

M I N U T A

Acta correspondiente a la Sesión Ordinaria de Política Monetaria N° 26 celebrada el 8 de noviembre de 2001

ASISTENTES

a) Consejeros, señores:

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

b) Otros participantes, señores:

Camilo Carrasco Alfonso (Gerente General);
Miguel Angel Nacrur Gazali (Fiscal y Ministro de Fe);
Felipe Morandé Lavín (Gerente de División Estudios);
Luis Oscar Herrera Barriga (Gerente de División Política Financiera);
Esteban Jadresic Marinovic (Gerente de División Internacional);
Pablo García Silva (Gerente de Análisis Macroeconómico);
Klaus Schmidt-Hebbel Dunker (Gerente Investigación Económica)
Sergio Lehmann Beresi (Gerente de Análisis y Operaciones Internacionales)
Cecilia Feliú Carrizo (Secretaría Ejecutiva Gabinete de la Presidencia);
Cecilia Navarro García (Jefe de Prosecretaría)

c) Asisten también el señor Ministro de Hacienda don Nicolás Eyzaguirre Guzmán y como invitado especial, el Coordinador de Políticas Macroeconómicas del Ministerio de Hacienda, don Rodrigo Valdés Pulido.

1. ACUERDO : Se acuerda mantener la tasa de interés de política monetaria en 6,5% anual.
2. MATERIA : Reunión Mensual de Política Monetaria correspondiente a noviembre de 2001.
3. GERENCIA : División de Estudios.
4. POLITICA : Análisis de la coyuntura económica y evaluación de la política monetaria.
5. MINUTA : La sesión se inicia con la presentación de la Gerencia de División Estudios correspondiente a la Reunión Mensual de Política Monetaria de noviembre de 2001:

SÍNTESIS DEL MES

- Los mercados financieros han incorporado expectativas de crecimiento para la economía en línea con las proyecciones que se entregaron en la última Reunión de Política Monetaria, entre 3% y 4% para el próximo año. Las expectativas de crecimiento que arroja la encuesta mensual respectiva se ubican en 3,3%, que se comparan con el 3,6% del mes anterior.

- El deterioro de la economía mundial sigue siendo materia de análisis permanente, habiendo una coincidencia bastante notable entre el ciclo económico de corto plazo en Chile y en el resto del mundo. Esto probablemente a su vez se debe a una suma de antecedentes, entre los cuales están: la mayor coordinación de la actual etapa del ciclo económico (desaceleración) en las principales economías del mundo; el importante empeoramiento de la situación laboral en Estados Unidos de América y la certeza de que esta economía entró en recesión; el deterioro de los términos del intercambio; la escasez de flujos de capitales a economías emergentes; y una situación de crisis mayor ad portas en Argentina. Además, el curso del conflicto bélico en Asia Central sólo agrega incertidumbre a un cuadro de por sí complejo.
- Los precios de activos han incorporado este entorno menos promisorio. Las tasas de interés se han estabilizado en niveles históricamente bajos, ubicándose la tasa del PRC-8 en torno a UF+4,75%, 80 puntos base menos que los niveles de mediados de agosto y por debajo de los valores que se alcanzaron en marzo de este año. Estos niveles de tasas de interés son menores, a su vez, que la tasa de paridad, que alcanza cifras entre UF+5,0% y UF+5,5%.
- Más allá de la corrección de las proyecciones de crecimiento y las expectativas en los mercados financieros, las percepciones de los hogares respecto de sus perspectivas y las del país han empeorado en forma importante desde el 11 de septiembre. Esto pone una sombra de duda en cuanto al ritmo de crecimiento del consumo en lo que queda de este año y el próximo, a lo que colabora una situación en el mercado laboral de persistente desocupación y de creación de empleo más modesta en el margen.
- Un elemento algo más positivo dentro de este cuadro de consolidación de una situación internacional deteriorada, ha sido el impacto local de las turbulencias más recientes en Argentina. Parece haber llegado el momento del sinceramiento de la situación fiscal en ese país, o por lo menos así es como diversos analistas han interpretado el anuncio de una reestructuración masiva de la deuda pública.
- Aunque el spread soberano argentino alcanzó valores históricos, por sobre los 2.500 puntos base, el tipo de cambio en Chile reaccionó sólo levemente. Esto, a diferencia de lo experimentado durante los últimos meses, cuando las fluctuaciones de la situación fiscal en Argentina repercutían con fuerza y prácticamente en forma instantánea en el precio del peso chileno. En la medida que esto refleje que las operaciones de cobertura han llegado a su fin, se puede esperar una moderación de las presiones en el mercado cambiario. Algunas medidas de expectativas ya indican esto: los contratos forward peso-dólar señalan una leve apreciación cercana a 1% para los próximos 180 días. En todo caso esta situación de relativa mayor calma no es exclusiva de Chile: también en Brasil el dólar se ha mantenido en torno a los R\$2,6 por dólar en los últimos días.
- En un cuadro de mayor estabilidad del tipo de cambio, de menor crecimiento de la actividad económica y, en alguna medida, de precios más bajos de los combustibles, las perspectivas inflacionarias para el próximo año se mantienen dentro de los rangos ya anunciados por el Banco Central. Desde aquí hasta fin de este año se prevé que la inflación se mantendrá entre 3,0% y 3,5%. Existen, en todo caso, grados de incertidumbre, sobre todo por el comportamiento de los perecibles y el timing del traspaso previsto de la depreciación acumulada a precios.
- Las proyecciones están sujetas a grados importantes de incertidumbre. En primer lugar, es posible que la trayectoria de la actividad en lo más reciente indique un deterioro persistente en la capacidad de crecimiento de la economía chilena. Hasta ahora, las proyecciones consideran una expansión de la capacidad productiva de la economía en torno a 5% anual. Una caída mayor en el ritmo de crecimiento de la formación bruta de capital, o una trayectoria más plana para la productividad total de factores, puede provocar una reducción en el crecimiento tendencial hasta valores cercanos a los del crecimiento previsto para la actividad global. En una situación como esta, la inflación anual tendría una aceleración algo mayor, superando el 4% a mediados del próximo año y alcanzando cifras cercanas a 4% hacia diciembre. Para fines del 2003 la inflación anual tendería a 3,5%.

- Un tema relacionado, sobre el cual también hay poca certidumbre, es la magnitud efectiva de las holguras de capacidad actuales. Las estimaciones más recientes indican una brecha de capacidad cercana a 3,5% para el año 2000 en promedio. Es posible que esta brecha sea en la actualidad inferior, en todo caso, difícilmente se puede argumentar que la economía está haciendo pleno uso de sus recursos.
- De todas formas, de haber evidencia de que alguno de estos escenarios se comienza a dar, la estructura de tasas de interés de mercado probablemente incorporará la nueva información, en el sentido tanto de su impacto inflacionario, como de las perspectivas sobre la tasa de interés real de largo plazo.
- Otro elemento de riesgo es el ritmo efectivo de crecimiento de la actividad. La estimación para el tercer trimestre se ha corregido en prácticamente un punto porcentual desde el Informe de Política Monetaria de septiembre, previéndose aún una aceleración en el último cuarto del año. Aquí cobra importancia el impacto que definitivamente tenga sobre las decisiones de consumo el deterioro reciente de las expectativas privadas.
- Con relación a la inflación, más allá de las incertidumbres mencionadas en los párrafos anteriores, los riesgos aparecen más balanceados que hace un tiempo. La inestabilidad regional, con el consecuente contagio sobre el mercado cambiario en Chile, parece haber llegado a un punto álgido al reconocer el gobierno argentino explícitamente la imposibilidad de cumplir con sus obligaciones con las actuales tasas de interés. Nuevas turbulencias pueden relacionarse con eventos en otras economías, como Brasil, que muestran grados de fragilidad no despreciables, pero que no se han acentuado con las noticias más recientes de Argentina. Por otro lado, frente a la falta de posibilidades o de voluntad por parte de la OPEP de forzar un recorte efectivo de producción, es posible que el precio del crudo Brent se mantenga por debajo de los US\$20 por barril en los próximos trimestres.

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA

Escenario Internacional

- Las proyecciones de crecimiento mundial para este año y el 2002 han continuado siendo corregidas a la baja desde la última reunión de política monetaria, debido al efecto de la desaceleración de los países desarrollados sobre el resto del mundo. La proyección de crecimiento promedio para 2001 de los principales socios comerciales se redujo a 1,1%, 0,5% bajo la estimación del Informe de Política Monetaria de septiembre y 0,2% inferior a lo previsto en la reunión pasada. Hacia el 2002, la proyección se sitúa en 1,8%, que se compara con el 2,1% presentado hace un mes atrás.
- Este escenario más deprimido para la actividad económica mundial también redundará en peores perspectivas para el precio de las materias primas, en particular el cobre. Se espera que el precio promedio de la libra de cobre se sitúe en US\$0,71 (BML) durante este año, lo que supone que en lo que resta del año se mantienen los actuales niveles de precio. Para 2002 y 2003 se proyecta una recuperación gradual en el precio del cobre, llegando a un valor promedio de US\$0,72 la libra el próximo año y US\$0,80 la libra en 2003.
- En el caso del petróleo, la OPEP se encuentra a la espera de un escenario internacional más estable, por lo que no ha aplicado el mecanismo automático de modificación de cuotas de producción. Sin embargo, durante los últimos días esta organización ha tratado de concitar acuerdos, no sólo al interior del cartel, de modo de aplicar recortes en la producción del crudo. En todo caso, los mercados futuros consideran un precio plano para los próximos dos años, en torno a US\$21 el barril. A pesar de reconocerse una fuerte incertidumbre en este mercado, se reduce la proyección respecto de lo indicado en la última reunión mensual, con un precio promedio del barril de petróleo de US\$22, para el 2002 y 2003, en el límite de la banda objetivo de la OPEP.

- Los mercados financieros internacionales ya internalizaron el panorama más deprimido para la economía mundial. En Estados Unidos de América se mantienen las proyecciones de un recorte adicional en torno a 50 puntos base, que llevaría la tasa Fed Funds a un 2,0%. Movimientos adicionales de la política monetaria de Estados Unidos de América dependerán de las proyecciones de actividad para el primer trimestre del año próximo.
- En Europa se mantienen las expectativas de recortes adicionales de la tasa de interés, que se sitúan en un rango de 50 a 75 puntos base hacia fines de año o durante el primer trimestre del 2002. Finalmente, para Japón persisten las expectativas en cuanto a una estabilidad en la política aplicada por el Banco de Japón. Sólo se ha reiterado una política de mayor gasto fiscal, de acuerdo a lo señalado recientemente.
- Un hecho relevante de las últimas semanas ha sido el deterioro de la situación en Argentina. Tras algunas semanas de calma, el gobierno transandino anunció a comienzos de noviembre la reestructuración de su deuda interna y externa, a través de acuerdos "voluntarios" con los acreedores. Asimismo, se negoció con las provincias el traspaso de fondos, parte de los cuales estaría constituido por bonos.
- La incertidumbre asociada a estas operaciones y la creciente posibilidad de no pago, ha llevado a S&P a reducir la clasificación de riesgo de Argentina a CC, lo que se ha sumado a fuertes alzas en las tasas de interés domésticas y un spread soberano que superó los 2.500 puntos base. Esta situación también afectó a Brasil, cuyo spread soberano se empujó a los 1.200 puntos base en días pasados. En todo caso el real ha mostrado mayor estabilidad frente a las noticias recientes, manteniéndose por debajo de R\$2,7 por dólar.
- La colocación del bono del gobierno de Chile con vencimiento al 2012, fue otro acontecimiento importante ocurrido durante las últimas semanas. Esta emisión registró un spread de 256 puntos base, cerca de 40 puntos por sobre el bono emitido en 1999, diferencia explicada por la mayor madurez de la nueva emisión, y por el hecho de que el primer cupón se pagará en junio de 2002. Haciendo los ajustes por plazo, este spread es similar al de los bonos de economías emergentes con clasificación equivalente a la chilena.

Mercados Financieros

- Durante octubre continuó la trayectoria descendente en las tasas de interés de los documentos del Banco Central. Las tasas de los pagarés reajustables de largo plazo han caído en torno a 40 puntos base respecto del promedio de septiembre, transándose actualmente en el mercado secundario, en UF+4,75% el PRC-8 y en UF+5,25% el PRC-20, siendo ambos valores los más bajos desde que existe registro de estas tasas. Esta evolución es compatible con la menor actividad económica, mostrando además que la esterilización de las intervenciones cambiarias ha sido eficiente.
- Las tasas de interés promedio de los documentos nominales también mostraron disminuciones de similar magnitud. Esto estaría indicando la ausencia de un cambio significativo en las percepciones inflacionarias de corto y mediano plazo. Ello se sustenta en que la reciente alza del dólar se ha visto compensada con la caída en el precio del petróleo y un escenario generalizado de menor actividad económica. Por otro lado, se han registrado incrementos sustanciales en las tasas de las colocaciones nominales de 90 días a un año, al igual que en sus spreads, lo que es asociable a la trayectoria esperada de la UF.
- En los mercados de renta fija, persiste la mayor demanda por letras hipotecarias y bonos corporativos, debido al atractivo que ofrecen este tipo de instrumentos. Esta situación ha generado una disminución en las tasas de interés promedio de mercado de estos documentos, aunque más moderada que la del PRC-8, que se ha visto afectada por una menor oferta de este tipo de pagarés.

- Hacia adelante, se mantienen expectativas de estabilidad para la Tasa de Política Monetaria (TPM). La curva forward muestra, al igual que en septiembre, que la tasa de política monetaria se mantendrá estable hasta fines de año, con un incremento de 50 puntos base en el primer semestre del próximo año y otros 25 puntos adicionales en la segunda parte del 2002. Algo similar se aprecia en la encuesta de expectativas de noviembre, indicando un aumento de 50 puntos base durante el próximo año.
- El comportamiento de los agregados monetarios más líquidos —circulante y M1A— sorprendió durante octubre, al no revertirse la habitual expansión por factores estacionales asociados a septiembre, manteniendo, por el contrario, el dinamismo de los meses previos. El M1A, aunque mostró una caída mensual del orden de 1%, mantiene variaciones reales anuales por sobre el 20%. Los agregados monetarios más amplios también se expandieron, destacando la recuperación de los depósitos a plazo en pesos, dólares y reajustables.
- Las colocaciones totales registraron un comportamiento dinámico durante octubre, debido principalmente a la recuperación de las colocaciones en moneda nacional, tanto efectivas como hipotecarias. En tanto, las colocaciones destinadas al sector privado anotaron nuevamente un aumento en los créditos a empresas junto a un estancamiento en los destinados a consumo (información a septiembre).
- Aunque la inestabilidad en Argentina sufrió un brusco aumento tras el anuncio de reprogramación masiva de los pasivos del gobierno, el peso hasta ahora se ha mantenido estable. En efecto, desde principios de año se aprecia una cercana relación entre el spread soberano argentino y el valor del dólar en Chile, relación que no parece estar operando en los últimos días.
- De las otras monedas que componen el TCM5, el euro y la libra esterlina se han apreciado respecto del dólar, en tanto que el yen ha perdido valor respecto del dólar en las últimas semanas, debido a intervenciones del Banco de Japón.
- Dada la cotización actual del peso chileno, entre \$710 y \$715 por dólar, los contratos forward peso-dólar muestran una relativa estabilidad para un período inferior a 30 días. Expectativas para mayores plazos, señalan una leve apreciación del peso inferior a 1% respecto del dólar durante los próximos 6 meses. Esta trayectoria se encuentra en línea con el diferencial real externo, que se ha vuelto aún más negativo, apuntando a una apreciación real del peso en el mediano plazo.
- Los índices de actividad bursátil reflejaron durante octubre una leve recuperación respecto de la caída de dos dígitos del mes anterior, con expansiones de 4,4% (IPSA) y 2,2% (IGPA), dentro de las cuales destacó la evolución del sector minero (11%). La comparación con indicadores bursátiles de otros países, indica que la evolución del IPSA ha estado dentro del promedio. En efecto, con posterioridad a los atentados de Estados Unidos de América, el Dow Jones cayó 3,5% y el Nasdaq se mantuvo relativamente estable, en tanto que el IPSA —medido en dólares— cayó 15%.

Actividad y Empleo

Actividad y Gasto

- La actividad económica presentará una trayectoria moderada hacia fines del año, donde las exportaciones tendrán el mayor dinamismo, en tanto que la formación bruta de capital fijo anotará una declinación hacia el último cuarto del año. El tercer trimestre continúa entregando indicadores menos favorables que los esperados en el Informe de Política Monetaria de septiembre. En agosto, la actividad económica y el gasto interno tuvieron trayectorias bajo lo esperado, con variaciones del Imacec de 2,8% y del gasto de 4,0% en 12 meses. De acuerdo a la información disponible, para septiembre se espera un crecimiento inferior.

- Las expectativas para el cuarto trimestre son algo más favorables, con un crecimiento proyectado para el PIB del orden de 3,0% en el segundo semestre. Se espera que el gasto se incremente en 0,6% en el segundo semestre, expansión explicada fundamentalmente por la expectativa de un repunte en el cuarto trimestre (1,7%).

Demanda Interna

- La última información disponible señala que los indicadores reales muestran comportamientos disímiles. Por un lado, las ventas del comercio minorista (CNC) de septiembre mantuvieron la trayectoria ascendente de los meses previos (3,6% anual), en tanto que las ventas de supermercados presentaron una evolución más pausada (1,5% anual). Estas cifras denotaron un importante crecimiento del componente distinto de las ventas de supermercados, dada la alta participación de éstas en el índice global.
- En términos de la industria, tanto las ventas como la producción registraron reducciones en sus ritmos de crecimiento. Sin embargo, los componentes del gasto en consumo más sensibles al tipo de cambio, como son las importaciones de consumo y ventas de vehículos nuevos, siguen mostrando las mayores caídas en el margen (disminuciones en 12 meses de 11,2% y 23,5%, respectivamente). Esto revela que en algún grado se estaría produciendo sustitución desde productos importados hacia productos de origen doméstico.
- Un proceso de sustitución similar al que se aprecia en los indicadores de consumo se puede estar observando en el componente de maquinaria y equipos de la formación bruta de capital. En efecto, las ventas de bienes de capital de la industria muestran un ritmo importante de crecimiento, lo que se contrapone con un comportamiento plano de las importaciones de bienes de capital. En todo caso, el margen para sustituir maquinaria importada por nacional no es muy grande.
- Septiembre fue un mes poco dinámico para el sector inmobiliario en general, verificándose caídas en las ventas y el stock en relación con los meses previos. En todo caso, la mayor disminución de las ventas hace que el número de meses necesarios para agotar el stock aumentara hasta llegar a 20 meses. Si bien la información de permisos de edificación de septiembre arrojó un bajo crecimiento en relación con los niveles anteriores, permiten seguir previendo un cuarto trimestre del presente año y primer trimestre del 2002 algo más favorables. Estos permisos acumulan un aumento de 4,3% en lo que va del año, encontrándose la mayor alza en el destino de vivienda, donde la superficie de permisos ha crecido 8,7% durante el año.
- El catastro de proyectos de inversión de septiembre mantiene, en términos generales, el volumen adelantado en el Informe de Política Monetaria de septiembre. No obstante, se verifica una disminución para los próximos años, debido a postergaciones en los sectores inmobiliario residencial, obras públicas e hidroeléctrico. A partir de los años 2003 y 2004 se registran incrementos importantes en la inversión, tanto desde la perspectiva de la consolidación de las inversiones iniciadas previamente, como por el desarrollo de nuevos proyectos.
- En términos de magnitud, continúan destacando para los próximos dos años los proyectos en los sectores minero, inmobiliario y de obras públicas, asociados a los procesos de licitación de obras viales y sanitarias. De igual modo, las inversiones esperadas en los sectores de la industria forestal y energía, tienden a incrementarse sustancialmente en el 2002, fenómeno que se fortalece el 2003. Por otra parte, destaca para el 2002 la inversión en puertos —Proyecto Mejillones— fenómeno que no se reedita al año siguiente. Finalmente, la inversión en telecomunicaciones continúa mostrando una declinación.
- Respecto del sector externo, durante el tercer trimestre las cantidades exportadas crecieron 5,8% anual (8% promedio anual). En términos desagregados, las exportaciones "resto" continúan siendo las de mayor dinamismo en términos de quantum, con un crecimiento de

orden de 10% en el trimestre (15% promedio anual). Las principales alzas se dieron en sectores que, en general, experimentaron importantes caídas en sus precios durante el período (pesca extractiva, forestal y muebles de madera, celulosa y alimentos y bebidas). Los quantum de importaciones, en tanto, cayeron 2,4% anual en el tercer trimestre. Los bienes intermedios fueron los que acusaron la mayor disminución de las cantidades (3,8% anual), con caídas similares tanto en los combustibles, como en el resto.

Mercado Laboral

- A pesar de las expectativas de mejoramiento de la situación en el mercado laboral indicadas en el Informe de Política Monetaria de septiembre, en el trimestre móvil julio-septiembre se rompió la tendencia de caída en la desocupación (desestacionalizada) observada desde el segundo trimestre. La tasa de desocupación nacional aumentó de 9,7% (junio-agosto 2001) a 10,1% (julio-septiembre 2001). Esta situación, más que por un aumento de la cesantía, tiene que ver con el incremento de la fuerza de trabajo y del número de personas que buscan empleo por primera vez.
- En efecto, el número de ocupados disminuyó sólo 0,4% respecto del trimestre anterior (menos 2 mil personas ocupadas). Los planes de empleo gubernamental aumentaron en 15 mil personas en el mismo período, por lo que la caída del empleo correspondió exclusivamente a una destrucción de puestos de trabajo del sector privado. Con respecto de igual lapso del año pasado, el empleo se incrementó en 83 mil plazas de trabajo (1,6%), de las cuales 91% correspondió al aumento de los programas públicos y municipales.
- La fuerza de trabajo aumentó 0,9% en términos anuales y 0,4% respecto del trimestre anterior. Eliminando los efectos estacionales, el incremento en doce meses de la fuerza de trabajo es el más alto registrado desde el trimestre mayo-julio de 2000, provocando que la creación de empleo sea apenas suficiente para absorber el incremento de la fuerza laboral.
- Al comparar la ocupación por sectores económicos con el trimestre inmediatamente anterior, se observó un incremento de la ocupación en minería (1,9%) y servicios (1,1%). Aunque los demás sectores presentaron caídas, no se percibe un cambio de tendencia mayor en sectores importantes como la industria y la construcción.
- Respecto de las perspectivas del mercado laboral, se espera que la tasa de desempleo del trimestre móvil finalizado en septiembre sea la más alta del año, por el efecto de la estacionalidad en los próximos meses. A partir de octubre y hasta fines del verano del 2002, se debiera observar una baja sostenida en la desocupación. No obstante lo anterior, el escenario futuro del empleo continúa siendo de moderada expansión, debido al ritmo previsto de crecimiento global de la actividad.
- Existe también algún grado de incertidumbre respecto al impacto que tendrá en el empleo hacia fines de año la reforma laboral.

Precios y Costos

- La inflación de octubre (0,1%) estuvo determinada por el descenso del precio de los combustibles (-5,1%), a lo que se sumó un incremento menor al esperado en el precio de los productos perecibles. El tipo de cambio continuó afectando las tarifas de algunos servicios regulados (teléfonos y agua potable), hecho que determinó el aumento del IPCX en el mes (0,4%). Medidos en términos anuales, el IPC descendió a 3,4%, mientras que el IPCX subió a 3,8%.
- El retraso en las cosechas de algunas frutas y verduras de la temporada provocó que en octubre no se produjera el habitual aumento en el precio de los perecibles. Este incremento debería trasladarse hacia los meses de noviembre y diciembre, traspasándose la estacionalidad

negativa de dichos meses hacia el primer trimestre del 2002.

- En cuanto al tipo de cambio, hasta ahora sólo se ha observado el efecto de su aumento en las tarifas de los servicios regulados (teléfonos y agua potable en octubre). Para los meses venideros, no se anticipan cambios significativos derivados de este factor.
- En términos de salarios, durante septiembre se mantuvieron los efectos de las cláusulas de indización sobre los salarios nominales. La menor inflación registrada en los últimos meses provocó que los salarios nominales exhibieran menores tasas de crecimiento en lo más reciente. Es por tal motivo que tanto el Índice Nominal de Remuneraciones, como el Índice Nominal del Costo Mano de Obra, experimentaron por tercer mes consecutivo disminuciones en sus tasas de crecimiento anuales. Se espera que en los próximos meses la aceleración de los salarios privados se mantenga en línea con la inflación observada durante el primer semestre del 2001.

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

- Se señala que, de acuerdo a lo expuesto por la División Estudios, existen riesgos tanto de menores como de mayores presiones inflacionarias. El primer riesgo de menor presión inflacionaria se origina por una situación externa que se perfila peor de lo anticipado, a través de dos dimensiones que impactan de manera relevante: 1) menor crecimiento mundial, con una recuperación que podría comenzar más allá del segundo o tercer trimestre del próximo año; y 2) menor precio de las exportaciones. Se indica que ambas situaciones tienen efectos de ingreso negativos para la demanda agregada, por lo que significan menores presiones inflacionarias.
- Una segunda fuente de menor inflación es un posible menor crecimiento del PIB y del gasto doméstico. Un tercer punto que está relacionado con el primero, es el peligro de que se esté entrando a un régimen global distinto de deflación mundial en países incluso tan importantes como Estados Unidos de América. La cuarta fuente de menores presiones inflacionarias tiene que ver con lo que se discutió respecto de la posible caída en los costos del transporte público, tanto por combustible, como por un menor costo en la reposición de los vehículos.
- En relación a los riesgos de mayores presiones inflacionarias, se indica en primer lugar el menor crecimiento del PIB potencial. Se mencionó el caso de la inversión que está creciendo negativamente en el cuarto trimestre del 2001, por lo que ello involucra una revisión, al menos en el margen, del exceso de capital. Esto hace que la brecha futura sea menor e implique mayores presiones inflacionarias en adelante.
- El segundo punto es el crecimiento del M1A a dos dígitos, aunque se cree que este riesgo es menor ante la evidencia de un cambio de comportamiento de los agentes ante tasas de interés muy bajas. El tercer riesgo se refiere a los efectos inflacionarios rezagados de la fuerte devaluación del peso de las últimas semanas, situación que podría empeorar ante la convulsionada situación externa.
- Otro factor dice relación con las expectativas de inflación, las que han aumentado desde mediados del presente año en 60 puntos base para el año calendario que va desde diciembre 2001 a diciembre 2002.
- La quinta fuente de mayor riesgo inflacionario viene por el lado del relajamiento de la tasa de interés real de política, implícito durante los últimos meses. Esto ha sido significativo si se toma como ancla las expectativas de inflación del sector privado detectadas en las encuestas.
- Otro de los asistentes a la reunión destaca que el signo de las revisiones del escenario internacional apunta claramente hacia un menor crecimiento y menores presiones inflacionarias

en Chile respecto de lo que se preveía hacía un mes. Además, se manifiesta que algunos bancos de inversión han comenzado a prever que Europa está entrando a un período de recesión técnica, por lo que, de generalizarse, se estará hablando muy pronto de una recesión simultánea en Estados Unidos, Europa y Japón, con las consiguientes consecuencias en el resto del mundo.

- Se comenta que el precio del cobre ha continuado cayendo, ubicándose ahora en torno a los 60 centavos de dólar la libra del metal. Este valor no se observaba desde hace 15 años en términos nominales y ha llevado a revisar a la baja los valores proyectados para el próximo año. A su vez, el precio del petróleo ha vuelto a caer y ahora se ve mas improbable que antes, que la OPEP sea capaz de mantener el precio del crudo dentro de la banda de referencia de entre US\$22 y US\$28 por barril. De mantenerse estas expectativas, se compensarán en parte los efectos negativos del precio del cobre antes mencionado. Se señala que un elemento adicional, que apunta en la misma dirección, aunque en una magnitud menor, son las reducciones por sobre lo esperado que se están observando en las tasas de interés de política de los principales bancos centrales del mundo.
- Se destaca que durante la última semana se ha observado un evento notable, que es la ausencia de elementos de contagio financiero hacia Chile y otros países por los desarrollos en la economía argentina, que en la práctica ha comenzado un proceso de cesación parcial de pagos de su deuda interna y externa. En los días recientes, las monedas y los bonos de deuda de Chile y otros países, incluso Brasil, no sólo no han caído, sino que también se han valorizado.
- Respecto del efecto sobre el producto potencial del menor crecimiento esperado para este año en la formación bruta de capital fijo y por consiguiente, en el impacto que ese efecto puede tener sobre las presiones inflacionarias, se indica que la magnitud del riesgo por esta vía es sustancialmente inferior al riesgo de una menor brecha causada por un menor crecimiento de la demanda.
- En cuanto a la percepción de que el mercado ha aumentado sus expectativas de inflación hasta el límite de la banda, se señala que las cifras provenientes de la valoración de los instrumentos financieros, tales como los PDBC a 360 días y la tasa activa bancaria, apuntan a una tasa de inflación esperada para el próximo año que ha venido cayendo en las últimas semanas y que se ubica actualmente en el rango de 3,0% a 3,5%. Estas proyecciones implícitas son plenamente consistentes con las proyecciones del Banco Central.
- Existe consenso entre los asistentes en que se está viviendo un período en el cual el contexto internacional se ha deteriorado más allá de todo lo que se pudo prever. Se manifiesta que existe un deterioro de términos de intercambio que va a ir más allá de las proyecciones de un mes atrás y un precio del petróleo que se ha estabilizado, a lo cual se agregaría un elemento que no está señalado en el Informe, sino más bien implícito en él, y es el hecho que uno de los posibles desenlaces de la situación argentina sea un default desordenado que signifique básicamente la virtual desaparición del mercado de bonos emergentes, lo cual indudablemente avanza en la dirección de desacelerar la demanda externa junto con mayores presiones inflacionarias.
- Se indica que hay preocupación acerca de este tema fundamentalmente porque las presiones del mercado cambiario son significativas. En síntesis, se concluye que se está frente a un shock de oferta donde no hay elementos de demanda, por lo que la política monetaria no es la herramienta ideal para enfrentarlo y simplemente se debiera esperar a que este shock de oferta sea absorbido. En lo que hay verdadera preocupación es por las expectativas inflacionarias y la pérdida del ancla nominal, pues recuperarla puede significar una política monetaria mucho más drástica de la que se podría aplicar en la actualidad.
- Uno de los asistentes a la reunión percibe que existe un tono algo pesimista en el informe presentado respecto del comportamiento de las variables domésticas. Se refiere, por una parte,

al empeoramiento importante de las perspectivas y de las percepciones de los hogares. Comenta que no existe evidencia clara para fundamentar esta afirmación, a excepción de la encuesta de Percepción Económica de la Universidad de Chile que es muy puntual.

- Por otra parte, el segundo punto de discrepancia se refiere a las holguras prevalecientes en la economía chilena. Si se trata de cuantificar las holguras físicas del capital, no existe evidencia clara de la existencia de restricciones, pues respecto de la maquinaria, no existen en la actualidad barreras en el sector externo para importarla, ni tampoco para el acceso a financiamiento.
- Otro tipo de restricción para el capital es el sector construcción. Este sector, probablemente, tiene una holgura mucho mayor que la de otros sectores de la economía, por lo tanto, si se estuviera en presencia de una real restricción por el lado de los recursos, existe la impresión que la economía actualmente se encuentra en mejores condiciones para enfrentar esa situación, de la que se estaría si, por ejemplo, el sector construcción trabajare a plena capacidad o si el sector externo estuviere relativamente restringido, porque de esa manera, el capital resultaría más rígido que en las condiciones actuales.
- Existe el convencimiento que lo que más marca la coyuntura actual es el elevado nivel de incertidumbre. Pocas veces se enfrentan un número tan vasto de factores que pueden ir hacia el alza o a la baja. A modo de ejemplo, la aversión al riesgo de los inversionistas, en general, puede evolucionar de muy diferentes maneras. Si la guerra contra el terrorismo se prolonga, pero no existen nuevos actos terroristas y el conflicto está más limitado a Afganistán, es probable que lentamente la calma vuelva a los mercados y la confianza de los consumidores permita que la economía americana tenga una evolución más con curva tipo V que U.
- En este mismo escenario se cree que podría haber un retorno de los capitales a las economías emergentes, lo que generaría un escenario más virtuoso de presiones a la baja en el tipo de cambio y presiones un poco más expansivas en la demanda.
- Por otra parte, se argumenta que se percibe una sensación de que la inercia existente actualmente en la economía chilena es muy fuerte, aunque no es claro si es mayor o menor si se compara históricamente o con otras realidades. Pero sin duda alguna, se indica, que entre más inercia exista en los mercados de factores y productos más complejas tienden a ser las decisiones monetarias.
- Se destaca la credibilidad que ha tenido el Banco Central en momentos en que ha habido un aumento en las perspectivas de inflación y, además, porque ha habido indicadores, como el precio del dólar, que en oportunidades del pasado habrían hecho, seguramente, que la inflación hubiere variado mucho más rápidamente de lo que ha ocurrido en el último tiempo. Se considera que ello constituye una señal en cuanto a que el esquema de política que existe es bastante fuerte como para absorber este tipo de choques, y representa una señal de éxito del conjunto de la política seguida por el Banco, especialmente en materia de tipo de cambio flotante y metas de inflación.
- Respecto de la cantidad de dinero y los indicadores de anticipación, no se ve en ninguno de los canales de transmisión, ni por el efecto portafolio en el precio del dólar, ni por el efecto directo sobre el gasto, que signifique una influencia que pueda estar presionando la tasa de inflación más allá de lo previsto. El punto podría ser de que han cambiado los efectos de rezagos y que ahora ellos afecten en un lapso más largo de tiempo, por lo que esos cambios en la cantidad de dinero que se produjeron, básicamente, el año pasado, y han significado grandes aumentos en doce meses, sólo van a transferirse a inflación mucho más tarde de lo que habría ocurrido en períodos normales. Con todo, se manifiesta que no se observa en la actualidad que se esté enfrentando un riesgo serio de inflación acelerada y persistente, aunque sí estaría presente una aceleración transitoria de la inflación.
- Las perspectivas de la actividad interna del próximo año también tienen un cierto riesgo de que

el crecimiento doméstico sea un poco más lento; hecho que contribuye a mantener la inflación dentro del rango meta. Se considera que la única eventualidad negativa que existe en la actualidad es la del traspaso del tipo de cambio a inflación. No obstante, lo que se ha visto en el último tiempo es que los coeficientes de traspaso no son tan elevados ni mecánicos como podría haberse esperado en el pasado, así como también las buenas noticias en materia de inflación, como se ha visto en los dos últimos meses, significan cierta tranquilidad.

- Respecto del desacoplamiento con Argentina se señala que no hay que sobredimensionarlo en demasía. Puede estar sucediendo un alto acoplamiento de Chile con Brasil, y que a través de este último país se haya producido el desanclaje de los desequilibrios observados en la economía argentina.

OPCIONES

- El Informe presentado da cuenta de la asimilación por parte del mercado de un escenario cuasi recesivo a nivel global que se prolongaría hasta por lo menos la mitad del próximo año, y de los significativos efectos de este escenario sobre la economía local. Así, las tasas de interés de largo plazo exhiben en la actualidad niveles históricamente muy reducidos y las proyecciones de crecimiento se han estacionado en un rango entre 3% y 3,5% para este año y el próximo.
- La inflación proyectada, por su parte, mantiene una trayectoria en forma de montaña, tanto la que se deriva de los pronósticos internos como aquellos de la encuesta de expectativas. Sin embargo, hay, especialmente en el caso de las expectativas de mercado, una percepción de que la cima de esa montaña puede prolongarse durante todo el próximo año, a algo así como una meseta bordeando el techo del rango meta. ¿Qué elementos son claves al respecto? Como siempre, el valor supuesto para el tipo de cambio en los siguientes dos años es muy relevante. La mantención en valores de \$715 por dólar acarrea un riesgo mayor de inflación cerca y por encima del 4%, que los valores más cercanos a \$700 considerados un mes atrás. Pero el desacoplamiento aparente entre el tipo de cambio en Chile y la situación argentina que se ha observado en los últimos días, unido a la leve apreciación que anticipan los contratos forward a más de seis meses, puede estar indicando que niveles del tipo de cambio muy por sobre los \$700 son poco probables de perdurar. Sin embargo, no es un riesgo descartable.
- Otro elemento que ha sido aludido por quienes esperan un recrudecimiento importante de la inflación el próximo año (y que también se indica como un factor detrás de la depreciación del peso) es la fuerte expansión monetaria observada hasta ahora, a través de un canal de transmisión estrictamente monetario. Si bien es indudable que la expansión de los agregados monetarios ha sido notable, no existe evidencia sólida que avale la hipótesis que se está en presencia de un fuerte desequilibrio monetario que deprecia el peso y afectará a la inflación más temprano que tarde.
- El flojo comportamiento de la demanda interna tampoco revela que el supuesto "exceso" monetario se esté canalizando por ese canal de transmisión, lo cual en sí constituye un tercer aspecto clave para proyectar la inflación y la compensación que por esta vía habría respecto de los efectos al alza sobre los precios proveniente de la depreciación del peso. Sin embargo, como se mencionó en el Informe y se aludió también el mes pasado, es importante en esta dirección no perder de vista que el crecimiento potencial también se está ajustando a la baja (la inversión tendrá un crecimiento negativo en el último trimestre, por ejemplo), por lo que la evaluación de los niveles de holgura prevalecientes en la economía debe ser cuidadosa y permanente.
- Finalmente, no se puede dejar de mencionar que la actual postura de la política monetaria es expansiva, lo que se deduce tanto del hecho de que la tasa de política monetaria es baja con relación a parámetros históricos (acentuado esto recientemente por el aumento en la tasa esperada de inflación a un rango entre 4 y 3,5% en un horizonte de 1 a 2 años), como de la pendiente de la curva de rendimiento (tasa de política monetaria real ex ante entre 2,5% y 3%, tasas largas en UF entre 4,8%, a 8 años, y 5,3% a 20 años). Es cierto que si verdaderamente el

crecimiento potencial se ha reducido más allá de lo previsto y en forma más persistente, el grado de expansividad de la política debe ser revisado. Pero esto ya puede estar incorporado en la baja de las tasas de interés de largo plazo observada en las últimas semanas.

- En suma, las opciones de política monetaria parecieran seguir abiertas como en meses recientes. Sin embargo, el aumento (todavía no muy sustancial) en las expectativas de inflación a uno y dos años plazo y el tránsito por varios meses de la inflación esperada por el mercado en el borde superior del rango meta, hacen en esta oportunidad descartar la opción de reducir la tasa de política monetaria. De este modo, las opciones más plausibles serían las de mantener o aumentar. El mercado espera mayoritariamente que se opte por mantener la tasa hasta al menos comienzos del próximo año (a pesar del riesgo de un aumento en la inflación), pero ésta es una expectativa respecto del manejo de la política monetaria y no necesariamente una expresión de lo que los analistas consideran recomendable. El riesgo de mantener hoy la tasa de política monetaria es postergar una decisión que después necesitará ser más drástica si la inflación efectivamente sube en el curso de 2002 y termina desanclando las expectativas. El riesgo de la opción de aumentar hoy es afectar prematuramente a una demanda interna que sigue en un camino de muy bajo crecimiento, junto a apreciar levemente a un tipo de cambio que ya da signos de mayor estabilidad; ambos elementos apuntan a menores presiones inflacionarias. Este último riesgo parece ser todavía más relevante, por lo que la mantención de la actual tasa de política monetaria es razonable.

ACUERDO

El Consejo, por unanimidad de sus miembros, acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en su actual nivel, esto es 6,5% anual. Asimismo, los tramos de la línea de crédito de liquidez permanecen inalterados.