

M I N U T A

Acta correspondiente a la Sesión Ordinaria de Política Monetaria N° 29 celebrada el 19 de febrero de 2002

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

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

1. ACUERDO : Se acuerda rebajar la tasa de interés de política monetaria desde 6,0% a 5,5% anual.
2. MATERIA : Reunión Mensual de Política Monetaria correspondiente a febrero del 2002.
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 febrero del 2002:

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. 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 Estados Unidos, 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 centavos 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 norteamericana, el sorprendente crecimiento hacia fines del cuarto trimestre se explicó esencialmente por un incremento muy importante de algunos componentes específicos del gasto en consumo durable, mientras que la inversión siguió mostrando niveles deprimidos. 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.
- En el frente doméstico, 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 construcción muestra niveles bajos de actividad, lo que se refleja en que la velocidad de venta del stock de viviendas se ubica prácticamente en 22 meses, mientras que los permisos de edificación y los insumos del sector han quebrado la tendencia creciente que tuvieron durante el año 2001.
- Estos desarrollos ponen una nota de cautela respecto de las perspectivas para el empleo en la construcción, mientras que en los otros sectores que crearon empleos el año pasado, como industria y 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. 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 de expectativas 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 por dólar 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 provenientes de Argentina y su impacto en Brasil.

- En suma, aunque las perspectivas globales para la economía no difieren de forma sustancial respecto del 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 Informe de enero, 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 el 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.
- 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 Estados Unidos se mantiene constante, ello induciría algo menos de presión inflacionaria doméstica. Por otro lado, la posibilidad de turbulencias financieras mayores en Brasil, por un escenario eleccionario incierto, puede inducir a una depreciación adicional del peso y del real.

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 los principales socios comerciales de Chile 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 las 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 los US\$20 por 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 tasa 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 denominado "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 brasileño continúa 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 base, 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 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. 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 por dólar 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

- De acuerdo a las cuentas nacionales con base en 1986, 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.

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 en noviembre y diciembre 25% anual.
- 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.

- 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).

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%).
- 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 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 que han tenido en los meses más recientes, puede anticipar una fuerte caída en la ocupación de este sector durante el segundo trimestre del año 2002.
- 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 finalizado en 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 macroeconómico 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 del año 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 -0,15 puntos porcentuales 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 mensuales 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, su tasa de variación mensual anualizada indica niveles similares a los observados en el pasado.
- Las expectativas del sector privado respecto de la inflación han mostrado significativos ajustes. Si bien, la encuesta de expectativas que efectúa el Banco Central 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%, provocó parte importante del mencionado incremento.

- En cuanto a las remuneraciones reales, al aumento nominal de diciembre se sumó una caída en la inflación, con lo que 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 prevé que en los próximos meses se registre un menor crecimiento de los salarios nominales, dada la menor inflación observada durante los últimos meses.

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

- Uno de los asistentes manifiesta su preocupación respecto de la falta de respuesta de algunas tasas de interés respecto de la evolución de la tasa de interés de política monetaria y de los documentos del Banco Central. Señala que sólo en las colocaciones no reajustables de 30 a 89 días se aprecia una baja del orden de 400 puntos base, la que está explicada por la inflación negativa del mes de enero comparada con la inflación positiva de enero del 2001.
- A lo anterior se acota que se trata de un punto que ha aparecido en forma reiterada referido a la transmisión de la política monetaria y se piensa que es algo que ha estado permeando la discusión sobre la eventual efectividad o ineffectividad de los movimientos de política monetaria. Se 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 en la economía.
- Respecto de ello, se manifiesta que se pueden clasificar tres canales tradicionales de transmisión de la política monetaria. El primero: de los agregados monetarios y del crédito. Tanto los agregados monetarios M1A, como el crédito, han crecido en forma significativa por encima del crecimiento del PIB nominal. El M1A se ha expandido sobre un 17%, el M7 ha crecido en torno a 8% ó 9%; el crédito cerca de 5,5%. De esta forma, se indica que un primer factor es que durante el 2001 respecto de los agregados monetarios, ha habido una expansión por encima del promedio. Ello se puede atribuir a que ha existido sustitución del financiamiento externo, compensando otros factores que están presentes en la situación internacional como lo es la restricción del crédito externo. Se manifiesta que esto tiene un impacto negativo sobre la demanda. En todo caso, se cree que no hay que perder de vista que este canal de transmisión de la política monetaria ha estado funcionando correctamente.
- El segundo canal se asocia al tipo de cambio. Se señala que ha habido una depreciación importante del tipo de cambio lo que sin duda ha tenido efectos sobre la demanda externa neta. Se observa 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.
- El tercero se refiere a 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 y que argumentaban que ahora la política monetaria es más contractiva, dada la mayor pendiente de la curva de rendimiento. Ese factor, que en algún momento estuvo presente, se ha corregido en los últimos meses. En segundo lugar, respecto de las tasas de las letras de crédito, también se señala que, 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%, se trata de instrumentos que ya están con tasas por debajo del 6%. Por su parte, las familias que han sido emitidas con tasas del orden de 6% a 8%, están en valores del orden de 6,5% y no debieran bajar de esos niveles porque tienen una opción de recompra a

esos niveles. En consecuencia, se concluye que en este mercado se ha observado la disminución esperada en las tasas de interés. 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 de interés de largo plazo.

- En relación con las tasas de interés del sistema financiero, se considera que la evidencia disponible sobre los márgenes, independientemente de las informaciones sobre operaciones puntuales de un mes, indica que el margen de intermediación bruto del año 2001 para el sistema financiero fue del orden de 5%. Este margen es equivalente al que ha tenido en promedio el sistema entre el año 1997 y el 2000, y es 30 puntos base más alto que el que existía en el año 2000 (4,7%). Se indica que, sin duda, ha existido un incremento, pero que no se condice con la disminución que en el mismo período han tenido las tasas de interés de política monetaria y de captación del sistema en general, que 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. Se manifiesta, sin embargo, que esto no es impedimento para decir que en ciertos segmentos del mercado sí se están viendo tasas que permanecen altas las que no han disminuido, como se ha señalado, especialmente en el mercado de colocaciones de consumo en pesos, de plazos superiores a un año. Pueden haber factores puntuales relacionados a esos efectos, pero se 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 es imposible argumentar que la cadena se ha roto.
- En relación con el escenario central propuesto en enero, uno de los participantes sostiene que el diagnóstico planteado en sus aspectos de causas o fenómenos subyacentes, sigue plenamente válido. Se señala que el fenómeno más sustantivo, y aquí se cree que hay un salto cualitativo respecto de las cifras que se observaban en enero, es la baja radical, drástica e importante que hay en materia de expectativas de inflación de la tendencia inflacionaria. Si bien se puede argumentar de que la inflación subyacente todavía está apuntando en el mediano plazo hacia el 3%, se piensa que aquí 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 se habían tenido cifras inflacionarias que estaban moviéndose en el rango de entre 3% y 4% e incluso por sobre 4%. Ahora se tienen cifras inflacionarias que se están viendo claramente entre 2% y 3%, con expectativas de inflación claramente en ese rango. Si se toma solamente esta información como relevante, probablemente lo que eso indica es que se trata de 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.
- A lo anterior se acota que en comparación con enero, donde se registran las principales novedades relacionadas con la menor expansión de la demanda interna es en los componentes que se definen como inversión, pues se continúa con un proceso de desacumulación de inventarios, con una caída importante de la inversión en capital fijo. En cambio, se señala que el consumo muestra una tendencia bastante más estable y que está directamente relacionada con la evolución del empleo y los salarios.
- Respecto de si las bajas de tasas de interés han sido en magnitud apropiada y oportunas, se manifiesta que para eso se tiene que observar 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 otros factores que son parte normal de este proceso. Hay que considerar que desde fines de 1998 se han producido en la economía chilena, 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, se 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 una preparación previa al mercado para este cambio, que no causó ninguna alteración en la economía. De modo que en este ámbito, se manifiesta que no se perciben problemas que estén repercutiendo en el resto de la economía.
- En relación con la regla fiscal, se desconocen las implicancias exactas sobre la expansividad de esta política, respecto de la conducta fiscal de períodos anteriores. En todo caso, el déficit estructural vigente, no es muy diferente del logrado en promedio durante la década pasada.
- En este aspecto se indica que permite amortiguar los ciclos económicos y aumentar en forma notable la certidumbre respecto del curso futuro de dicha política, 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. De esta forma, se manifiesta que 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.
- Se manifiesta que 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 prevaleciente. La composición deseada del stock se va concretando al ritmo del flujo, de modo que aquí hay un proceso lento de transformación de deuda desde aquella reajutable a una denominada en pesos, que va a estar presente todavía por algún tiempo.
- En términos generales, se indica que la actividad está débil y la desaceleración probablemente ha sido mayor de lo esperado. Por el lado de la inflación se encuentra cómodamente dentro del rango meta y si hay posibles desviaciones, serían hacia su límite inferior.
- Desde el punto de vista de las variables financieras, se observa que las tasas de interés reajustables han sido impactadas al alza por las variaciones negativas de la UF, y en conjunto con expectativas inflacionarias decrecientes la tasa de interés real ha estado subiendo.
- Finalmente, se indica que 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.

OPCIONES

- En enero del 2002 el Consejo de Banco Central decidió reducir la tasa de interés 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 el bienio 2002-2003.
- 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.

- 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 escenario base del Informe de Política Monetaria de enero. Esto involucraría menores presiones inflacionarias durante los próximos trimestres, lo que se suma a una inflación efectiva que ha seguido la moderada trayectoria prevista en el Informe de enero 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:
 1. 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 del 2002.
 2. Una caída muy significativa (25%), en las ventas de bienes de capital en noviembre y diciembre del 2001.
 3. Una intensa caída en permisos de edificación, 40% (habitationales) y 64% (establecimientos) en diciembre del 2001.
 4. Un fuerte incremento en el stock de viviendas disponibles a fines del 2001.
 5. Una débil producción manufacturera en diciembre del 2001.
 6. Una caída hasta la fecha de los índices accionarios chilenos entre 5% y 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:
 1. Una profundización de la disminución del spread soberano hasta niveles de 140 puntos base en el caso del bono Chile 2009.
 2. 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 los provenientes de otros países.
 3. 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, especialmente las implícitas en los premios de documentos nominales.
- 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.

- 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.
- 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.
- 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.
- Una reducción pequeña (de 25 puntos base) probablemente sólo induzca a expectativas de reducciones adicionales en la tasa de política monetaria constituyendo, 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 la opción intermedia planteada, que alcance a 75 puntos base, señalaría que el Banco Central estima que existe un cambio de magnitud en el escenario de crecimiento e inflación, siendo aún temprano para señalar que efectivamente se ha producido un nuevo escenario central, muy distinto al del Informe de Política Monetaria de enero pasado.
- En conclusión, la reducción de 50 puntos base parece ser la más recomendable. Es también un relajamiento monetario acorde con las expectativas de inflación y de tasas de interés, no constituyendo 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.

ACUERDO

- 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.