcanzado el tipo de cambio nominal tenga un carácter transitorio, por lo que no se puede descartar que sufra una corrección durante los próximos meses hacia una trayectoria más cercana a la que subyace en las proyecciones del Informe.
9. En particular, respecto al punto anterior, las estimaciones de tipo de cambio real de equilibrio muestran que en la actualidad existe una subvaluación considerable (de más de 10%), que los movimientos del tipo de cambio obedecen especialmente a que la región pasa por un período de extrema incertidumbre —la que necesariamente tenderá a despejarse— y que existe la experiencia de lo sucedido luego de la crisis argentina, cuando el tipo de cambio nominal sufrió una fuerte corrección a la baja. Adicionalmente,

león man



es posible argumentar que hay tiempo para evaluar la persistencia y efectos de estos movimientos cambiarios. Esta posibilidad —la opción de esperar— es especialmente valiosa en momentos como los actuales, cuando subsisten fuertes riesgos negativos por el lado de la actividad que posiblemente tienen consecuencias deflacionarias.

10. A la luz de estos argumentos se recomienda mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual como la opción más adecuada.
11. Respecto de elementos de corte estratégico, cabe destacar que mayoritariamente no se esperan cambios en la tasa de política monetaria para esta reunión.

El Presidente ofrece la palabra para comentar las opciones.

El Consejero señor Desormeaux consulta acerca del argumento efectuado por don Francisco Rosende que se refiere al fuerte crecimiento que experimenta el dinero.

El Gerente de División Estudios señala que hay, al menos, tres argumentos para no considerar el asunto como un problema. Desde el punto de vista puramente conceptual, la demanda por dinero es la última ecuación del sistema y por lo tanto, completamente residual. Y siempre, entonces, la oferta es igual a la demanda, y teóricamente no existen excesos de oferta de dinero en la economía. El segundo argumento es, que es cierto que el dinero M1A está creciendo a tasas elevadas, pero la verdad es que, a priori, no se sabe cuál es el agregado relevante para analizar esta situación, porque mientras la emisión está aumentando menos que el dinero, el M7 crece muy poco al igual que las colocaciones. Un tercer argumento es que nuestras estimaciones de demanda por dinero no están mostrando errores de una magnitud ni de un signo particular. Por el contrario, son consistentes con lo que se está viendo con la demanda por dinero. Por lo tanto, señala, todo eso hace pensar que vale la pena seguir analizando el tema y de hecho, se está empezando a preparar material más preciso al respecto, pero en general piensa que no debiese ser un tema peligroso por ahora. La prueba final está que si es un proceso de ajuste, la tasa de crecimiento debiese moderarse en algún tiempo, pero hay que esperar ese tiempo.

El Consejero señor De Gregorio señala que el análisis que se ha presentado en esta ocasión destaca, principalmente, el deterioro del ambiente internacional relevante para la economía chilena, en particular, las turbulencias financieras de la región con sus repercusiones sobre el tipo de cambio.

De acuerdo con esta presentación, desde el punto de vista inflacionario, las noticias muestran algunos aumentos, aunque éstos se encuentran dentro del rango meta y desde el punto de vista de actividad, las noticias son marginalmente negativas.

La depreciación del tipo de cambio en el último mes, que alcanza a 3,5%, más la debilidad acumulada de meses anteriores, pone algunas presiones sobre la inflación. Sin embargo, cree que hay razones suficientes para sugerir cautela y descartar una sobre-reacción a estos desarrollos que aparentemente son de carácter transitorio, y podrían dar una mala señal sobre la conducción de la política monetaria o en particular, si después de un tiempo el tipo de cambio se fortalece y una futura debilidad de la deuda interna nos lleva, como consecuencia, a evaluar una posible baja de la tasa de política monetaria. A este respecto cabe destacar:

- La depreciación constituye un shock de oferta, el que, de persistir en el tiempo, debería por sí sólo reducir las presiones inflacionarias de mediano plazo, compensando en alguna medida el efecto directo sobre los costos;



- La inflación sigue dentro del rango meta y tanto las expectativas privadas como nuestras propias estimaciones indican que no habría desviaciones fuera de este rango. En este sentido, es importante destacar que en horizontes más cortos que el de nuestro objetivo inflacionario, debiera ser normal que, en el contexto de un régimen de tipo de cambio flexible, la inflación tenga espacios para fluctuar.

Respecto del análisis de la División Estudios, su impresión es que se pueden estar omitiendo algunos efectos importantes del actual escenario externo sobre la inflación. Le parece que es difícil que se mantenga el escenario central del IPOM con sólo un aumento leve de la inflación y un tipo de cambio algo más depreciado. En su visión, en la actual coyuntura financiera cree que: 1) se mantiene la debilidad del peso con un debilitamiento adicional de la actividad o, 2) se revierten parcialmente los movimientos cambiarios, de modo que se concreta el escenario de actividad y de precios de activos del IPOM. En ambos escenarios las presiones inflacionarias se debilitan con respecto a las actualmente proyectadas, debido en el primer caso al debilitamiento de la demanda o, en el segundo caso, al fortalecimiento del peso.

Por último, señala que es necesario destacar que si la preocupación del Banco Central se comienza a centrar en el impacto inflacionario de los movimientos del tipo de cambio, la discusión de la instancia monetaria que se está teniendo hoy debería darse en un contexto más global de todas las alternativas e instrumentos disponibles para contrarrestar una posible sobre-reacción cambiaria que puede abrir paso a presiones inflacionarias.

Por todo lo anterior, cree el señor De Gregorio que lo más recomendable, en esta ocasión, es mantener la tasa de instancia de política monetaria. Los demás Consejeros manifiestan su opinión en el mismo sentido.

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

39-01-021008 – Tasa de Instancia Monetaria.

Se acuerda mantener la tasa de interés de política monetaria en 3% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez también permanecen inalterados en los niveles prevalecientes desde la reunión anterior.

IV. Comunicado

“ En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió mantener la tasa de interés de política monetaria en 3% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez también permanecen inalterados en los niveles prevalecientes desde la reunión anterior.

En lo sustancial, el escenario previsto de crecimiento de la economía global no ha variado durante las últimas semanas. No obstante, los riesgos de escenarios más adversos han tomado algo más de relevancia y la volatilidad de los mercados financieros regionales sufrió un incremento adicional. Estos hechos se han manifestado especialmente en presiones sobre las distintas monedas.

Respecto de la economía nacional, los antecedentes acumulados desde la última reunión son en general coherentes con el panorama de crecimiento contenido en el Informe de Política Monetaria. Las perspectivas de inflación de mediano plazo se mantienen cercanas al centro del rango meta, aunque en el corto plazo puedan registrarse fluctuaciones algo mayores.



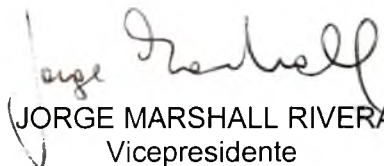
BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 39
Política Monetaria
08.10.2002 20.

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

El Consejo aprueba el texto del comunicado.

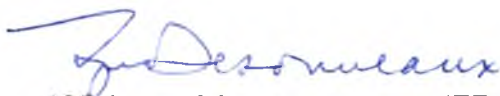
Se levanta la Sesión a las 17,30 horas.



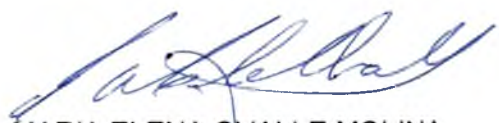
JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente



CARLOS MASSAD ABUD
Presidente



JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero



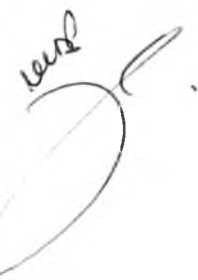
MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera



JOSE DE GREGORIO REBECO
Consejero



MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe





BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 40
DE POLITICA MONETARIA
celebrada el 7 de noviembre de 2002

En Santiago de Chile, a 7 de noviembre de 2002, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Carlos Massad Abud, con la asistencia del Vicepresidente don Jorge Marshall Rivera y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina y señor José De Gregorio Rebeco.

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

Asisten también los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Angel Nacrur Gazali;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga;
Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de Análisis 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, señora Cecilia Navarro García.

I. Resolución sobre Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 39, celebrada el 8 de octubre de 2002.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo el Proyecto de Acta de la Sesión N° 39, celebrada el 8 de octubre de 2002, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

II. Resolución sobre Minuta del Acta correspondiente a la Sesión N° 37, celebrada el 5 de septiembre de 2002.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo la Minuta correspondiente al Acta de la Sesión N° 37, celebrada el 5 de septiembre de 2002, la que se aprueba sin observaciones.

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

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de mayo de 2003, para el día 8 de ese mes.



IV. Exposición.

El Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés, entrega el siguiente Informe:

SÍNTESIS DEL MES

Respecto de la anterior Reunión de Política Monetaria, las mayores novedades se encuentran en el ámbito interno. Por un lado, la trayectoria de la inflación IPC en el corto plazo ha estado por encima de lo previsto, reflejando tanto los efectos del mayor tipo de cambio y su impacto sobre algunos precios regulados y combustibles, así como aumentos mayores que lo anticipado en el precio de algunos bienes perecibles. La inflación IPCX, en cambio, mantiene una evolución acorde con lo esperado. Se prevé que la diferencia entre estas dos medidas de inflación se mantenga e incluso se acreciente durante los meses siguientes. Por otro lado, el panorama de crecimiento de la actividad para este año se ha modificado a la baja, desde 2,2% a 1,9%, principalmente como resultado de cambios en el crecimiento esperado de sectores ligados a la oferta, como minería y pesca, y, en menor medida, en construcción, sector que ha visto postergado parte de sus proyectos, principalmente aquellos relacionados con obras de ingeniería. El crecimiento anual esperado para la demanda interna, en tanto, se mantiene en 2002 en los niveles previstos en septiembre, aunque con un perfil distinto al interior del año y con una mayor participación del consumo.

En el escenario internacional, no se observan mayores novedades con relación a lo previsto hace unos meses, lo que incluye la no materialización, por ahora, de escenarios de riesgo negativos. Persisten, no obstante, grados importantes de incertidumbre asociados a la recuperación de la economía norteamericana, la aún latente posibilidad de un conflicto bélico en el Medio Oriente y la todavía no resuelta situación de los problemas económicos de la región. En particular, en Estados Unidos las noticias recientes referidas a peores indicadores de confianza de los consumidores han volcado las expectativas de los agentes, persistiendo aún los elementos de incertidumbre, sin poder confirmarse del todo el inicio de la recuperación. Esto ha dado más fuerza a la posibilidad de tener nuevos recortes de la tasa de los *Fed Funds* en el corto plazo.

En términos generales, las proyecciones de crecimiento mundial medidas a paridad del poder de compra y sobre la base de los socios comerciales no presentan mayores cambios respecto de lo previsto en los meses previos. De igual forma, la evolución reciente de los valores de las principales materias primas confirman las proyecciones para el precio del cobre y petróleo, en línea con la evolución esperada de la actividad mundial. De todas formas, existe algún grado de mayor riesgo en el caso del precio del petróleo debido a la posibilidad de conflicto bélico en Irak.

Los mercados financieros emergentes durante el último tiempo han estado fuertemente influenciados por los eventos de Brasil. Una vez conocido el candidato ganador, persiste todavía la incertidumbre respecto del equipo económico que lo acompañará, junto con el aún complejo panorama de la deuda pública. En este último aspecto, cabe destacar que recientemente se realizó un exitoso *roll-over* de documentos con vencimientos durante la semana pasada, el que si bien correspondió a un monto muy pequeño de la deuda total, significó una clara señal de apoyo al nuevo gobierno que se reflejó en una importante apreciación de la moneda y la ubicación del *spread* soberano en valores del orden de los 1.700 puntos base (que se comparan con el máximo de 2.481 observado cuatro semanas antes).

Durante octubre el mercado financiero nacional se caracterizó por una trayectoria disímil del tipo de cambio. A comienzos de mes se registró una importante depreciación del peso, que



tuvo relación con lo que sucedió en los mercados financieros globales y regionales, y aparentemente se amplificó con la controversia respecto de las cifras de deuda pública. Esta evolución estuvo acompañada por un repunte de las tasas de interés de los documentos de largo plazo del Banco Central. Luego de los anuncios de intervención cambiaria el día 10 de octubre, el peso mostró una trayectoria importante a la apreciación, la cual también se vio favorecida por la menor volatilidad relativa de los mercados financieros regionales. Esto significó una reducción de más de \$35 por dólar entre este anuncio de las intervenciones y las primeras observaciones de noviembre. Todos estos eventos llevaron a que el tipo de cambio promedio de octubre presentara una depreciación promedio de 2% respecto de septiembre, cifra que se revierte a una apreciación por el mismo monto si se comparan los valores finales de cada mes.

El traspaso de las reducciones de la tasa de política monetaria hacia las tasas de interés de colocación de mercado continuó en la mayoría de los segmentos. Asimismo, destacó el significativo descenso en el recargo de los bonos corporativos por sobre las tasas de los documentos del Banco Central, hecho que ocurrió pese al aumento de emisiones realizadas en el mes. Las colocaciones mantienen la trayectoria de dinamismo que han mostrado durante los últimos meses, en particular aquellas destinadas a personas. Las colocaciones a empresas, en tanto, han reflejado el mayor crecimiento de las colocaciones de comercio exterior.

Las perspectivas de mercado respecto de la evolución futura de la tasa de política monetaria implícitas en la curva *forward* indican la mantención de la tasa de política monetaria en 3,0% hasta fines del primer trimestre del próximo año. Esta trayectoria se compara con los resultados preliminares de las encuesta de expectativas de noviembre, que señalan la permanencia de la tasa de política monetaria en el corto plazo.

Por el lado de la demanda interna se aprecian cambios significativos en la dinámica que siguen los distintos componentes. En particular, los indicadores de inversión, a excepción del sector inmobiliario, muestran un pobre desempeño. Al efecto, los indicadores de inversión en maquinaria y equipos, ventas e importaciones de bienes de capital, tienen fuertes caídas tanto en septiembre como en la información preliminar de octubre. Por su parte, los indicadores de consumo mantienen un relativo dinamismo, principalmente las ventas de supermercados y de automóviles, todo ello en un ambiente en que las percepciones de los agentes continúan sin recuperarse en forma clara y niveles de empleo que en el margen muestran un tenue dinamismo.

En el plano inflacionario no se observan aún mayores presiones subyacentes. En la inflación de octubre concurrieron aumentos ligados a los precios de los perecibles y combustibles, junto con el reajuste de algunos servicios públicos. Las perspectivas de corto plazo para la inflación, fin del año 2002 y primer trimestre de 2003, indican un alza respecto de lo previsto en la reunión anterior. El efecto de la mayor inflación de octubre se traduce en una mayor inflación anual, la que se acercaría a 3,6% para fines de año y disminuiría a 3,3% en marzo. Este aumento, no obstante, está ligado casi en su totalidad a factores coyunturales, por cuanto la inflación del IPCX se ubicaría durante todo el período cercana a 2,5%. Con el tipo de cambio en niveles de \$720-\$730, la inflación del IPC alcanzará valores máximos marginalmente por sobre 3,5% a mediados de 2003, principalmente por efecto de la base de comparación, período a partir del cual lentamente descenderá hacia el centro del rango meta.

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA

I. Escenario Internacional

El escenario internacional en la actualidad se visualiza muy similar al del Informe de Política Monetaria de septiembre. Si bien durante octubre los factores de riesgo que se observaban al cierre de la reunión pasada se han visto relativamente atenuados, y por el momento no se han

e.



materializado, aún persisten grados de incertidumbre, relacionados con una recuperación más lenta de Estados Unidos, un precio del petróleo alto y el aún no resuelto panorama regional. Respecto de este último factor, a pesar de que la situación política de Brasil se ha aclarado, aún se mantiene la incertidumbre respecto del equipo económico que acompañará al nuevo Presidente así como la forma en que se enfrentará la compleja situación fiscal.

Con todo, el escenario base de crecimiento mundial ha sufrido correcciones a la baja, principalmente debido a los efectos del menor crecimiento de Estados Unidos sobre el resto del mundo. En el caso de Europa, se suma el bajo dinamismo de la demanda interna, y en el caso de América Latina, la significativa reducción que han mostrado los flujos de capitales hacia la región y sus magras perspectivas. Así, las proyecciones de crecimiento para el año 2002 se mantienen al ponderarlas a paridad del poder de compra y han aumentado en dos décimas de acuerdo a los principales socios comerciales (principalmente por un crecimiento menos negativo de Argentina). Hacia el año 2003, en tanto, se han reducido en ambos casos, dos décimas ponderado a paridad del poder de compra (3,3%) y una décima ponderado por los principales socios comerciales (2,3%).

Desde la reunión pasada, el precio del petróleo ha mostrado una clara desaceleración, principalmente desde mediados de octubre, cerrando el mes en torno a US\$25-US\$26 el barril. Esta evolución obedece principalmente a que la probabilidad de un conflicto armado inminente en Irak se ha reducido, y a que los inventarios de petróleo han comenzado a aumentar, debido a la sobreproducción de los miembros del cartel petrolero. En lo que resta del año 2002, se espera que el precio oscile en torno a los niveles actuales, manteniéndose la proyección promedio anual en US\$ 25 el barril. Para 2003, si bien se mantiene la estimación de septiembre (US\$ 24 el barril), existe un riesgo mayor al alza, por la mayor probabilidad de conflicto bélico en el Medio Oriente.

Respecto del mercado del cobre, en octubre se han apreciado señales de precios más promisorias. Luego de haber alcanzado niveles en torno a US\$ 0,65 la libra a comienzos del mes, el precio ha mostrado un repunte para alcanzar en la actualidad valores cercanos a US\$0,70 la libra. En esta evolución han influido señales algo menos inciertas respecto de la recuperación mundial, así como una mayor demanda proveniente de China y Corea, economías que representan más de 20% del consumo mundial de este metal y que compensan la menor demanda de Estados Unidos, debido al estancamiento de su actividad industrial. Con todo, se estima que los precios continuarán oscilando en torno a las cifras recientes, con lo que el promedio del año se ubicaría en US\$ 0,70 libra, en línea con lo proyectado en el pasado Informe de Política Monetaria. Para el año 2003 se mantiene la proyección de US\$ 0,76 la libra, acorde con la dinámica esperada para la actividad mundial.

Los mercados financieros internacionales han mantenido la volatilidad de los últimos meses. A comienzos de octubre se verificó una caída en las bolsas acompañada de una reducción importante en el rendimiento de los bonos del gobierno americano a 10 años, situación que pareció revertirse hacia mediados de mes, ayudada por los resultados de empresas del tercer trimestre mejores a los esperados. Sin embargo, peores indicadores de confianza de los consumidores volcaron nuevamente a los agentes hacia instrumentos de más largo plazo, persistiendo aún los elementos de incertidumbre, sin poder confirmarse del todo el inicio de la recuperación.

Respecto de la evolución futura de la tasa de política en Estados Unidos, se espera un recorte en la *Fed Fund* en lo que resta del presente año, el que sería del orden de 25 puntos base. Para Europa se mantienen las expectativas de una disminución similar, debido al bajo dinamismo de la demanda interna.

En los mercados financieros emergentes, los eventos políticos de Brasil se han reflejado en la volatilidad de su *spread* soberano, destacando recientemente la incertidumbre post-elecciones asociada a la falta de señales concretas en el plano económico, así como por el complejo



panorama de la deuda pública. La concentración de los vencimientos en la última parte del presente año requiere de un *roll-over* de al menos 65% para no caer en moratoria, lo que parece difícil de implementar, considerando que en los últimos tres meses el promedio de estas operaciones logró un monto de 30%.

Respecto de los flujos netos de capitales hacia economías emergentes, las proyecciones del Institute of International Finance se han ajustado a la baja, siendo América Latina la región más afectada, con una caída en los flujos del orden del 40% respecto del año 2001 (principalmente inversión extranjera directa).

II. Mercados Financieros

Las principales novedades por el lado financiero provinieron del mercado cambiario. En efecto, durante octubre el peso presentó una depreciación promedio mensual de 2,1%, variación que al medirse entre fines de octubre y septiembre, arroja una apreciación del orden de 2%, situación que revela la inusual trayectoria que tuvo la divisa a lo largo del mes. Esta evolución, fue incluso considerada exagerada por el mercado, como lo expresa el diferencial con el tipo de cambio esperado a dos meses de la encuesta de expectativas. No obstante, la trayectoria del tipo de cambio al interior del mes estuvo determinada, principalmente, por el anuncio el día 10 de octubre de intervenciones cambiarias por parte del Banco Central, lo que significó pasar desde una cifra récord para el dólar de \$ 757 el día del anuncio, a valores en torno a \$ 720 en lo más reciente. Adicionalmente, la fuerte apreciación del peso en las últimas dos semanas ha estado aparejada con una mayor estabilidad en los mercados financieros de la región.

En términos de volatilidad cambiaria, durante octubre no se observaron mayores cambios respecto de lo registrado en los meses previos, no obstante el peso continuó presentando una alta correlación con la moneda brasileña.

Las cotizaciones informadas por *Bloomberg* sitúan al dólar en torno a los \$ 725 en los próximos seis meses. Dichos resultados se encuentran en línea con los resultados preliminares de la encuesta de expectativas de noviembre que señala una estabilidad del precio del dólar entre \$720-\$725 para los próximos veinticuatro meses.

El diferencial de tasas interna-externa de mediano plazo continúa presentando valores negativos, tendencia que se ha observado con más fuerza en el segundo semestre. Por su parte, estimaciones para el tipo de cambio real lo sitúan con una depreciación del orden de 1,5% promedio anual durante el año 2002.

Las tasas de interés de los documentos reajustables de largo plazo (PRC) registraron durante octubre una trayectoria en concordancia con los eventos del mercado cambiario. Es así como, tras presentar una caída hasta valores mínimos históricos a principios de mes, experimentaron una importante recuperación, del orden de 60 puntos base. De esta forma, el PRC a 8 años se encuentra en la actualidad en UF+3,1%, y el PRC a 20 años en UF+4,0%, valores similares a los de fines de agosto. Adicionalmente, la evolución de estas tasas de interés se ha visto determinada por la dinámica de la tasa externa relevante y la positiva percepción de los indicadores de actividad del Instituto Nacional de Estadísticas.

Durante octubre las tasas de interés de las licitaciones de los documentos con reajustabilidad en dólares (BCD) tuvieron incrementos del orden de 80 puntos base, lo que se asocia a la mayor oferta de este tipo de instrumentos programada hasta fines del presente año.

Los documentos nominales de plazo inferior a un año se mantienen en valores cercanos al de la tasa de política monetaria. Sin embargo, los de mayor plazo continúan con la trayectoria creciente de los meses previos, producto de las mayores expectativas de inflación. Este aumento, no obstante, no fue visible en todos los plazos puesto que los intermedios tuvieron una menor inflación esperada conforme se apreció el peso. De esta manera, las perspectivas



respecto de la evolución futura de la tasa de política monetaria que se deducen de la curva *forward* indican una mantención de la tasa de interés de política en 3,0% hasta fines del primer trimestre del año 2003. Del mismo modo, los resultados preliminares de la encuesta de expectativas de noviembre coinciden con dicha apreciación en el corto plazo.

En los agregados monetarios, tanto el circulante como el dinero continuaron en octubre con expansiones en doce meses de dos dígitos (12% y 17% nominal, respectivamente). En general, durante el presente año no se observan desequilibrios monetarios de magnitud, pues la evolución del M1A ha estado acorde con la trayectoria de la actividad y de las tasas de interés. Por una parte, las estimaciones para la demanda de dinero de corto plazo muestran una leve sobreestimación de los niveles, con una desviación estándar de los errores del orden de 1,4%. Por otra, en los últimos tres meses se aprecia una desaceleración importante de la trayectoria del dinero, lo que está en línea con la estabilidad de las tasas de interés nominales de los últimos meses.

Los agregados más amplios, en tanto, registraron importantes cambios de composición durante octubre al aumentar en forma considerable las inversiones de corto plazo mantenidas por las Administradoras de Fondos de Pensiones, que expandieron sus depósitos a plazo en 8,5% mensual. Este fuerte incremento se compara con la importante toma de posiciones de documentos del Banco Central por parte del resto del sector privado (26% mensual). Asimismo, en este mes sobresalió el incremento de las colocaciones efectivas en moneda nacional, cuyo principal destino ha sido financiar créditos a personas, y que tiene su mayor explicación en las disminuciones de las tasas de interés de mercado en todos los plazos. No obstante lo anterior, en las últimas semanas se han registrado leves incrementos en las tasas de interés de las colocaciones de menores montos. Los créditos a empresas durante septiembre arrojaron una leve recuperación respecto del mes anterior, aunque ésta estuvo determinada por préstamos relacionados con el comercio exterior, manteniéndose estancadas las colocaciones comerciales.

El recargo de los bonos corporativos por sobre las tasas de los documentos del Banco Central experimentó un significativo descenso en octubre. Ello se explicó por la evolución disímil de las tasas de interés a lo largo del mes, con caídas en las de los bonos y aumentos en los PRC. En efecto, pese al aumento de emisiones de deuda por parte de empresas durante el período (aproximadamente 10 millones de UF), la TIR media de estos instrumentos se situó en torno a 5,9% por debajo de los niveles de los meses previos. Estos valores han significado que las nuevas emisiones de bonos se hayan colocado con *spreads* por sobre los PRC del orden de 100 puntos base. En el caso de las letras de crédito, las tasas de interés también presentaron una disminución en la tasa promedio, llegando a 5,3% la TIR media, valor que representa una caída respecto del mes anterior. Para emisiones menores al 6%, el promedio fue 5,1%, en tanto que las superiores a 6%, el valor medio fue 6,0%.

La situación bursátil nacional presentó en octubre dos trayectorias diferentes y muy marcadas. Durante la primera quincena, contrariamente a lo que ocurría en los mercados internacionales, la bolsa chilena experimentó una fuerte caída, del orden de 3% en el caso del IPSA. Una reducción similar se registró en los ADR, aunque ello obedeció puntualmente a un ajuste de precios de algunas empresas eléctricas asociado a la toma de utilidades, junto con la liquidación de activos que realizaron algunos fondos extranjeros. Posteriormente, en paralelo con la apreciación del peso, la puesta en marcha de los multifondos de las AFP y la evolución de la bolsa norteamericana, se registró una recuperación del IPSA que finalizó con una variación mensual de 0,5%.



III. Actividad y Empleo

Durante el último mes, las proyecciones de crecimiento para el PIB del tercer y cuarto trimestres, así como para el año, sufrieron una corrección. La incorporación de nueva información y la modificación de algunos supuestos previamente utilizados, explican el cambio, que no obstante se encuentra mayoritariamente en sectores eminentemente ligados a factores de oferta.

En primer lugar, existe una corrección a la baja en la estimación del crecimiento del PIB para el tercer trimestre, que se basa en nueva información del sector minero y pesquero. El primero de ellos, debido al incumplimiento de los programas de producción por algunas empresas del sector. El segundo, principalmente por un fuerte descenso de la pesca industrial en el período. Esto significa ajustar el PIB del tercer trimestre en dos décimas, situándose actualmente en 1,8%.

Se suma a lo anterior, un ajuste de la estimación de crecimiento del PIB para el cuarto trimestre, fruto de cambios en los supuestos iniciales respecto de minería y construcción. En el caso de minería, el grueso de su corrección se produce por el atraso en el inicio del funcionamiento de la etapa IV de la Minera Escondida, que representa cerca del 8% del total de la producción de cobre del período. Paralelamente, el incumplimiento sistemático de los planes de producción lleva a corregir a la baja el supuesto inicial para el resto de las empresas del sector minero, en especial de Codelco.

El sector de la construcción, por su parte, sufre ajustes a la baja debido, principalmente, al cambio en el catastro de inversión de septiembre de la Corporación de Bienes de Capital, que indica una caída de 2,5% del sector construcción (US\$109 millones) respecto de lo previsto en junio. Postergaciones en sectores de obras públicas, inmobiliario y energía explican el cambio.

Con esto, si bien el PIB mantiene una trayectoria creciente a lo largo del año, terminaría el año 2002 con una tasa de crecimiento algo por debajo de la estimada en septiembre (1,9%).

Por el lado de la demanda, la revisión de la información y supuestos respecto de la demanda externa neta y la ya señalada del PIB, también provoca modificaciones en relación con lo esperado anteriormente, aunque éstas afectan a la composición de los dos últimos trimestres de 2002, más que al año en su conjunto.

Por una parte, información más definitiva indica que existió un traslado, por problemas de registro, de las exportaciones de cobre desde el tercer al cuarto trimestre. Ello llevó a que el incremento esperado del gasto para el tercer trimestre fuera significativamente mayor en relación con lo esperado en septiembre. Este traslado hacia el cuarto trimestre, y la revisión a la baja del catastro de proyectos de inversión, explican un menor incremento de la demanda interna en la última parte del año respecto de lo anticipado anteriormente.

No obstante, sumados ambos efectos, el crecimiento anual de la demanda interna se mantiene en niveles similares a los previstos anteriormente, aunque con una composición distinta al interior del año.

Demanda interna

Los indicadores de consumo continuaron mostrando señales mixtas en septiembre, aunque en el margen con un escenario más alentador. Por un lado información de consumo habitual, tales como las ventas de supermercados y del comercio minorista, en especial estas últimas, muestran una recuperación desde mediados de año. La baja base de comparación que supone el mismo período del año 2001, restado el efecto de un día hábil más, hace esperar incrementos anuales positivos en lo que resta de 2002.



Al mismo tiempo, aunque en septiembre las importaciones de bienes de consumo tuvieron un crecimiento cercano a los dos dígitos (al igual que en agosto), datos preliminares de octubre indican una reversión de esta tendencia. No obstante, cabe señalar que la trayectoria del tipo de cambio en octubre y su impacto sobre el dólar aduanero, podría hacer retrasar internaciones para noviembre.

Un elemento de apoyo al comportamiento del consumo habitual es la evolución de las expectativas de los consumidores. En septiembre el índice de Adimark registró un cambio, aunque marginal, en la tendencia decreciente que venía mostrando. Por su parte, la encuesta realizada por la Universidad de Chile mostró en septiembre una tendencia similar a la del indicador anterior, con un leve retroceso respecto de junio.

Respecto de los indicadores de consumo durable, las ventas de autos nuevos señalan un importante aumento, siendo septiembre el mejor mes del año (cerca de 9.500 unidades *versus* 8.000 regularmente registradas) con un aumento anual de 37,2%. Por otro lado, las ventas de bienes durables (INE) muestran un crecimiento modesto (0,4%), pero en términos desestacionalizados profundizó la caída ocurrida en agosto, anulando casi por completo la recuperación mostrada en el segundo trimestre. Detrás de esta caída ha estado la evolución de las ventas de artículos eléctricos y de línea blanca, con descensos del orden de 17% promedio en el año.

Por el lado de la inversión, maquinaria y equipos tuvo un desfavorable comportamiento en septiembre. Es así como tanto las ventas industriales como las importaciones de bienes de capital tuvieron caídas de importancia en doce meses: 23% y 15%, respectivamente. Esto significó que se revirtieran los aumentos de mediados de año, en especial en el caso de las ventas industriales. Se añade el hecho de que datos preliminares de octubre muestran descensos del orden de 25% en las internaciones de bienes de capital respecto del mismo mes de 2001, valor que posiblemente también se ha visto afectado por la evolución del tipo de cambio a lo largo del mes.

Los restantes componentes de la inversión, el sector inmobiliario y de obras de ingeniería, muestran panoramas distintos. Por un lado, las ventas del sector inmobiliario han experimentado un creciente auge en los últimos meses, en que las más de mil unidades vendidas en septiembre correspondieron al *peak* del año en términos desestacionalizados. En tanto, el *stock* de viviendas aumentó levemente respecto de septiembre 2001, aunque aún en niveles por debajo de los meses anteriores. Así, los meses necesarios para agotar el *stock* aumentan de 11,9 en agosto a 12,9 en septiembre, pero debido solamente al efecto estacional. Por su parte, los permisos de edificación habitacional, pese a los menores *stocks*, no muestran incrementos, por lo que por ahora el dinamismo futuro del sector no es del todo claro. Cabe destacar que el componente inmobiliario de la inversión representa aproximadamente un sexto del total, razón que explica el hecho de que aun considerando su favorable evolución no sea capaz de contrarrestar el efecto negativo de los demás componentes de la inversión.

En efecto, la revisión a la baja de las obras de ingeniería es otro de los elementos que significa una corrección en la inversión. La postergación de una serie de proyectos que considera el nuevo catastro de la Corporación de Bienes de Capital, implica un ajuste en el supuesto de crecimiento de este componente. Son las obras públicas las que sufren el mayor ajuste (US\$152 millones) debido al retraso en proyectos de concesiones del ferrocarril a Melipilla y el mantenimiento de la ruta cinco norte.

Política Fiscal

A mediados de octubre el Ministerio de Hacienda publicó el Informe de las Estadísticas de Deuda Pública para el período 1989-junio 2002, con el objetivo de establecer parámetros oficiales de medición. De este informe se concluye que la deuda bruta del Gobierno Central alcanzó en junio de este año a 17% del PIB, cifra que resulta superior al 12,8% que alcanzaba



en 1998, principalmente producto de la depreciación del tipo de cambio. También se entregó información respecto del nivel de deuda neta, la que a junio de 2002 equivale a 10,7% del PIB, cifra que se compara con el 3,7% del PIB que representaba en 1998.

En otro ámbito, a fines de octubre se realizó la reapertura en el mercado internacional del bono soberano Chile-2012 por un monto de US\$100 millones. Esta operación se realizó en condiciones más favorables que las obtenidas en la colocación original de esos títulos, emitidos hace un año. En efecto, la recolocación del bono, emitido originalmente a diez años, se realizó a una tasa de interés de 6,1%, con un *spread* de 215 puntos base. Estos valores se comparan favorablemente con la emisión original, que se hizo a una tasa de interés 7,1% y a un *spread* de 256 puntos base. En este resultado, sin embargo, hay que tener en consideración que en parte esta inferior tasa es atribuible a la existencia de un menor plazo en relación al bono anterior. Los fondos recaudados serán depositados en el Fondo de Estabilización del Cobre para financiar giros programados el año 2003.

Sector externo

Información preliminar indica que en octubre las exportaciones tuvieron un crecimiento de valor del orden de 2%, producto de una caída de los volúmenes de entre 4,5% a 5% y un aumento de precios en torno a 6,5%. La caída en la cantidad de exportaciones fue provocada por descensos en los envíos de productos principales no cobre y no tradicionales, que estaría provocada por una base de comparación inusualmente alta en el mismo mes del año 2001. Con esto, en el último trimestre el valor de las exportaciones crecería del orden de 11%, con aumentos de volumen de 8% y de precios de 3%. Pese a la caída proyectada en octubre para las exportaciones distintas de cobre, éstas y las del metal rojo, tendrían aumentos de cantidad de entre 5% y 6% en el trimestre, lo que es consistente con el escenario de PIB y gasto planteado previamente.

Las importaciones de bienes, en tanto, se estima finalizaron octubre con un descenso superior al 10% anual en valores, siendo el peor desempeño el de las internaciones de bienes de capital con una caída del orden del 20%. En cuanto a los volúmenes, el total de las importaciones cayó algo más de 10%, siendo la de bienes de capital, nuevamente, la categoría de mayor descenso (en torno a 20%). El cuarto trimestre tendría un aumento del orden de 12% en el valor de las importaciones, efecto sustentado de modo importante en la baja base de comparación del último bimestre del año 2001. Se estima que el crecimiento señalado sería totalmente aportado por los volúmenes de las internaciones, ya que sus precios tendrían una variación prácticamente nula.

Mercado laboral

Durante el tercer trimestre el mercado laboral mostró leves indicios de recuperación. El empleo total, en términos desestacionalizados, aumentó en alrededor de siete mil puestos entre trimestres móviles, comportamiento explicado tanto por un incremento del empleo privado como por un mayor número de programas fiscales.

Con ello, descontados los factores estacionales y considerando una nueva caída en la tasa de participación, la tasa de desempleo a nivel nacional tuvo un descenso adicional, llegando a 8,5%.

A estos antecedentes se sumaron los datos aportados para septiembre por la Universidad de Chile para el Gran Santiago, los que señalan que la tasa de desempleo en doce meses tuvo una caída de 1,4 puntos porcentuales. La relación de anticipación que esta medición posee respecto de la del Instituto Nacional de Estadísticas, señala la posibilidad de mejores perspectivas para el mercado laboral los meses próximos.



Asimismo, otro antecedente que podría reflejar un comportamiento positivo del empleo en el corto plazo, se refiere a la información de vacantes, que en octubre señaló una recuperación en la variación anual, con un aumento de 9,5%.

IV. Precios y costos

La variación mensual del IPC llegó a 0,9% en octubre, una décima por sobre la proyección que se manejó hacia fines del mes. Este incremento se explicó por el aumento de los precios del grupo perecibles —principalmente hortalizas—, debido al cambio de temporada y la escasez de algunos productos específicos. Se sumó el aumento de los precios de los combustibles —debido a un mayor precio internacional de estos productos y la evolución del tipo de cambio— y el alza de las tarifas de los servicios regulados (teléfonos, agua potable y locomoción colectiva). Fue este último componente el que determinó, en gran medida, el incremento del IPCX en octubre (0,4%). Así, medido en términos anuales, el IPC llegó a 3,0% y el IPCX a 2,0%.

No se anticipa que la baja reciente en el tipo de cambio, respecto de los valores máximos que alcanzó a mediados de octubre, tenga un efecto significativo en la inflación. Si bien puede impulsar bajas marginales en tarifas de teléfonos y agua potable, no tiene la misma capacidad de reacción en la locomoción colectiva. Cabe destacar que la información más reciente no es clara respecto de cuál sea la dirección futura de la tarifa de la locomoción colectiva. La inclusión de nueva tecnología ha hecho descender el precio de los microbuses en algo menos de 20%, elemento que al cierre de esta minuta no es posible determinar cómo afectará la tarifa, pero que de ser totalmente incorporado podría provocar un descenso de \$10.

En cuanto a la evolución de los precios internacionales de los combustibles, los últimos días han estado marcados por menores precios del crudo que podrían eventualmente traspasarse a sus derivados. Este es un factor que en el transcurso de los meses siguientes podría provocar una fuente de menor inflación. Por ahora, en la primera semana de noviembre se ha producido una baja en los precios internos que compensó el alza de fines de octubre, reduciendo marginalmente la proyección de inflación para el mes.

A partir de las transacciones del mercado secundario de fines de octubre, se observa que la inflación esperada a un año estaría entre 2,9% y 3,1%, lo que significa una baja respecto del 3,4% que mostró a comienzos de mes. El cierre conjunto de esta minuta y la entrega del IPC por parte del INE impiden, para esta instancia, conocer la reacción del mercado ante el IPC de octubre, la que debería ser de un aumento en la inflación esperada, dada la expectativa para el mes que maneja el mercado (0,6%). Por otro lado, los datos recogidos de las licitaciones de PDBC a dos años indican una inflación promedio esperada dentro de los próximos veinticuatro meses de 2,9%, 0,6 puntos porcentuales por debajo de lo que se anticipaba a comienzos de octubre. Información preliminar de la encuesta de expectativas, en tanto, señala un descenso de la inflación esperada a un año a 2,8% en noviembre, *versus* 3,0% en octubre, mientras que para dos años plazo se mantuvo en línea con el 3,0%.

Durante septiembre, las remuneraciones nominales continuaron mostrando aumento en las variaciones anuales medidas por el Índice de Remuneraciones por Hora y el Índice del Costo de Mano de Obra, los cuales registraron incrementos en doce meses de 4,% y de 4,5%, respectivamente; estos incrementos quiebran la tendencia a la desaceleración registrada desde comienzos de año. Lo anterior fue explicado por la evolución de la inflación a partir del segundo trimestre del año 2002, que es incorporada a los salarios vía cláusulas de indexación.

Los costos laborales unitarios del sector privado crecen luego de presentar un descenso el mes anterior, mientras que los de la industria continúan disminuyendo. En lo más reciente, la evolución de ambos indicadores obedece, fundamentalmente, al comportamiento anual de los salarios nominales respectivos.

**Perspectivas de corto plazo**

Un cambio al alza se produjo en la expectativa de inflación anual para los meses venideros respecto de lo estimado el mes pasado. Esta modificación, sin embargo, está principalmente focalizada en el aumento que los precios de los perecibles tuvieron en octubre, incluso por sobre los patrones estacionales habituales, y que fue el responsable que desde una estimación inicial de inflación para el mes más cercana a 0,6% se finalizara en 0,9%.

En este contexto, los próximos meses no presentan mayores diferencias en relación con el escenario estimado el mes pasado. Noviembre y diciembre tendrían tasas de inflación de 0,3% y 0,1%, respectivamente. El rezago de los incrementos de precios en los combustibles, un nuevo aumento de \$10 en la tarifa de la locomoción colectiva y el comienzo de la estacionalidad favorable en los perecibles, conforman los principales elementos para la inflación del mes en curso. Quedan como elementos de incertidumbre que pueden alterar la proyección el efecto que el menor precio del petróleo tenga en el mercado interno, la posibilidad de que los aumentos de los precios de perecibles se reviertan con mayor fuerza que lo habitual y el ya señalado incierto escenario respecto de la tarifa de la locomoción colectiva. El escenario aquí considerado, contiene un aumento de \$10 en la tarifa, un escenario alternativo señalaría una caída de \$10, lo que provocaría alrededor de 0,3 décimas menos de inflación para fines del año 2003.

Con todo, y debido al efecto que la mayor inflación de octubre supuso, se espera que para fines de año la inflación anual de IPC se ubique en torno a 3,6%, acercándose a 3,3% para fines del primer trimestre del año próximo. La inflación subyacente, IPCX, en tanto se mantendría en niveles sustancialmente menores, aunque con un aumento desde el 2,0% actual a 2,5% en diciembre del presente año, producto de los cambios de base de comparación debido a las bajas inflaciones del mismo período de 2001 (Tabla 4).

Tabla 4: Proyección de corto plazo IPC e IPCX

	% var. anual		% var. mensual		petróleo (US\$/barril)	TCO (\$/US\$)	micros
	ipc	ipcx	ipc	ipcx			
2002 Oct	3,0	2,0	0,9	0,4	27,4	744	✓
Nov	3,2	2,2	0,3	0,3	25,8	730	✓
Dic	3,6	2,5	0,1	0,3	26,1	730	
2003 Ene	3,6	2,6	0,0	0,3	25,9	730	
Feb	3,5	2,6	-0,1	0,1	25,5	730	
Mar	3,3	2,5	0,4	0,4	25,0	730	

Hacia un plazo mayor, con un tipo de cambio en niveles de \$720-\$730 por dólar, la inflación del IPC alcanzará valores máximos marginalmente por sobre 3,5% a mediados de 2003, principalmente por efecto de la base de comparación, período a partir del cual lentamente descenderá hacia el centro del rango meta.

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

El señor Ministro de Hacienda consulta acerca de cuál es el origen de los problemas de oferta. Contesta el señor Valdés diciendo que hay dos factores fundamentales detrás de estas noticias: minería y pesca. Por un lado, Codelco ha incumplido sistemáticamente, durante el año, la programación de producción, especialmente la recuperación de los recortes. Señala que siempre ha estado la idea de que los recortes se van a dejar sin efecto, pero durante varios meses eso no ha sucedido, lo que hace cambiar el panorama hacia adelante. El segundo factor, en lo relativo a minería, es que la fase cuatro de



Minera La Escondida, que se suponía se iniciaba en octubre pasado, está partiendo a un ritmo considerablemente más lento, básicamente, por el escenario de precios. Y respecto de la pesca, hubo datos de capturas con los que no se contaba, que resultaron menores a las previstas y que modificaron hacia abajo el IMACEC de los dos meses anteriores en un par de décimas.

El Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña, agrega que cuando se ha consultado a Minera La Escondida, ha respondido que simplemente van a producir lo que tienen programado para noviembre y diciembre, pero dada la experiencia del año, su Gerencia ha usado un supuesto más bien pesimista y se ha castigado algo la proyección, por lo tanto, los datos de producción en minería son más bien conservadores. Lo mismo se aplica para el caso de Codelco.

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 octubre, el Consejo decidió mantener la tasa de política monetaria en 3% anual. En esta decisión se consideró que, si bien los riesgos de un escenario regional más negativo estaban aumentando, con consecuencias adversas para el tipo de cambio, no existían antecedentes suficientes para modificar la tasa de interés. Se reconoció que si bien la depreciación del peso incrementaba las proyecciones de inflación en el horizonte relevante por sobre el 3%, también las expectativas de inflación se mantenían bien ancladas y, eventualmente, el tipo de cambio podría sufrir una corrección. Por el lado real no se observaron hechos de relevancia.
2. Durante el último mes, el escenario internacional ha mostrado, en el margen, una mejoría, especialmente en lo referido a la situación regional (menores spreads soberanos y apreciación del real) y a los términos de intercambio (menor precio del petróleo y mayor precio del cobre). En todo caso, las perspectivas para el crecimiento de la economía global no han sufrido grandes cambios respecto de lo previsto en el Informe de Política Monetaria de septiembre, aunque se mantienen latentes los escenarios de riesgo. Además la situación financiera regional sigue presentando un alto riesgo político y financiero, especialmente en Brasil y Argentina.
3. Respecto de la economía nacional, las novedades más relevantes han sido la alta volatilidad del tipo de cambio, la evolución de la inflación IPC por sobre lo previsto, y la reducción del crecimiento proyectado para este año. En relación con el tipo de cambio, luego de una sostenida depreciación iniciada a mediados de septiembre pasado, el peso ha mostrado mayor fortaleza. Cabe recordar que el tipo de cambio promedio de los cinco días previos de la reunión de política monetaria anterior llegó a \$745 por dólar, aumentó a un máximo de \$757 (promedio diario) antes del anuncio de intervención del 10 de octubre, y descendió a un promedio de \$724 durante los pasados cinco días.
4. La inflación IPC, por su parte, ha aumentado hasta 3% en 12 meses y se espera que se acelere hasta aproximadamente 3,5% en los próximos meses, para luego comenzar a decaer hacia el centro del rango meta. Sin embargo, la inflación subyacente IPCX en 12 meses es de sólo 2% a octubre, proyectándose un incremento hasta 2,5% en los próximos meses. Estas proyecciones están sujetas a que los nuevos precios de microbuses no se incorporen en el polinomio que regula las tarifas del transporte público; de ser así, la inflación podría disminuir 3 décimas respecto de los números mencionados. La gran diferencia entre inflación total y subyacente refleja la influencia temporal de factores estacionales y de los aumentos pasados del precio del petróleo y del tipo de cambio, que se han revertido parcialmente en los últimas semanas.



5. La actividad, por último, ha sufrido una corrección explicada fundamentalmente por lo que sucede en los sectores minería y pesca y, en menor medida, por lo que sucede con la construcción. Con esto, se continúa postergando una aceleración manifiesta en el ritmo de crecimiento, con consecuencias negativas para las perspectivas de crecimiento para el próximo año.
6. Respecto de los indicadores sectoriales de gasto interno, cabe destacar el comportamiento de la inversión, que presenta en general un pobre desempeño (con excepción del mercado inmobiliario). Por el lado del consumo hay noticias mixtas, aunque en promedio existe algún mayor dinamismo que el observado en meses pasados. Por último, las importaciones de octubre estuvieron muy por debajo de lo previsto a comienzos de mes, con una caída de 14% en vez de una de 4%, mientras que las exportaciones estuvieron marginalmente por encima de lo esperado.
7. Con estos antecedentes, y a pesar del recorte de tasas en Estados Unidos, es difícil justificar como una opción adecuada un recorte de la tasa de política. De partida, la inflación IPC estará por sobre el centro del rango meta en el corto plazo. Esto no implica, de por sí, que existan presiones inflacionarias subyacentes para el mediano plazo —de hecho, estas presiones por ahora aparecen bien controladas— pero sí constituye un riesgo que debe ponderarse en una economía en que la indexación es aún relevante. Más importante es que subsisten riesgos como la situación de Brasil y una eventual guerra en el Medio Oriente, que elevarían la inflación aún más, aunque probablemente de manera transitoria, en la medida que la fortaleza del ancla nominal se mantenga. Otra fuente de riesgo inflacionario es el reajuste de sueldos del sector público, en discusión en estos días. Por último, cabe mencionar que la mayor debilidad de la actividad en el corto plazo tiene un efecto deflacionario particularmente pequeño, al concentrarse en sectores de oferta (minería y pesca) que no producen holguras en mercados que puedan afectar de manera relevante la dinámica de los márgenes de comercialización y/o de los salarios.
8. Ahora bien, tampoco es obvio argumentar a favor de un alza en la tasa de interés. Si bien la mayor inflación IPC que se ha observado podría justificar moderar el grado de impulso monetario, existen varias consideraciones que debilitan esta posición. En este sentido cabe destacar, primero, que las presiones subyacentes se mantienen moderadas. Por otro lado, dada la trayectoria que está teniendo el tipo de cambio, en comparación con la reunión pasada se ha tendido a atenuar el riesgo de que la inflación se acerque (o eventualmente traspase) el techo del rango meta, aún en forma transitoria, dentro de los próximos 24 meses. Este menor riesgo podría reducirse aún más con la rebaja de tasas por parte de la Reserva Federal y si efectivamente disminuye el precio de los pasajes de la locomoción colectiva. Tampoco es fácil argumentar con fuerza a favor de un alza de la tasa sobre la base de las consecuencias inflacionarias de escenarios de riesgo, como la situación de Brasil y/o una guerra en Irak. Por el momento, éstos se mantienen como escenarios alternativos y, dado que no tienen consecuencias inflacionarias especialmente persistentes, no parece necesaria una acción preventiva. En relación con las expectativas de inflación de mediano plazo, éstas se encuentran bien alineadas, tanto en la encuesta como en los diferenciales de tasas. A estos argumentos se agrega el hecho de que aún no existen señales concretas de un aumento en el ritmo de crecimiento. Por último, si bien el dinero muestra una trayectoria de fuerte expansión, su trayectoria es coherente con los fundamentos que lo determinan, tasas de interés y actividad.
9. A la luz de estos argumentos se recomienda mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual como la opción más adecuada.
10. Respecto de las opiniones del mercado, cabe destacar que mayoritariamente (salvo en la encuesta de expectativas en la cual, excepcionalmente, ello se estima de manera unánime) no se esperan cambios en la tasa de política monetaria para esta reunión.



El Presidente ofrece la palabra para comentar las opciones.

El Consejero señor De Gregorio señala que la actual coyuntura económica y el escenario central que ha estado subyacente a las últimas decisiones del Consejo no son significativamente diferentes de los antecedentes tenidos a la vista en la reunión anterior, aunque a su juicio, el balance de riesgos es negativo.

Desde el punto de vista inflacionario, a pesar de la sorpresa negativa del mes de octubre, la que fue causada por elementos transitorios, ésta no afecta la evolución de la inflación subyacente, y por sobre todo, no altera las perspectivas inflacionarias en el horizonte de política, a pesar de una mayor inflación en el corto plazo. Más aún, la encuesta de expectativas revela que las proyecciones privadas se encuentran ancladas en el centro del rango meta, lo que es consistente con las proyecciones propias.

Desde el punto de vista de actividad se observa una cierta mayor lentitud en el ritmo de crecimiento, pero, como muy bien se destaca en el análisis presentado por la División Estudios, ésta responde más bien a desarrollos por el lado de la oferta y, por lo tanto, sus consecuencias sobre las presiones inflacionarias son menores y de signo incierto.

Nuevamente las mayores incertidumbres provienen del escenario internacional. Si bien el escenario central es muy similar al discutido en el último Informe de Política Monetaria, en su opinión, aumenta la probabilidad de materialización de los riesgos negativos, aunque como señala la División Estudios, el hecho que no se materialicen aún es una buena noticia. Los riesgos quedan en evidencia por la última rebaja de tasa de interés de la Reserva Federal, la cual no era anticipada por el mercado hace unas semanas y muestra una percepción de que los riesgos de menor crecimiento mundial se han incrementado, o al menos siguen latentes. Esto seguirá manteniendo el precio del cobre deprimido y un lento crecimiento de la demanda externa. Asimismo, un potencial conflicto bélico se hace hoy más probable, aunque esto no se ha reflejado en los precios del petróleo, lo que sin duda es una buena noticia. Por último, no se ve en el horizonte cercano un resurgimiento de la oferta de flujos de capitales a las economías emergentes. En todo caso, como ya se destacó, el escenario central se mantiene.

En el ámbito cambiario se ha observado una mayor tranquilidad y una tendencia al fortalecimiento del peso desde la última reunión de política monetaria, la que ha sido consecuencia de una acertada decisión de intervención en el mercado y mayor tranquilidad en los mercados emergentes, en particular en Brasil. Sin embargo, hay que mantenerse muy alertas a las noticias externas y sus implicancias sobre la economía nacional, lo que no haría descartar a priori relajamientos futuros de la política monetaria, lo que aparentemente hoy día no sería conveniente dada la volatilidad financiera. Tal como se advirtió en ocasiones anteriores, la interdependencia de la economía chilena con las otras economías emergentes, en particular las de la región, pone límites a las posibilidades de efectuar cambios en la instancia de la política monetaria y es por ello que hay que aprovechar las ventanas de oportunidades que se abren, como se hizo en la primera parte del año. Si bien la rebaja de tasa de interés de la Reserva Federal abre espacios para rebajas globales de tasas, éstas se ven compensadas, en nuestro caso, por el ambiente de turbulencia, las presiones cambiarlas y nuestra política de intervención.

El Presidente señor Massad expresa que teme que en los próximos meses van a continuar los signos contradictorios en distintas direcciones. Su impresión es que la economía está sujeta a un ritmo de crecimiento relativamente lento, ya que si bien el impulso monetario todavía no se ha manifestado completamente, al mismo tiempo existen riesgos hacia abajo en la economía mundial que siguen presentes. Cree que el juego de esos dos factores va a hacer aparecer signos relativamente volátiles e incluso difíciles de interpretar en los meses próximos.



Al mismo tiempo ve que, a menos que el impulso monetario efectivamente prenda un poco más en los próximos meses, posiblemente la proyección de crecimiento que se ha efectuado para el año próximo resulte estar en la parte alta del rango y, por tanto, hay alguna probabilidad de que esa proyección tenga que ser revisada. Cree que eso hay que tenerlo presente para poder observar apropiadamente cómo se van desarrollando los acontecimientos en los próximos meses.

Señala que en esta materia son muy importantes los datos que se tengan en el primer trimestre del próximo año, en particular, porque también se ve relativamente compleja la salida de la situación de Brasil, agregando a los temas internos un factor de incertidumbre. Piensa que con los premios soberanos actuales es muy difícil que Brasil logre enfrentar sus problemas de deuda externa, de modo que ahí se puede tener - aún en igualdad de condiciones respecto de políticas a las que hoy día se aplican - algunas dificultades que seguramente pueden presentarse en los próximos meses.

Como ya ha dicho, estima que van a seguir presentándose indicaciones bastante volátiles y que no va a ser fácil deducir tendencias en tal contexto. Sin embargo, comparte la apreciación de que la tasa de interés podría tener que moverse hacia abajo, eventualmente, aunque también es posible lo contrario, si es que el impulso monetario empieza a tomar mayor fuerza y los acontecimientos externos no crean una situación demasiado compleja. Piensa que, en balance, se va a continuar enfrentando volatilidades en ambas direcciones, con muchas dificultades de interpretación, debiendo hacerse un esfuerzo importante para tratar de descubrir, dentro de factores que se van a mover de manera muy distinta, tendencias que puedan ayudar a tomar decisiones en la política monetaria.

El Vicepresidente señor Marshall discrepa parcialmente del planteamiento de la División Estudios. Agrega que comparte plenamente la conclusión, pero no así los argumentos que han sido también presentados por algunos Consejeros en esta reunión y en otras anteriores. Cree que hoy día no se está enfrentando un panorama de riesgo inflacionario y piensa que es importante transmitirlo por cuanto se puede dar una señal, a su juicio equívoca, respecto del sentido de la política monetaria. Señala que en el horizonte de mediano plazo, no se aprecia un problema de presiones inflacionarias preocupantes y si en el futuro las hubiere, prefiere observarlas primero y después ver qué decisión de política correspondería adoptar, porque si el Banco Central mantiene la tasa y transmite que lo hace porque está preocupado por la inflación, cree que se da una señal equivocada.

Manifiesta que bajar la tasa sería conveniente desde el punto de vista de un estímulo a la demanda, independiente de la magnitud que ello tenga. Estima que en las circunstancias generales del comportamiento de la demanda, en torno al 0% o al 1%, lo que necesita esta economía son políticas que la estimulen, independientemente de otras medidas que también se requieran. Se podría decir que una posición conservadora es lo recomendable en las actuales circunstancias, ello porque junto con estimularse la demanda, una baja de tasas podría generar condiciones de menor estabilidad en el ámbito financiero - precio, portafolio, decisiones, etc.- en un ambiente internacional de bastante incertidumbre, con movimientos de precios y de importantes decisiones de composiciones o estructuras de portafolios, en plazos, en monedas. Por ende, lo que debe buscarse, para un mercado pequeño, es tratar de estabilizarlo y no generar condiciones que podrían producir inestabilidad. En ese sentido, a su juicio, resulta más recomendable mantener la tasa hasta que estos factores de incertidumbre y de volatilidad amainen y permitan usar la tasa con el objetivo de impulsar o de apoyar la demanda, porque cree que las presiones inflacionarias están básicamente controladas. Hace esa diferencia, tal vez menor en el orden de los argumentos, pero que a su juicio es importante en la decisión que el Banco Central debe tomar y posteriormente será comunicada.

El señor Ministro de Hacienda señala que si le consultaran si cree que los riesgos de ulterior debilitamiento de la actividad económica y de inflación de demanda están balanceados, él respondería que no. Cree que claramente hay mayor riesgo de desaceleración



de la actividad que de presiones al alza de la inflación de demanda. Si le preguntaran si el total de los riesgos inflacionarios y los riesgos de desaceleración están balanceados, diría que sí, porque los riesgos inflacionarios producidos por el dólar y el petróleo lo están. Estima completamente errónea la interpretación que ha sido publicada en la prensa en el último tiempo respecto de que esta presión que se entiende transitoria - que otros ven menos transitoria - sobre los precios, podría estar relacionada con la liquidez del mercado en pesos. Manifiesta que el precio del petróleo está poco correlacionado con la tasa de instancia del Banco Central y, a su parecer, el precio del dólar en países vecinos - hablando en referencia a cambios relativamente pequeños de tasa de instancia - tampoco lo está. Piensa que los factores de riesgo producidos por los mercados emergentes son absolutamente dominantes sobre la evolución del tipo de cambio, mucho más allá de 100 puntos base más o menos de tasa de instancia. No cree que se observaría una trayectoria demasiado distinta del tipo de cambio en esos países porque se está hablando de cambios ya más grandes. Señala que es un dilema cómo enfrentar esta difícil situación en que hay mayor riesgo de desaceleración de actividad que de inflación de demanda, pero que no se pueden descartar riesgos inflacionarios producidos por factores que aparentemente no están - por lo menos en el corto plazo y dentro del rango moderado - correlacionados con la tasa de instancia.

Manifiesta que depende mucho cómo se entiendan tales factores; cree que sin duda alguna, un alza de la tasa de instancia en este momento, por todo el análisis anterior, sería inapropiada, incorrecta o correspondería a una mala lectura de la realidad. Pero una baja, con una tasa de instancia que es acomodaticia, podría ser leída como un cierto apresuramiento en un escenario no consolidado por lograr revertir los riesgos a la baja de la actividad en forma drástica. Cree que sería muy difícil de explicar en estos momentos un cambio de la tasa de instancia. Dicho lo anterior, piensa que es posible y hasta probable, que los escenarios de menor riesgo de aumento del precio del petróleo y del dólar vayan tomando más fuerza, en cuyo caso, quizás, podría abrirse un espacio menos comprometedor para alguna liquidez adicional.

Termina el señor Ministro diciendo que no es enteramente apropiado lo dicho en relación con la tasa de largo plazo. La interpretación que aparentemente efectuó la División Estudios de alguna mayor expectativa de reactivación, no parece estar confirmada por el sentido que tienen algunos elementos, ya que, entre otros, la inversión se ha revisado, más bien, hacia abajo que hacia arriba. Por lo tanto, cree que lo ocurrido con las tasas de largo plazo tiene más que ver con un problema de portafolio. A su juicio, pagarés largos y pagarés cortos, en pesos o en UF, no serían perfectos sustitutos, como tampoco lo serían los pagarés largos en dólares y la liquidez en dólares. Pudiera ser que en una teoría de habitat preferido acaso fueran más sustituibles pagarés largos en dólares y pagarés largos en pesos. Es simplemente una proposición, si eso fuera así, la regulación de la liquidez para ordenar la tasa de los pagarés cortos en pesos y la de los pagarés largos en dólares, podría ser consistente con una cierta presión al alza de los pagarés largos en pesos o en UF. No parece ser consistente el que se haya disminuido el tipo de cambio con el que no se haya rebajado en la misma magnitud, ni siquiera en la misma dirección, la tasa del pagaré largo en UF. Somete a estudio y a la consideración del Consejo si la composición de la oferta en dólares, con un cambio más sesgado hacia el corto plazo, pudiera no ser adecuada desde el punto de vista de la curva de la tasa de interés.

El Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera, en relación a este último punto, señala que la tasa a la que se han emitido los bonos en dólares del Banco Central, los BCD que reemplazan a los antiguos PRD, ha estado muy correlacionada y muy cercana con la tasa a la que se transan también los bonos soberanos de la República y que la emisión de BCD está siendo compensada gradualmente por menor emisión de papeles largos. Manifiesta que existe un programa para recomprar papeles largos que permite ir haciendo esa adecuación del portafolio y de esa manera mantener una composición relativamente estable entre papeles largos y más cortos. Indica que otro factor a considerar es la mayor oferta de deuda fiscal. La emisión proyectada de papeles del Fisco podría adicionar hasta 1.500 millones



de dólares en bonos nuevos, emitidos en Chile o en el exterior. Este último punto parece no ser muy importante considerando que hay una correlación, una sustitución muy cercana entre los bonos largos en dólares emitidos en Chile y los bonos soberanos. Por lo tanto, un efecto de primer orden es que está aumentando la oferta de bonos con riesgo soberano chileno. El cambio de composición, entre papeles largos y cortos, es efectivo en el margen pero se está compensando a través de este programa de recompra de papeles largos, y de hecho en el neto, antes de que se realizara esta emisión de BCD, la oferta de PRC ha venido decayendo sistemáticamente a lo largo de los últimos doce meses.

El señor Ministro de Hacienda manifiesta que, con todo, ello no le consta, porque se dice que el spread soberano tiene una rara distribución en su correlación con el tiempo, esto es, en la parte más corta de la curva está muy alto, mostrando una cierta insuficiencia de liquidez en dólares frente a frente con pagarés de más largo plazo en dólares. Hay un problema de composición de la oferta de instrumentos en dólares. Evidentemente, dice, que en efecto ayuda el que se haga más espacio al BCD largo vía menos BCU largo.

Sobre ese último punto, señala el señor Herrera que sus comentarios se dirijan a aclarar la percepción existente acerca de que la emisión de los BCD pueda ser considerada un factor que cause un mayor grado de iliquidez en el mercado. Independiente de eso, en periodos como el reciente, en que se observan aumentos del spread soberano, eso tiene una correspondencia también en un incremento en el costo de todas las líneas de financiamiento de corto plazo del mercado y eso puede generar cierta menor liquidez en el mercado de dólares. Señala que se ha tenido evidencia informal y también más formal, en orden a que fenómenos de ese tipo han ocurrido a lo largo de los últimos meses.

A continuación, el Consejo procede a votar.

El Consejero señor De Gregorio, el Vicepresidente señor Marshall, la Consejera señora Ovalle y el Presidente señor Massad, votan por mantener la actual tasa de política monetaria.

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

40-01-021107 – Tasa de Instancia Monetaria.

Se acuerda mantener la tasa de interés de política monetaria en 3% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez también permanecen inalterados en los niveles prevalecientes desde la reunión anterior.

Se retira de la Sala el señor Ministro de Hacienda, don Nicolás Eyzaguirre.

IV. Comunicado

“ En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió mantener la tasa de interés de política monetaria en 3% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez también permanecen inalterados en los niveles prevalecientes desde la reunión anterior.

Los antecedentes acumulados en las últimas semanas no modifican, en lo fundamental, el escenario central de crecimiento mundial y de los precios de las principales materias primas descrito en el último Informe de Política Monetaria para este año y el próximo. Además, se mantienen latentes los riesgos de conflictos asociados a la situación en el Medio Oriente, aunque existe mayor cautela respecto de la fortaleza de la recuperación del mundo industrializado. Por su parte, los grados de incertidumbre en los mercados financieros regionales han sido menores durante las últimas semanas.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 40
Política Monetaria
07.11.2002

18.

Respecto de la economía nacional, algunos sectores ligados a recursos naturales muestran un dinamismo algo menor al previsto. Ello podría implicar que el crecimiento de la actividad del segundo semestre sea levemente más débil que lo proyectado. La inflación, por su parte, ha registrado un aumento hasta 3% y podría aumentar transitoriamente a comienzos del próximo año. No obstante, las presiones inflacionarias subyacentes se mantienen acotadas, con lo que las perspectivas de inflación de mediano plazo continúan alineadas con el centro del rango meta.

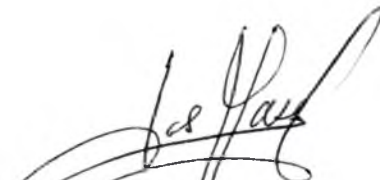
El Banco Central reitera que continuará usando sus políticas con flexibilidad, de manera de confrontar las desviaciones que se proyecten, en cualquier dirección, respecto de la trayectoria esperada de la inflación en relación con la meta establecida."

El Consejo aprueba el texto del comunicado.

Se levanta la Sesión a las 17,30 horas.



JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente



CARLOS MASSAD ABUD
Presidente



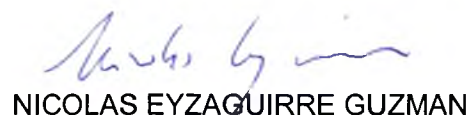
JOSE DE GREGORIO REBECO
Consejero



MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera



MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe



NICOLAS EYZAGUIRRE GUZMAN
Ministro de Hacienda



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 41
DE POLITICA MONETARIA
celebrada el 10 de diciembre de 2002

En Santiago de Chile, a 10 de diciembre de 2002, 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 de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina, señor Jorge Desormeaux Jiménez y señor José De Gregorio Rebeco.

Asiste la Ministra de Hacienda Subrogante, señora María Eugenia Wagner Brizzi.

Asisten también los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Angel Nacur Gazali;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;
Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete;
Secretaria Ejecutiva del Gabinete de la Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo;
Jefe de Prosecretaría, señora 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° 40, celebrada el 7 de noviembre de 2002.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo el Proyecto de Acta de la Sesión N° 40, celebrada el 7 de noviembre de 2002, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

II. Resolución sobre Minuta del Acta correspondiente a la Sesión N° 39, celebrada el 8 de octubre de 2002.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo la Minuta correspondiente al Acta de la Sesión N° 39, celebrada el 8 de octubre de 2002, la que se aprueba sin observaciones.

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

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



IV. Exposición.

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

SÍNTESIS DEL MES

La trayectoria esperada para la inflación en el corto plazo ha retrocedido de forma significativa, luego del importante incremento de hace un mes atrás. Para la reunión de política monetaria de noviembre se esperaban cifras de inflación anual a diciembre de este año de 3,6%, mientras que en la actualidad se anticipa un 2,8%. De la misma forma, para el primer trimestre del año 2003 la inflación anual promedio del IPC se prevé en torno a 2,7%, en vez del 3,5% de la última reunión de política monetaria. En estas trayectorias han incidido algunos factores puntuales, en particular, el precio de los perecibles, la tarifa de la locomoción colectiva, el dólar y el precio del petróleo.

En el mercado cambiario la rápida depreciación del peso de octubre se deshizo con una velocidad similar en noviembre, lo que por ahora permite descartar escenarios cambiarios más extremos que pudiesen afectar la trayectoria de la inflación futura. Tendencias fundamentales han apoyado la apreciación del peso durante las últimas semanas, en particular el mayor precio del cobre y la estabilidad relativa de las condiciones financieras en Brasil. La depreciación del peso de días recientes, en todo caso, muestra la relevancia de las novedades en esa economía para la trayectoria de nuestra moneda en el corto plazo. En este sentido, cabe destacar que Brasil enfrenta importantes desafíos de estabilización macroeconómica durante los siguientes meses. Los riesgos inmediatos de guerra en el Medio Oriente y su potencial efecto en el precio del petróleo han tendido a disminuir por la menor posibilidad de acciones unilaterales en la región por parte de Estados Unidos. De todas formas, la posibilidad de conflicto sigue presente, lo que ha afectado el precio del petróleo durante las tres últimas semanas. Así, tanto por el lado cambiario como por el del precio del petróleo subsisten riesgos de que la tasa de inflación sea empujada hacia arriba.

Más allá de estos factores, las proyecciones internas de inflación para los próximos trimestres se han ajustado considerablemente a la baja, debido a que existen otros aspectos que han reducido las presiones de costos esperadas para 2003 y 2004. Al respecto, cabe señalar que, por una parte, la deflación externa en dólares ha continuado por sobre las proyecciones previas, lo que reduce las presiones inflacionarias importadas, dado el tipo de cambio, y por otra, los costos laborales muestran una desaceleración que, aunque puntualmente se puede asociar a un dinamismo probablemente transitorio de la productividad, tiene componentes más de mediano plazo, principalmente por el reducido reajuste del sector público. Estas menores presiones de costos, aunque persistentes, tienen en sí mismas un efecto sólo transitorio en la inflación anual. En este sentido, no se aprecia en esta oportunidad una trayectoria futura de brechas de capacidad y empleo significativamente distintas a las previstas algunos meses atrás.

Las noticias por el lado de la actividad global han estado principalmente radicadas en sectores de recursos naturales, los que por su naturaleza no afectan, directamente, las tendencias subyacentes de la inflación. En su conjunto, las noticias recientes se refieren a recortes en planes de exportación de cobre de BHP Billiton y CODELCO, pero no de producción en el caso de esta última empresa, lo que significa un efecto directo de menores envíos al exterior del orden de US\$500 millones, con una incidencia sobre crecimiento de la actividad de 0,2% a 0,3% del PIB para el año 2003, respecto de lo considerado en el Informe de Política Monetaria de septiembre (el doble si CODELCO finalmente decide reducir producción). El resto de la actividad interna ha continuado a *grosso-modo* las tendencias de expansión previstas en dicho Informe, y las noticias más recientes en este sentido tienden a reafirmar un panorama de gradual aceleración para 2003 y 2004, apoyado en el mejoramiento esperado en el escenario internacional, la actual política monetaria expansiva y un incipiente mayor dinamismo del mercado laboral y del consumo.

6.
50



Aunque con altibajos las novedades en el entorno internacional han tendido a reafirmar que la economía mundial, sobre todo por la situación en Estados Unidos, está en una senda de crecimiento moderado. Además, los efectos de la política monetaria expansiva se continúan apreciando en el nivel de las tasas de interés de largo plazo, evolución favorecida por un adecuado funcionamiento de los mercados financieros locales, y el mejoramiento de las condiciones en el mercado de créditos de consumo. Asimismo, diversas mediciones del nivel de empleo privado muestran un crecimiento en meses recientes, junto con un repunte de la participación laboral. Por último, un conjunto de indicadores de consumo privado, en particular de bienes durables, han mostrado una aceleración en los últimos meses.

Las expectativas respecto de la dirección de la política monetaria en esta ocasión son mixtas. Por un lado, los niveles de las tasas de los documentos nominales de corto plazo del Banco Central junto con la reducción en las tasas de interés nominales de mediano plazo son coherentes con expectativas de una próxima reducción de la tasa de política monetaria, y por otro, las opiniones de analistas y los resultados de la encuesta de expectativas muestran que, mayoritariamente, no se anticipan movimientos. De todas formas, no hay antecedentes que indiquen expectativas de alzas, existiendo además incertidumbre sobre la dirección de los movimientos cambiarios en el corto plazo.

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA

I. Escenario Internacional

El escenario internacional se visualiza sin cambios significativos respecto del presentado en la reunión pasada, no obstante, se percibe que los factores de riesgo considerados en ese momento se han visto aún más atenuados. En primer lugar, la información conocida hasta la fecha para Estados Unidos indica que la probabilidad de una nueva desaceleración de la actividad se ha reducido sustancialmente. Adicionalmente, los riesgos de un ataque militar sobre Irak han disminuido, al menos momentáneamente. Por último, la situación de Brasil aparece menos volátil, aún cuando se mantiene la incertidumbre acerca de la forma cómo se enfrentará la compleja situación fiscal, lo que se refleja en el aún elevado nivel de *spread* soberano para esa economía.

El escenario base de crecimiento mundial ha sufrido algunas correcciones a la baja en el último mes, debido a los efectos del menor crecimiento de Estados Unidos sobre el resto del mundo.

Durante el mes de noviembre pasado, el precio del cobre ha mantenido la tendencia de recuperación que comenzó a verificarse hacia fines de octubre (US\$0,70 por libra). Efectivamente, desde ese entonces la libra del metal ha mostrado una tendencia al alza para oscilar alrededor de US\$0,74 en la actualidad. A los aumentos de demanda provenientes de China y Corea, se suma la mayor probabilidad de una recuperación mundial hacia el año 2003. Adicionalmente, ha afectado el precio la decisión de Codelco de reducir en 200 mil toneladas métricas las exportaciones de cobre el próximo año, a lo que se agrega el reciente anuncio de reducción de la producción de BHP Billiton durante el año 2003. Así, el año 2002 se espera que cerrará con un precio promedio del cobre de US\$0,705 la libra en tanto que, para los próximos dos años, se mantiene la expectativa de un aumento gradual de este precio acorde con la dinámica esperada de la actividad mundial: US\$0,76 y US\$0,82 en 2003 y 2004, respectivamente.

En el caso del petróleo, luego de la reducción observada desde mediados de octubre, por la sobreproducción de la OPEP y la reducción de la probabilidad de un conflicto armado unilateral, el precio ha continuado oscilando en torno a US\$24 el barril. Se espera que hasta fines del presente año el precio continuará en niveles similares a los actuales, con lo que el barril de petróleo promediará US\$25, manteniéndose la proyección para 2003 y 2004 en US\$24 y US\$23, respectivamente.

La escasez de indicadores que confirmen de modo contundente el inicio de la recuperación económica en Estados Unidos y la mantención de los riesgos de guerra, si bien más reducidos,



mantienen a los agentes en un estado de cautela. Ello a pesar de los resultados mejores que los esperados en algunas empresas y señales en términos de indicadores económicos positivos, los que han tenido efectos en las bolsas y en los rendimientos de los bonos de gobierno. Con todo, luego de la reducción de 50 puntos base en la *Fed Fund* de Estados Unidos a comienzos de noviembre, el mercado estima que la tasa rectora se mantendrá estable en el nivel actual (1,25%), previéndose el inicio del ciclo de alzas sólo hacia mediados de 2003.

Con relación al accionar de la zona euro, hace solo unos días el Banco Central Europeo decidió reducir en medio punto porcentual su tasa referencial de interés, hasta 2,75%, ante la ausencia de grandes presiones inflacionarias y la fuerte corrección a la baja de las proyecciones de crecimiento de la región. Este es el primer recorte de tasa efectuado desde noviembre de 2001 y estuvo en línea con las expectativas del mercado.

En concordancia con la disminución de los riesgos del escenario internacional se han comportado las principales variables financieras durante noviembre, lo que pudiera estar asociado a una disminución de la aversión al riesgo por inversiones en mercados emergentes —que caracterizó gran parte del año 2002— luego de aclararse la situación política en Brasil. En efecto, durante las últimas semanas la menor volatilidad de esta economía se ha reflejado en alzas de la bolsa, apreciación de la moneda y descensos del *spread* soberano. Este último, en todo caso, se mantiene elevado, reflejando que existe un riesgo latente asociado a la abultada deuda pública de esa economía.

Esta relativa mayor calma en los mercados financieros, podría ser el inicio de una nueva fase de diferenciación que el mercado realiza en beneficio de aquellas economías de América Latina que muestran indicadores macroeconómicos más sólidos, como es el caso de Chile y México.

II. Mercados Financieros

A pesar de las turbulencias regionales de los últimos meses, el mercado financiero nacional ha continuado funcionando en un marco de normalidad, acomodando las fluctuaciones de las principales variables del escenario externo e interno vía ajustes del tipo de cambio. Así, pese a los vaivenes de los mercados externos, la política monetaria ha mantenido una instancia expansiva coherente con las actuales condiciones de crecimiento e inflación.

Las tasas de interés de los documentos reajustables de largo plazo (PRC/BCU) del Banco Central de Chile han mostrado un comportamiento acorde con las noticias coyunturales. Desde mediados de noviembre se observó una trayectoria al alza, registrando tasas promedio de UF+3,2%, para el PRC-8 y de UF+4,1% a 20 años. Esta evolución estuvo en línea con el alza de la tasa externa relevante, las menores expectativas de inflación para los meses venideros y la continuación de nuevas emisiones de bonos corporativos. Sin embargo, en los últimos días esta trayectoria se revirtió, manteniéndose, en todo caso, por sobre los niveles de comienzos de noviembre.

En las últimas semanas, la evolución de las tasas de los restantes instrumentos de renta fija también ha estado determinada por la esperada variación negativa de la UF en el corto plazo. En efecto, las tasas de interés de los bonos corporativos se incrementaron incluso en mayor magnitud que la de los PRC, con lo que el recargo sobre estos papeles aumentó en noviembre. Así, la TIR media de las transacciones realizadas en bolsa de estos instrumentos se situó en torno a 5,7%, cifra que pese a ser superior a la de octubre representa uno de los niveles más bajos alcanzados por estos instrumentos. También se presentaron alzas en las tasas de interés de las letras de crédito (desde 5,3% a 5,4%). Es así como las letras con tasas de emisión menor al 6% mostraron niveles cercanos a 5,3%, en tanto que las con tasas superiores a 6%, en 6,3%.

Además de perspectivas de menor inflación en los próximos meses, los mercados han tendido a reducir sus expectativas de inflación a plazos más largos. Las tasas de los BCP2 y BCP5 han mostrado reducciones desde la última reunión de política monetaria entre 50 y 80 puntos base, llegando a 3,85% y 5,46%, respectivamente.



Las perspectivas respecto de la evolución futura de la tasa de política monetaria que se deducen de la curva *forward* indican una reducción del orden de 25 puntos base en los próximos tres meses, valor que se mantendría hasta fines del primer semestre de 2003. Sin embargo, otras formas de medir estas expectativas estarían indicando estabilidad para la tasa de política monetaria en 3% en los próximos meses, resultado equivalente al que se extrae de la encuesta de diciembre.

Las tasas de las operaciones activas aplicadas por los bancos han ido consolidando el traspaso de las reducciones de la tasa de política monetaria, principalmente en las operaciones en pesos y en los segmentos de mayores montos de colocación (sobre 5.000 UF). Sin embargo, los *spreads* de las transacciones de menores montos se ubican por sobre los niveles promedio de 2001. En particular, las operaciones en pesos a más de un año, durante el año 2002 presentaron *spreads* del orden de 13%, que se comparan al alza respecto del 11% que registraron en 2001. Por lo anterior, en adelante, se pueden esperar reducciones adicionales de las tasas de colocación de estos segmentos.

El circulante y el dinero mantuvieron en noviembre expansiones en doce meses de dos dígitos (11% y 18%, respectivamente), aunque con un dinamismo menor al previsto inicialmente. En los agregados más amplios, M2A y M7, persiste la diferenciación en la composición de cartera de las AFP y el resto de los inversionistas privados. En efecto, los primeros han expandido su posición en activos más líquidos, de forma de acomodar un recambio de portafolio desde documentos del Banco Central y letras de crédito hacia bonos corporativos —debido a sus favorables características en términos de madurez y retorno—, hacia las inversiones en moneda extranjera y, últimamente, a una mayor exposición en activos de renta variable.

En términos de colocaciones, se mantiene la aceleración de los meses previos, explicada fundamentalmente por el dinamismo que muestran los créditos de consumo (que llegan a niveles similares a los de 1998) y el crecimiento, algo menor que en meses pasados, de las colocaciones para la vivienda. Las colocaciones comerciales, sin embargo, han visto una desaceleración, la que en todo caso es congruente con la mayor emisión de bonos corporativos.

Tipo de Cambio

Durante noviembre se observó una apreciación del peso, con una caída del orden de \$30 en el mes (desde \$735 a \$705 por dólar). En esta trayectoria confluyeron una serie de factores financieros y reales, tales como el incremento del precio del cobre; la menor probabilidad de un conflicto bélico en Irak; la recuperación de los *spreads* soberanos luego de un apaciguamiento relativo de la incertidumbre política en la región y las mejores condiciones bursátiles en las principales bolsas del mundo. Por su parte, el anuncio de eventuales intervenciones y las emisiones de BCD posiblemente evitaron la ocurrencia de escenarios más extremos hacia mediados de octubre.

Durante los primeros días de diciembre se ha revertido levemente la reciente apreciación del peso, debido especialmente a una peor percepción de la situación económica de Brasil. Se confirma así la importancia de las condiciones financieras de esa economía para la trayectoria de corto plazo del peso chileno. Con todo, la divisa se cotiza actualmente entre \$700 y \$710 por dólar, con niveles de volatilidad similares a los meses anteriores, aunque con alguna disminución de la correlación con los movimientos que experimenta el real brasileño. Finalmente, las expectativas para el tipo de cambio derivadas de las cotizaciones *Bloomberg* lo sitúan estable, finalizando el año 2002 en \$710 por dólar y el año 2003 en \$720 por dólar.

La mayor estabilidad en la trayectoria esperada del tipo de cambio es congruente con el menor diferencial real de tasas interna-externa de mediano plazo, el cual disminuyó considerablemente durante noviembre, alcanzando hasta 60 puntos base. Los motivos de esta convergencia son: 1) el fuerte ajuste a la baja que han experimentado los *spreads* soberanos y 2) el alza de las tasas internas expresadas en UF.



En las últimas semanas de noviembre la bolsa chilena no ha seguido con el mismo ímpetu la recuperación de los mercados accionarios en Estados Unidos, debido a la caída de algunos ADR en la bolsa de Nueva York. En todo caso, es positiva la exitosa colocación de acciones de Corpbanca, por un monto del orden de US\$150 millones.

III. Actividad y Empleo

Una leve corrección al alza sufrió la estimación de crecimiento del PIB para el año 2002, respecto de lo previsto en la reunión anterior. Un desempeño de la industria por sobre lo previsto en octubre llevó a corregir el crecimiento esperado de éste y otros sectores relacionados, como comercio y transporte. Con ello, el PIB del último trimestre de 2002 se estima aumentará 2,9%. Una primera aproximación para el crecimiento del PIB del primer trimestre de 2003 lo sitúan con una expansión anual de 3,6%, producto de una mayor actividad en sectores ligados a recursos naturales (electricidad, gas y agua, y minería) y de una base de comparación relativamente favorable.

Los anuncios recientes de recortes en la producción minera y de procesamiento de mineral de menor ley, podrían provocar un crecimiento menor al estimado para el sector. La estimación del primer trimestre ya consideraba una producción inferior a la programada, en línea con lo ocurrido durante parte de este año, por lo que estos anuncios no modifican mayormente el panorama esperado para este período. Para el año 2003 tendría una incidencia de 0,2% a 0,3% del PIB, respecto de lo considerado en el Informe de Política Monetaria de septiembre (el doble si CODELCO finalmente decide reducir producción).

Por el lado de la demanda, los datos de cierre de 2002 continúan indicando un crecimiento de 0,4% para el año, con un aumento de 2,3% en el último trimestre. Para el primer cuatrimestre de 2003 se anticipa un incremento de la demanda de alrededor 4,5%, basado en una aceleración importante de las importaciones de bienes y servicios.

Demanda interna

En octubre se produjo un conjunto de noticias positivas en los indicadores de consumo. Así, las ventas de bienes de consumo durable, tanto del comercio minorista, como de sectores específicos (automóviles), tuvieron una aceleración importante, mayor a la esperada.

A esto se agrega que las ventas de consumo habitual, si bien menos dinámicas que las de bienes de consumo durables, muestran un aumento sostenido desde mediados de año, especialmente notorio en las ventas de supermercados de la Asach.

Las importaciones de consumo, luego de un buen tercer trimestre, tuvieron una caída importante en octubre. Datos preliminares de noviembre y proyecciones para diciembre, indican incrementos de valor de dos dígitos, aunque bastante determinados por la baja base de comparación de los mismos meses de 2001. Con todo, se anticipa que noviembre y diciembre tendrían importaciones de consumo de entre US\$250 - US\$300 millones.

De otro lado, la información disponible de importaciones de bienes de consumo durables muestra una trayectoria acorde con el consumo de este tipo de bienes, con tasas de crecimiento anual, que tras caídas superiores a 20% en el primer semestre del año, en la segunda mitad del mismo se ubican entre 10% y 20%.

Parte importante de la evolución del consumo, en especial del durable, está apoyada por la mayor transmisión de los recortes de la tasa de política monetaria hacia las tasas de interés de mercado y el efecto que ello ha provocado sobre las colocaciones, en particular, las de consumo. Una mejor perspectiva respecto de la ocupación también es un elemento que podría estar tras estas mayores colocaciones, hipótesis apoyada con la reciente encuesta de ADIMARK (noviembre), que si bien mantiene estancada la apreciación global respecto de la percepción económica, registra signos positivos en materia de estabilidad laboral.



Por el lado de la inversión, el componente de maquinaria y equipos continúa con tasas de variación anual negativas. Es así como las ventas industriales de bienes de capital cayeron 28% en octubre. Las importaciones de bienes de capital, si bien se estima que crecieron cerca de 10% en valor durante noviembre (alrededor de US\$290 millones), y lo harían en una cifra similar en diciembre (aproximadamente US\$250 millones), permanecerán en niveles de tendencia por debajo de los meses previos.

Por último, el dinamismo experimentado por el sector inmobiliario en los últimos meses continuó en octubre. Las ventas de viviendas nuevas aumentaron en más de 30%, superando nuevamente las mil unidades, en tanto que el *stock* de viviendas cayó en doce meses y también en términos desestacionalizados. Así, los meses necesarios para agotar el *stock* descendieron desde 12,9 en septiembre a 11,8 en octubre.

Política Fiscal

Durante el tercer trimestre del año las finanzas públicas se ajustaron conforme con el presupuesto de 2002, jugando de esta manera un rol menos contracíclico en comparación con la primera mitad del año. De hecho, durante el tercer trimestre las cuentas fiscales arrojaron un balance global igual a -1,2% del PIB acumulado en términos anuales. Con este resultado, las cifras fiscales se acercan a los objetivos planteados en la reciente discusión presupuestaria (déficit de 0,9% para 2002), modificando la tendencia de incremento del déficit anual observada desde mediados del año 2001.

El gasto con efecto macroeconómico también estuvo sujeto a moderación, con un crecimiento anual de 3,8% en el tercer trimestre, frente al 7,7% del primer semestre. La trayectoria de la inversión pública, que luego de haber aumentado a tasas del orden de 20% en la primera mitad del año, cayó 0,4% en términos anuales durante el tercer trimestre, explicó parte importante del menor gasto con impacto macro. El cuarto trimestre del año anticipa una restricción adicional de este gasto de forma de cumplir con lo estipulado en la ley de presupuestos para el año 2002.

Por otro lado, se aprobó la ley de presupuestos 2003, el cual continuará enmarcado en la regla de superávit estructural de 1% del PIB. El presupuesto considera un crecimiento del gasto con efecto macroeconómico equivalente a 3,4%, y una inversión pública que aumentará algo menos de 7% en términos reales. Con ello, se espera un balance contable igual a -0,7% del PIB.

También fue aprobado un reajuste salarial del sector público de 3%. La menor magnitud de este reajuste marca un cambio respecto de las experiencias de años recientes.

Sector externo

La información más reciente indica que en noviembre las exportaciones tuvieron un crecimiento de valor del orden 20%, producto del aumento de los volúmenes cercano al 15% y de precios de 5%. El importante crecimiento de los quantum se dio en todas las categorías, siendo marginalmente mayor el aumento de las exportaciones resto (16,5%). Este resultado, ya considerado en las proyecciones de la anterior reunión, sumado a la estimación disponible para diciembre, cambió marginalmente la proyección para el cuarto trimestre, desde un incremento de valor de 11% la reunión pasada a uno de 12%, aumento basado en mejores precios. En este mismo escenario, los volúmenes de las exportaciones totales crecerían alrededor de 7%, con los envíos de cobre aumentando cerca de 11%, y las restantes categorías —principales no cobre y resto— entre 5% y 6%.

Las importaciones de bienes, en tanto, finalizaron noviembre con un aumento de 14% en valor, con aumentos en todas las categorías, en especial, en bienes de consumo que crecen del orden de 25%. Precios menores en cerca de 1% respecto del año pasado, significaron que el volumen de las importaciones totales aumentara 15% en doce meses. Con esto, en el cuarto trimestre del año 2002, se vería un aumento cercano a 8% en el valor de las importaciones, con aumentos de volumen próximos a 9%.



Mercado laboral

Durante el trimestre móvil finalizado en octubre, el panorama del mercado laboral continuó mostrando la tenue tendencia positiva del período anterior. En efecto, el empleo aumentó en alrededor de 20 mil puestos, explicado por expansiones en el sector privado. De hecho los programas fiscales se redujeron en aproximadamente 10 mil plazas. Como antecedente adicional, la información más reciente respecto de la ocupación que reporta la ACHS (septiembre) y la Asociación de AFP (agosto) tiene un crecimiento anual, medido como promedio móvil trimestral, en torno a 3% para ambas. Asimismo, las estadísticas de vacantes para noviembre tuvieron un incremento de 12%, con lo que retoma una senda de mayor crecimiento tras la desaceleración que tuvo en el tercer trimestre.

La mayor generación de empleo también ha favorecido un aumento de la tasa de participación, comportamiento no observado desde el tercer trimestre del año 2001. Con esto, y descontados los factores estacionales, la tasa de desempleo se ha mantenido estable.

En términos sectoriales, el comportamiento de la ocupación es explicado principalmente por servicios y comercio, que aumentan en cerca de 35 mil plazas entre trimestres. Luego de caer sostenidamente durante todo el año, el sector servicios comunales sin programas de empleo muestra una tendencia al alza a partir del tercer trimestre. El sector construcción, por su parte, mantiene la tendencia a la baja observada desde mediados de año, en tanto que la industria ha tendido a revertir las caídas previas, pero aún se ubica bajo los niveles de comienzos de año.

IV. Precios y costos

La inflación de noviembre registró una variación negativa de 0,1%, cifra aproximadamente en línea con la estimación manejada a contar de la segunda semana del mes, pero menor a la esperada con anterioridad. Con ello, el IPC acumuló una inflación en doce meses de 3,0%. El IPCX, en tanto, no tuvo variación en el mes, disminuyendo su incremento anual a 1,8%.

El cambio en la proyección de inflación durante el mes, tanto para noviembre como para fines de año, provino principalmente de que no se produjo el aumento de \$10 supuesto para noviembre en la tarifa de la locomoción colectiva (considerado en la proyección anterior). En contraposición, cambios en el valor de reposición del microbús derivaron en una caída oficial de \$10 en la tarifa, a los que se sumaron otros \$10 de rebaja determinados en forma anticipada por parte importante de la locomoción colectiva.

A su vez, en el transcurso de noviembre el precio del petróleo se ubicó en niveles del orden de US\$22,5 - US\$23,5 por barril, lo que se tradujo en una caída importante de los precios internos de los combustibles. Finalmente, desde mediados de noviembre se consolidó una tendencia del tipo de cambio de entre \$700 y \$710 por dólar, significativamente inferior al tipo de \$730 por dólar de fines de octubre, que fue el valor considerado en las proyecciones disponibles para la reunión anterior.

La suma de todos estos elementos provocó que, desde una estimación inicial de una variación del IPC de 0,3% en noviembre, se llegara al -0,1% de fines de mes. Por su parte, el mes de diciembre tuvo un ajuste de magnitud similar, desde una estimación de 0,1% a comienzos de noviembre, a la actual de -0,5%. En términos de la inflación anual, el IPC se corrigió desde 3,6% en diciembre a 2,8% en la actualidad. El IPCX, por su parte, tuvo un ajuste desde 2,5% a 1,9%.

Otro elemento que ha operado en la dirección de menores presiones inflacionarias es la evolución de la inflación importada. Pese a los vaivenes del tipo de cambio y a la apreciación del dólar en los mercados internacionales, se observa una menor inflación en dólares, ya que, considerando el efecto de la depreciación de las monedas de Argentina y Brasil, muestra tasas de variación anual del orden de -3% a diciembre.



Pese a que, considerando solo las cinco principales monedas, la inflación externa en dólares muestra un panorama diametralmente opuesto, con una aceleración hacia fines de año e incrementos cercanos a 4% para diciembre, la evolución de los precios de las importaciones resulta ampliamente favorable. En efecto, a lo largo del año 2002, el índice de valor unitario (IVUM) de las importaciones de consumo apunta a una profundización de las caídas de precios, desde tasas de variación negativas en torno a 4% a comienzos de año, hacia caídas de entre 6% y 7% para fines de 2002.

En cuanto a las remuneraciones nominales, octubre, al igual que septiembre, registró un mayor crecimiento que los meses previos. La mayor inflación anual registrada en el primer cuatrimestre del año explicaría esta aceleración en el incremento de los salarios nominales. La caída en la inflación en doce meses observada desde mayo en adelante debería operar en sentido contrario en los meses venideros. Con todo, en octubre las remuneraciones nominales mostraron variaciones anuales medidas por el Índice de Remuneraciones por Hora y el Índice del Costo de Mano de Obra de 4,4% y de 4,5%, respectivamente.

Los costos laborales unitarios industriales continúan con tasas de variación anual negativas, aunque de menor nivel que las de los meses anteriores. Este comportamiento obedece, fundamentalmente, a la evolución reciente de los salarios nominales. Las perspectivas a corto plazo, no obstante, indican una profundización de la caída en los costos laborales unitarios de la economía.

Al mismo tiempo, el reajuste de 3,0% acordado para las remuneraciones del sector público en el año 2003 —menor al del año anterior—, impactará sobre los reajustes de los salarios de servicios sociales, personales y comunales, que representan alrededor del 30% del total de las remuneraciones. A su vez, este menor incremento salarial ayudará a reducir la compresión de los márgenes, lo que se traduce en menores presiones inflacionarias de esta fuente.

Este conjunto de antecedentes es coherente con perspectivas de presiones inflacionarias, desde el lado de los costos laborales, considerablemente más reducidas que hace unos meses.

Las expectativas de inflación a un año recogidas por la encuesta indican una inflación de 3,0%, igual a noviembre. Para plazos más largos, y con algún grado de sobre-reacción respecto de las noticias cambiarias y de inflación más recientes, las expectativas deducidas de operaciones nominales y reajustables a dos y cuatro años, caen desde mediados de octubre, situándose cercanas a 2%. A dos años, la encuesta de expectativas permanece anclada al centro del rango meta.

PERSPECTIVAS DE CORTO PLAZO PARA LA INFLACIÓN

Como se señaló previamente, respecto de la anterior reunión se dio una corrección a la baja en la inflación estimada para diciembre. Así, la inflación del mes se ubicaría en torno a -0,5%. El descenso estacional en el precio de los perecibles, junto con una normalización más marcada de los precios de algunos productos específicos, forma parte importante de la inflación negativa del mes. La evolución en el precio de ciertos productos del rubro durante noviembre y la información disponible de diciembre, y su importancia dentro del resultado final, hace esperar una importante incidencia negativa de parte de los perecibles (aproximadamente -0,3 puntos porcentuales). Por lo demás, la situación actual de precios en el mercado mayorista permite esperar una caída importante de este componente de la inflación en diciembre y el primer trimestre de 2003. Se suma la baja promedio de los combustibles en noviembre que se traspasa en parte para diciembre, y el descenso oficial de otros \$10 en la tarifa de la locomoción colectiva, que hará que todos los servicios uniformen su precio en \$300.

Se presenta como un factor de riesgo el efecto del precio actual del petróleo en el mercado internacional y su impacto sobre los combustibles en el mercado interno. En la última semana, el precio externo de la gasolina —el combustible con mayor ponderación en el IPC— muestra un incremento en torno a 4%, aumento que, dependiendo de la trayectoria del tipo de cambio, podría traspasarse al mercado interno a partir de la tercera semana de diciembre.



Respecto del primer trimestre de 2003, enero y febrero seguirían esta senda de inflaciones negativas, con variaciones inicialmente estimadas en -0,1% en ambos meses. Los habituales reajustes de los servicios de educación provocarían una mayor inflación en marzo.

Con todo, la inflación anual del IPC cerraría el año 2002 en niveles de 2,8%, para descender paulatinamente hasta 2,6% en marzo. El IPCX, por su parte, se ubicaría en valores marginalmente por debajo del 2% en el mismo período.

Tabla 2: Proyección de Corto Plazo IPC e IPCX

		% var. anual		% var. mensual		petróleo (US\$/barril)	TCO (\$/US\$)	micros
		ipc	ipcx	ipc	ipcx			
2002	Nov	3,0	1,8	-0,1	0,0	24,2	709	(-)
	Dic	2,8	1,9	-0,5	0,1	25,0	705	(-)
2003	Ene	2,8	1,9	-0,1	0,2	24,5	705	
	Feb	2,7	1,9	-0,1	0,1	24,6	705	
	Mar	2,6	1,8	0,4	0,4	24,7	705	
	Abr	2,3	1,9	0,1	0,0	24,6	705	
	May	2,4	1,9	0,2	0,2	24,2	705	

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

El Consejero señor De Gregorio consulta cómo se apreció la situación con este shock de costos desde el punto de vista de los márgenes, y también pregunta acerca de las opiniones que han dado los analistas en los últimos días y si éstas concuerdan con la información obtenida en la encuesta del Banco Central que fue realizada con anterioridad a esas opiniones.

Contesta el Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, diciendo que existe un diagnóstico respecto al nivel actual de los márgenes que, esencialmente, tiene que ver con la trayectoria de la inflación externa, lo que indica que están menos comprimidos que lo que se esperaba. Señala que observando hacia delante, el factor principal es el reajuste del sector público que indica que la descompresión de márgenes que ocurra de aquí a los próximos dos años, va a tener un mayor componente de menores costos y un menor componente de mayores precios. Esos dos son, esencialmente, los factores que influyen en la trayectoria de los márgenes.

Respecto a la segunda consulta, señala el señor García que sería posible revisar si las opiniones que los analistas están dando a la prensa hoy, se condicen con la que entregaron en la encuesta hace unos días atrás, pero ello aún no se ha hecho.

Agrega el Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés, que las informaciones recopiladas por el Area de Comunicaciones mostraban que, aproximadamente, un tercio de las opiniones señalaban que se recortaba la tasa y los dos tercios restantes que se mantenía.



El Consejero señor Desormeaux consulta si se están superando los peaks históricos, desestacionalizados, en empleo. El señor García indica que, aparentemente, ello no ocurre pero señala que se está cerca, porque el peak histórico estaba entre 5 millones 600 mil y 5 millones 700 mil personas y hoy se está alrededor de cien mil empleos por debajo de eso.

El Gerente de División Política Financiera consulta si se tienen antecedentes sobre las utilidades y la rentabilidad de las empresas. Contesta el señor García diciendo que los antecedentes de márgenes respecto de las FECUS del tercer trimestre, muestran que en relación al año 1999 hay una recuperación de rentabilidad, pero que ésta se ubica todavía por debajo de los promedios de los años 1996 y 1997. La contraparte de eso es que hoy día los márgenes están más comprimidos. No obstante, en términos de información, no se puede evaluar si entre el segundo y tercer trimestre estas noticias referidas a costos han tenido efecto en los márgenes. Agrega que es un diagnóstico demasiado preciso como para poder hacerlo con las FECUS.

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 noviembre, el Consejo decidió mantener la tasa de política monetaria en 3% anual. En esta decisión se consideró que las perspectivas para la inflación se mantenían en línea con el rango meta, mientras se esperaba un transitorio aumento de la inflación IPC y una gradual aceleración de la inflación IPCX hacia el centro del rango meta. Esta decisión coincidió, además, con noticias de (i) relativa mayor estabilidad en los mercados financieros de la región, y (ii) riesgos del escenario internacional más atenuados. Por el lado del sector real se verificó que factores de oferta, ligados a sectores de recursos naturales, dilataban la esperada aceleración del crecimiento.
2. Durante el último mes, las noticias más relevantes han ocurrido en el ámbito de la inflación, especialmente en lo referido a presiones de costos, tanto actuales como previsibles. En efecto, además de anticiparse inflaciones reducidas para los próximos meses, derivadas de varias circunstancias puntuales, hay factores como la trayectoria que sigue la inflación externa relevante (medida por los IVUM), los costos laborales unitarios y el reajuste de salarios del sector público, que permiten conjeturar que, en la medida que estos factores persistan, la inflación se ubicará en la parte baja del rango meta durante algunos trimestres. A esto se agrega la trayectoria del tipo de cambio que ha retornado a los niveles previstos en el Informe de Política Monetaria de septiembre.
3. Los antecedentes respecto de las condiciones externas reafirman el panorama de relativa mayor estabilidad que se analizó en la reunión anterior, con lo que se delimitan cada vez más los riesgos que se enfrentan. La reducción de los spreads soberanos, el fortalecimiento de las monedas de la región, noticias en general positivas sobre la marcha de la economía de Estados Unidos, la rebaja de tasas de interés por parte del Banco Central Europeo, y el afianzamiento del gradual incremento de los términos de intercambio son todos antecedentes favorables. Con todo, el panorama de crecimiento de los socios comerciales en el escenario central para 2003 y 2004 no ha mejorado y subsisten los llamados riesgos geopolíticos. Más importante, los desafíos que enfrenta Brasil con respecto a su situación financiera continúan siendo sustanciales, lo que configura un escenario de riesgo relevante.
4. Respecto del sector real, los antecedentes acumulados confirman que algunos sectores específicos, en particular la minería, tendrán un menor dinamismo que el previsto con anterioridad durante éste y los próximos trimestres. Por el momento, esto no cambia el



panorama de un gradual cierre de las brechas de capacidad relevantes para las presiones inflacionarias durante los próximos dos años. De hecho, el cuadro de progresiva aceleración del crecimiento de la demanda interna, en parte, se ha fortalecido gracias a las noticias ligadas al consumo. Es probable, no obstante, que el escenario central de crecimiento total deba revisarse marginalmente a la baja por los factores puntuales descritos.

5. Con estos antecedentes parece difícil justificar un alza en las tasas de interés. Quizás el único argumento que recientemente se ha utilizado para sugerir un aumento de tasas es la evolución del dinero M1A. Sin embargo, la evaluación es que su trayectoria no representa ningún riesgo importante para la inflación. Las opciones relevantes, por lo tanto, son la mantención o una disminución de la tasa de política monetaria. Se argumenta, para la alternativa de una rebaja de la tasa, que lo más apropiado sería un recorte moderado de 25 puntos base.
6. Se podría argüir que la opción de recortar la tasa de interés es la alternativa más adecuada si se considera exclusivamente el escenario central como el más probable. De hecho, la trayectoria previsible de la inflación indica que tanto la inflación IPC como la IPCX se mantendrán próximas al piso del rango meta durante algunos trimestres, situación que no era prevista el mes pasado.
7. Sin embargo, al ser factores de costos los que impulsan esta evolución —que en principio afectan el nivel de precios por una sola vez en la medida que se mantenga el ancla de 3%— podría argumentarse que es innecesario incrementar el grado de impulso monetario. De hecho, las brechas esperadas de capacidad no se han modificado. Al igual que en ocasiones anteriores se evalúa que un aumento transitorio de la inflación (un “cerro”) no requiere de acciones correctivas per se, en la medida que el ancla nominal se mantenga. Este mismo argumento podría justificar no reducir las tasas. Esta motivación, en todo caso, hasta cierto punto se debilita al considerar la evolución cíclica de la economía, pues, estrictamente, es válida en el caso en que el nivel de actividad es similar al potencial. Si el objetivo inflacionario está bien salvaguardado podría ser conveniente acelerar la velocidad con que se cierran las brechas.
8. Aunque las expectativas de inflación implícitas en los diferenciales de tasas de interés de mercado han tenido una reducción muy importante en las últimas semanas, estos vaivenes probablemente revelan una cierta sobrereacción ante las noticias más recientes y aspectos relacionados al proceso de recomposición hacia una cartera con más instrumentos nominales. Por el momento no es posible atribuirle a estos movimientos indicios de un desalineamiento de las expectativas de inflación de mediano plazo respecto del 3%.
9. La justificación para un recorte se debilita en escenarios de riesgo o alternativos. En este sentido, la incertidumbre que existe respecto del rumbo que tome Brasil es particularmente relevante, y es probable que durante las siguientes semanas se deleve una parte de esta incertidumbre con el anuncio del gabinete del nuevo gobierno y su recepción por parte del mercado. Podría considerarse, por lo tanto, que existe un valor en la opción de esperar antes de decidir un recorte de tasas. Obviamente no se puede esperar que toda la incertidumbre se resuelva —los riesgos siempre existen— pero se puede argüir que en esta oportunidad las noticias que se generen serán muy importantes. Esto, en todo caso, debe evaluarse considerando los costos que involucra esperar, los que posiblemente no son elevados, y la posibilidad de que aún en un escenario negativo de Brasil, Chile no sufra efectos de consideración (como efectivamente ocurrió luego de que Argentina declarara la moratoria).
10. En el caso de decidirse recortar las tasas de interés, como es habitual, no es fácil determinar si un recorte de 25 ó 50 es más apropiado. El principal argumento a favor de un recorte más agresivo es que permite reducir los riesgos de que la inflación eventualmente



caiga por debajo del piso del rango meta, sobre todo si las expectativas privadas se sostienen de forma persistente en niveles inferiores al 3%. Sin embargo, cuestiones de corte estratégico, que revisamos a continuación, y las consideraciones de riesgo ya comentadas, hacen recomendable que un eventual recorte sea más acotado.

11. Respecto de fundamentos más estratégicos, un elemento que podría justificar postergar un eventual recorte de la tasa de interés es el proceso de intervención y de venta de documentos indexados al tipo de cambio que lleva a cabo el Banco Central. Más allá de que pueda o no existir una contradicción entre intervenir (o advertir que se hará) y recortar las tasas simultáneamente, existe un riesgo de confusión en la comunicación de las políticas del Banco. Ciertamente el hecho de haber disminuido a la mitad los cupos de los BCD ayuda a limitar este riesgo, pero no lo elimina por completo.
12. Con relación a lo que espera el mercado, las tasas de interés de corto y mediano plazo son coherentes con una reducción de 25 puntos base en el corto plazo, aunque no necesariamente en esta reunión. La encuesta, por su parte, muestra mayoritariamente expectativas de mantención, con un 15% de las respuestas esperando un recorte. En general, la información que aún no está disponible para el mercado no es especialmente influyente. Considerando estos parámetros, es razonable esperar que un recorte reducido no tenga consecuencias financieras desestabilizadoras. Un recorte mayor, no obstante, arriesga no ser bien comprendido.
13. Por último, respecto de los riesgos de entrar en zonas de tasas reales negativas con un recorte de tasas —con eventuales complicaciones financieras considerando que las tasas en UF no pueden ser negativas— cabe mencionar que, dada la volatilidad que tiene mes a mes la inflación, en la práctica la economía ya se encuentra en esa área, por lo que un nuevo recorte no cambia radicalmente esta situación. Basta una inflación esperada promedio de 0,3% por tres meses para que las tasas de arbitraje en UF deban ser negativas. Es justamente la nominalización de la tasa de política monetaria la que permite que exista la posibilidad de implementar eventuales tasas reales negativas.

El Presidente ofrece la palabra para comentar las opciones.

El Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel, manifiesta que a la luz de las proyecciones presentadas, lo natural sería considerar la reducción de la tasa de política, sin embargo, hay un argumento contrario para reducirla y es la incertidumbre asociada a las proyecciones de las variables exógenas que se movieron muy favorablemente en el último tiempo, al tipo de cambio y al precio del petróleo que sin duda, parcialmente, están sujetas al escenario eventual de riesgo que representa Brasil.

La segunda consideración está relacionada con la expansividad actual de las tasas de política que cree es muy elevada, muy intensa y muy justificada, pero también el nivel que se debería considerar y su distancia respecto a la tasa neutral, lo que constituye, en el margen, un freno al eventual recorte. Por tanto, hace suyo también lo que está implícito en lo que se ha planteado y sugiere mantener la tasa en su actual nivel.

El Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera, señala que en el ambiente hay ciertos elementos de incertidumbre que todavía están presentes, los que son relevantes, y en ellos se fundan los argumentos de la opción que se menciona en la minuta y que hacen que sea prudente esperar hasta que se resuelvan satisfactoriamente esos elementos de incertidumbre.

El señor Gerente General cree que no es conveniente hacer una rebaja adicional de tasa, porque en los últimos meses se ha completado muy razonablemente el traspaso de la



baja de la tasa de política monetaria a la tasa del mercado. Pienso que éste es un punto importante que hay que tener en cuenta para decidir que no es necesario una rebaja adicional.

El Consejero señor De Gregorio manifiesta que, tal como lo ha señalado la División Estudios, la noticia más importante durante el último mes ha sido en el ámbito inflacionario. Tal como se ha discutido a raíz de la preparación del IPOM, la positiva evolución de los costos laborales que se manifiesta en reducciones en el crecimiento de los costos unitarios, así como el bajo reajuste del sector público, han presionado hacia abajo la tasa de inflación. A esto se debe agregar la baja en la inflación importada, medida por los IVUM.

Señala que todos estos positivos desarrollos en materia inflacionaria hacen que nuestra mejor proyección de inflación, en el horizonte relevante para el objetivo del Banco Central, se ubicaría en torno a un 2,5%. Asimismo, se espera que en los próximos 24 meses la inflación trimestral promedio se ubique siempre por debajo del 3%, incluso cayendo por debajo del 2% en algunos trimestres específicos.

Esta evolución proyectada de la inflación es también consistente con las estimaciones del sector privado implícitas en la diferencia de tasas entre papeles nominales e indexados. La encuesta de expectativas, sin embargo, sigue anclada en 3%.

En consecuencia, desde el punto de vista del objetivo inflacionario y considerando la inflación esperada, se haría recomendable una reducción en la tasa de política monetaria hoy día. Esto se ve reforzado por el hecho que aún hay importantes brechas de capacidad que estarían contribuyendo a reducir las presiones inflacionarias, y por la favorable evolución del tipo de cambio que se ha observado, en la medida que hoy existe mayor estabilidad en los mercados financieros. De hecho, observando los últimos datos de inflación así como las probables variaciones negativas del IPC en los meses que vienen, se confirma la percepción de que se estará por un tiempo prolongado con tasas de inflación en la mitad inferior del rango meta hasta el horizonte de proyección.

Si se quiere reafirmar que el objetivo es la inflación en un rango de 2% a 4%, centrada en 3%, la reducción en la inflación proyectada requeriría de una reducción en la tasa, a menos que se pudiese argumentar que la tasa de interés de política monetaria vigente hoy está muy baja y ésta es una buena forma de alinearnos, lo que no le parece sea del caso.

Por otra parte y a pesar de que pareciera que es difícil argumentar contra la reducción de la tasa de política monetaria, cree que hay ciertos factores que es necesario ponderar y que pueden justificar una decisión prudencial de mantener la tasa de interés:

- 1) La información de que se dispone es aún prematura, y a pesar que el escenario central muestre cifras en la mitad inferior del rango meta, existirían fuentes de riesgo que podrían revertir este auspicioso escenario en materia de inflación. Es altamente probable que persista la volatilidad regional, y que incluso se pueda intensificar dependiendo de las señales que vaya entregando el futuro gobierno en Brasil.
- 2) Aparentemente una rebaja de tasa de interés en un contexto de intervención cambiaria puede ser contraproducente o confusa. Aunque no conoce argumentos contundentes para esta afirmación, se imagina que es posible que el mercado interprete mal esta decisión, lo que reduce la efectividad de una rebaja de tasas y enturbia la calidad del mensaje del Consejo al mercado. Se podría pensar que si se interviene por temor a que un desborde del tipo de cambio repercuta en la inflación, aparecería inconsistente rebajar la tasa de interés porque no hay síntomas de inflación. Aunque no le parece que ésta sea una razón que se pueda esgrimir de manera general, hoy día, y dado que la incertidumbre aún no se resuelve, puede ser un motivo para mantener cautela.



- 3) La evolución de los agregados monetarios también podría ser otra razón para mantener cautela. Sin embargo, no le parece que ella sea atendible si precisamente se quiere reafirmar y transmitir al mercado que la evolución del M1A es plenamente consistente con el actual escenario macroeconómico, las perspectivas de baja inflación y nuestra mejor estimación de la demanda por dinero.
- 4) Otra razón de cautela puede ser el hecho que en la medida que se siga bajando la tasa de interés, se van achicando los espacios para relajar la política monetaria en el futuro, en escenarios verdaderamente complicados en materia de actividad y precios, los que en la actualidad no podemos prever.

Salvo la necesidad de esperar para que se reafirme la expectativa de menor inflación y la posible inconsistencia entre la intervención y una relajación de la política monetaria y que sugieren mantener la instancia monetaria, cree que también existen razones importantes que justificarían una reducción de la tasa de política monetaria.

La Ministra de Hacienda Subrogante, señora Wagner, manifiesta lo siguiente: Existe la presunción y los antecedentes de que la actividad estaría repuntando. Sin embargo, existen riesgos de que este repunte no se dé o de que su velocidad sea insuficiente. Por otro lado, no existen riesgos de una mayor presión inflacionaria provenientes de la vía cambiaria o del precio del petróleo y asimismo, el riesgo de mayores presiones inflacionarias producto de una mayor actividad es bajísimo.

Dado lo anterior, nosotros concluimos que es más probable que el producto esté por debajo de su potencial, que la inflación se ubique por sobre el centro de la banda. En este escenario, cualquier regla de Taylor indicaría que las tasas de interés deberían bajar. Esta es, a nuestro parecer, la razón para hacerlo ahora y para no esperar.

En el supuesto que se decidiera esperar lo que acontece en el futuro cercano para decidir y que luego el ritmo de expansión de la actividad resultara ser insuficiente, se corre el riesgo de perder tiempo y la consecuencia de ello habría sido una pérdida en términos de crecimiento.

Si, por el contrario, se bajan las tasas de interés ahora y posteriormente se demuestra que el impulso monetario previo era suficiente para acelerar la actividad, siempre es posible, en el futuro, si fuera necesario, disminuir la expansividad de la política monetaria.

La Consejera señora María Elena Ovalle señala que según el Informe de la División Estudios, la inflación negativa de noviembre y la inflación esperada para los meses siguientes, también negativa, llevaron a modificar la proyección de inflación para 2002 desde 3,6% a 2,8% y para el primer trimestre de 2003 de 3,5% a 2,6%, lo que indica que el repunte inflacionario de los meses previos fue una situación transitoria. De hecho, el IPCX se ha mantenido en torno a 2% y las expectativas de inflación, según la encuesta del Banco Central, se mantienen en el centro del rango en el corto y mediano plazo. Las presiones de costo se han reducido en el mediano plazo ya que ha continuado la deflación externa y los costos laborales muestran desaceleración, principalmente el reajuste del sector público que fue de 3%, cifra menor a la esperada.

En reuniones anteriores se han enfrentado escenarios con una inflación proyectada cerca del techo del rango meta, producto de shocks de oferta de carácter transitorio debidos, principalmente, al precio del petróleo y al tipo de cambio, y en esa oportunidad no se consideró necesario modificar la tasa de instancia. Bajo ese esquema, en la evolución actual de la inflación, tampoco se justificaría un movimiento de la tasa de política monetaria porque



son los mismos factores los que la afectan en el otro sentido. Además, las expectativas de inflación relevantes, las de IPCX de mediano plazo, se encuentran en 3% para todo el período de proyección, lo que reafirma la credibilidad que tiene el Banco en el control de la inflación. Lo deseable es que estas expectativas se mantengan en ese nivel, por lo que cree que una baja de la tasa podría interpretarse como una alteración de la función específica del Banco Central para ayudar al crecimiento, lo que produciría más bien incertidumbre.

El escenario internacional no presenta cambios significativos; sin embargo, los factores de riesgo que se visualizaban en reuniones anteriores están más acotados: probabilidad de una nueva desaceleración de la actividad de Estados Unidos, el conflicto bélico con Irak y la situación de Brasil, que será despejada, en parte, en las siguientes semanas. En el Informe de la División Estudios no se menciona la situación de Venezuela que podría afectar los precios del petróleo y le gustaría saber la opinión de la citada División sobre este hecho y sus posibles consecuencias.

Por otra parte, en el ámbito interno hay señales incipientes de dinamismo en algunos sectores: ventas inmobiliarias, ventas de autos nuevos y producción industrial. También, las colocaciones de consumo han mostrado un gran dinamismo, llegando a niveles similares a los de 1998. Otro signo positivo es que la demanda interna registró un crecimiento real de 2,6% en el tercer trimestre aunque para el cuarto se espera un aumento de 2,3%, con lo que en el año el crecimiento será de 0,4% tal como se había proyectado. A su vez, las últimas encuestas de expectativas reflejan mayor optimismo respecto al futuro de la economía.

En suma, no hay presiones inflacionarias por el momento ni en el corto ni en el mediano plazo y las expectativas de inflación se encuentran ancladas en 3%, ni más ni menos que ese nivel; el escenario internacional, por su parte, presenta perspectivas algo mejores. Además, hay que considerar que las últimas rebajas en la tasa de política monetaria se llevaron a cabo en julio (75 puntos base) y agosto (25 puntos base) por lo que todavía no manifiestan plenamente sus efectos. En el Informe de la División Estudios se advierte que se ha ido consolidando un traspaso de las reducciones de la tasa de política monetaria sobre todo en los segmentos de montos mayores de colocación y que se pueden esperar reducciones adicionales en las tasas de colocación de montos menores. También, es importante recordar que los cambios positivos mencionados se han dado en un escenario monetario estable y que a pesar de las turbulencias internacionales nuestro mercado financiero ha continuado operando con normalidad y haciendo los ajustes requeridos vía tipo de cambio. Esta normalidad se ha expresado en el traspaso de la tasa de política monetaria mencionado, en el aumento de las colocaciones de consumo, el lanzamiento de productos hipotecarios en pesos, en la apertura a bolsa que realizó Corpbanca, entre otros. Además, hay que considerar la situación del mercado cambiario el que recientemente, en el mes de octubre, fue afectado por un alza pronunciada del tipo de cambio, llegando a \$ 756 por dólar. Para corregir esta situación, se anunció una intervención cambiaria el día 10 de octubre, ya que, parte de la depreciación observada en ese mes, fue reflejo de la escasa liquidez y alta volatilidad del mercado, y algún grado de sobre-reacción. En razón de ello, se decidió proveer de una mayor oferta de instrumentos de cobertura cambiaria y liquidez en moneda extranjera, con el fin de facilitar el funcionamiento ordenado del mercado cambiario. Aunque esta oferta recientemente se redujo a la mitad y se ha producido un alza pequeña en el tipo de cambio, ésta es considerada transitoria y el mercado cambiario se ha mantenido estable. Cree que hay que tener cuidado con los efectos que una eventual rebaja en la tasa de política monetaria podría tener en la estabilidad del mercado cambiario.

Enseguida, la Consejera señora Ovalle hace las siguientes consultas:

- Según los modelos, ¿qué efecto tendría una baja de la tasa como la planteada sobre el PIB y la inflación y en qué plazo?



- ¿Qué antecedentes existen para que la inflación y la actividad sean más bajas de lo que anticipa el modelo? ¿Por qué la proyección de crecimiento es menor si el panorama, en general, parece más positivo?

El Consejero señor Desormeaux señala que comparte plenamente tanto el Informe como el fundamento de las opciones de política monetaria que ha presentado la División Estudios, señalando que todas las novedades están constituidas por shocks de oferta, no son shocks de demanda; por el contrario, la evolución de la demanda está andando de acuerdo a lo previsto. Cree que persiste mucha incertidumbre en el exterior, muchas de estas novedades que son shocks de oferta se podrían revertir si hubiera sorpresas negativas en Brasil o en Irak. Está el hecho que las expectativas mayoritariamente apuntan a la mantención de la tasa y también comparte la opinión de que la señal que daría el Banco Central al bajar tasas de interés, en el momento que está interviniendo en el mercado cambiario sería, cuando menos, confusa.

Por último, recuerda que también ha señalado en otras oportunidades que el Banco Central de Chile es la única institución en América Latina que está en condiciones de tener una política monetaria expansiva, una política monetaria muy contracíclica y eso es algo de lo cual hay que alegrarse, pero también es una responsabilidad muy grande y cree que éste es un momento en que la opción de esperar, como lo plantea la División Estudios, tiene un alto valor y no es la oportunidad para darle más impulso a la política monetaria.

El Presidente señor Massad manifiesta que de acuerdo a los datos que se tienen a la vista, se inclinaría por una rebaja de tasa. Sin embargo, también concuerda con que hoy día hay muchas incertidumbres en distintos aspectos. Al respecto, hace presente que si la inflación se encuentra por debajo del centro del rango se debe a circunstancias que podrían llamarse casi accidentales, al igual que el hecho de que hubiera altas tasas mensuales de inflación en meses pasados, pero no se sabe de qué manera se van a ir consolidando esas circunstancias que tienen que ver con precios internacionales, especialmente del petróleo, con devaluación en Brasil y en Argentina lo que produce también efectos sobre los precios de bienes importados, y que se reflejó, en particular, en el precio de los microbuses y en la rebaja de la tarifa de los pasajes de la locomoción colectiva, que explican una parte sustancial de la inflación negativa reciente. De modo que, teniendo a la vista el antecedente de que las proyecciones de inflación están por debajo del centro de la meta, en parte por razones accidentales que se han reflejado en los datos recientes y teniendo en consideración también de que aún no se expresa todo el efecto expansivo de las rebajas de política monetaria acordadas en el curso del año, piensa que bien vale la pena esperar y que el costo de hacerlo no es alto y representa beneficios importantes: primero, la consolidación de alguna información que se tiene a la vista, en particular, la que tiene que ver con las recuperaciones de algunos elementos de demanda que parecen estarse manifestando ya en la economía; en segundo lugar, por la consolidación o no de ciertos elementos que hoy día aparecen como accidentales por el lado de los costos y algunos que están todavía pendientes desde el punto de vista del nivel de actividad; y tercero, porque en enero se tiene la oportunidad de explicar mucho mejor un cambio de tasa, en conjunto con un cambio de proyecciones que estaría incluida en el Informe de Política Monetaria. Cree que la ocasión del mes de enero próximo es especialmente útil, porque da la oportunidad de explicar de manera muy detallada las razones por las cuales se ha adoptado esta medida, lo que facilita la comunicación con el público y evita interpretaciones equivocadas de lo que el Banco Central está haciendo. También ya en enero habrá suficiente información para tomar una decisión en relación con la intervención que se efectúa en el mercado cambiario.

A continuación, el señor Massad solicita al staff que conteste las consultas que han sido planteadas.



El Gerente de División Estudios, señor Valdés, respecto de la situación de Venezuela, señala que no tiene en este momento los datos exactos de producción, señalando que lo que es más relevante para el proceso de proyecciones es que los precios futuros siguen indicando una trayectoria coherente con nuestro escenario central, o sea, aún con la situación de Venezuela que ha implicado alzas, el mismo mercado lo considera como una cuestión más bien transitoria. Le dará la palabra al señor García respecto de los efectos de una rebaja de tasa de interés, pero sí desea precisar dos cosas. Es cierto, dice, que se está en presencia de un shock más bien de oferta, pero eso no quiere decir que sea transitorio en el tiempo. Hay un cambio de nivel de precios, por una vez, que es distinto a un shock, por ejemplo, de petróleo al alza que se suponía que además revertiría su propio shock. Si se piensa que el reajuste del sector público del año 2004 va a ser muy alto y va a deshacer lo bajo que fue el del año 2003, el efecto va a ser muy transitorio y, también, el efecto deflacionario del reajuste del año 2003 sería muy pequeño o nulo a mediano plazo. Pero, algunos de los shocks que se están viendo son persistentes y no se van a revertir necesariamente; algo similar se puede decir de la inflación internacional y por lo tanto, no es estrictamente comparable a un shock transitorio, es más bien un shock por una vez en el nivel de precios, mediante un tratamiento distinto.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor García, manifiesta respecto de la incidencia de la política monetaria sobre el crecimiento y la inflación, que en el fondo no ha habido modificaciones importantes en los modelos de proyección y las cifras son similares a las que se han discutido anteriormente. El ejercicio siempre es un análisis de un movimiento de la tasa de política monetaria por ocho trimestres y no un cambio de una sola vez que después tienda a deshacerse. Suponiendo un movimiento, por ejemplo, de 50 puntos base por ocho trimestres, ello tiene un efecto en el crecimiento a 24 meses que se traduce para el año 2004 en alrededor de 0,4% y algo menos que eso en inflación, o sea, tres décimas. Para el año 2003, sería un par de décimas en crecimiento y también un par de décimas en inflación.

A continuación, el Consejo procede a votar.

El Consejero señor De Gregorio, la Consejera señora Ovalle, el Consejero señor Desormeaux y el Presidente señor Massad, votan por mantener la actual tasa de política monetaria.

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

41-01-021210 – Tasa de Instancia Monetaria.

Se acuerda mantener la tasa de interés de política monetaria en 3% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez también permanecen inalterados en los niveles prevalecientes desde la reunión anterior.

IV. Comunicado

" En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió mantener la tasa de interés de política monetaria en 3% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez también permanecen inalterados en los niveles prevalecientes desde la reunión anterior.

Aunque con vaivenes, producto de cambios en los precios del petróleo, en el tipo de cambio y en el precio de algunos productos perecibles, la inflación se ha mantenido en torno al centro del rango meta. La inflación subyacente (IPCX), en tanto, se ha ubicado cerca del piso de este rango. Las tendencias inflacionarias se mantienen acotadas dentro del rango meta, aunque se ubican por debajo de proyecciones anteriores. Las expectativas de inflación, por su parte, también se han revisado hacia abajo.



En el ámbito externo, se mantienen latentes los riesgos que enfrenta la economía internacional, así como aquellos más específicos que enfrentan varios países. Por su parte, existen señales incipientes de un mejor desempeño del consumo privado doméstico, apoyado por condiciones crediticias más favorables y mejores perspectivas en el mercado laboral. Al mismo tiempo, se espera que el menor dinamismo que muestran algunos sectores ligados a recursos naturales se mantenga por algunos trimestres.

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 17,10 horas.



MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera



CARLOS MASSAD ABUD
Presidente



JOSE DE GREGORIO REBECO
Consejero



JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero



MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe



MARIA EUGENIA WAGNER BRIZZI
Ministra de Hacienda (S)

