



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 27
DE POLITICA MONETARIA
celebrada el 13 de diciembre de 2001

En Santiago de Chile, a 13 de diciembre de 2001, 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 Felipe Morandé Lavín;
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 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° 26, celebrada el 8 de noviembre de 2001.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo el Proyecto de Acta de la Sesión N° 26, celebrada el 8 de noviembre de 2001, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

II. Resolución sobre Minuta del Acta correspondiente a la Sesión N° 25, celebrada el 9 de octubre de 2001.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo la Minuta correspondiente al Acta de la Sesión N° 25, celebrada el 9 de octubre de 2001, la que se aprueba sin observaciones.

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

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de junio de 2002, para el día 13 de ese mes.



BANCO CENTRAL DE CHILE

IV. Exposición.

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

SÍNTESIS DEL MES

Luego de los atentados del 11 de septiembre del año en curso y de la acentuación de las turbulencias financieras en economías vecinas, el tipo de cambio en Chile sufrió una importante depreciación. En forma coherente, las proyecciones de inflación del Banco Central consignaron el efecto de esta depreciación adicional a la observada hasta entonces, previéndose que la inflación anual aumentaría transitoriamente en el curso de 2002 hasta sobrepasar levemente el techo del rango meta antes de caer hacia fines de ese año, para finalmente converger a 3% a fines de 2003. Esta trayectoria proyectada de la inflación era compartida por la mayoría de los analistas. Sin embargo, la magnitud de la aceleración inflacionaria esperada por el mercado superaba las proyecciones del Banco Central y algunos analistas advirtieron de tasas de inflación que, incluso, podrían llegar a 5% en 2002.

Contrariamente a lo esperado, el aumento en la intensidad de los problemas de Argentina y los esfuerzos en marcha de reestructuración de su deuda interna y externa, lejos de traer más presión sobre los mercados 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 en 6,9% entre fines de octubre y la primera semana de diciembre. Junto a ello, parece persistir un panorama de precios deprimidos para el petróleo, en línea con las dudas respecto de la capacidad de la OPEP de coordinar un recorte de producción amplio y sustancial. Se anticipa que el año 2001 cierre con una inflación anual de 2,9%, por debajo de las proyecciones del último Informe. Más allá de estos fenómenos coyunturales, se aprecia hacia el futuro un debilitamiento de las presiones inflacionarias de mediano plazo.

Entre los factores de costos, es indudable que el componente importado de la inflación tiene una importancia relevante. La compresión de márgenes durante este año, 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 las condiciones de demanda en los mercados de bienes finales. Los indicadores de gasto muestran que no ha sido fácil realizar este traspaso en las condiciones actuales, tanto por la debilidad del gasto, como por algún grado de sustitución hacia bienes de consumo de origen local o hacia bienes importados de menor valor (y menor calidad).

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, esperándose para el cuarto trimestre una contracción algo superior. El sector industrial en los Estados Unidos muestra la declinación más larga desde la crisis de los años '80, aunque con una profundidad menor que la de ese entonces, en tanto que la confianza de los consumidores se mantiene inestable frente a una situación laboral crecientemente incierta. 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 el próximo año un promedio de US\$0,72 la libra, llegando a US\$0,80 durante 2003. Con esto, para 2001 se estima una caída de los términos del intercambio en torno a 7,5%, que se revertirá sólo levemente en 2002 y 2003. Los volúmenes de exportación no tradicionales siguen mostrando un elevado dinamismo. Para el precio del petróleo sí se aprecia una corrección importante (más de 10%) en la trayectoria esperada para el próximo año, con relación a septiembre y octubre.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En general, era esperable que el menor dinamismo de la economía mundial hubiese repercutido sobre la demanda externa. Hasta ahora en todo caso su impacto se ha apreciado sobre todo en los precios de exportación, mientras que los volúmenes exportados de las actividades no tradicionales han experimentado un fuerte dinamismo. Junto con revelar una importante capacidad de sustituir los mercados de destino de los envíos, esto muestra que la depreciación del tipo de cambio real desde el año 1999 ha permitido mantener la competitividad de parte importante del sector exportador. Es decir, la demanda externa ha contribuido positivamente al crecimiento económico durante el año 2001, por lo que, en parte importante, la desaceleración de la actividad global en el curso de este año es atribuible al comportamiento plano de la demanda interna. Dentro de sus componentes, ha sido la fuerte desacumulación de existencias y en menor medida la inversión en maquinaria lo que explica en forma central este débil desempeño.

Esto indica que las turbulencias en los mercados cambiarios y la incertidumbre generalizada respecto a la situación en Argentina pusieron una nota de cautela en las decisiones de inversión en los componentes más sensibles al tipo de cambio, como la maquinaria y las existencias. Esto incluso se puede apreciar en las cifras más recientes: la fuerte caída de las importaciones en noviembre se comenzó a revertir en diciembre.

Durante los próximos trimestres, se estima que el escenario más probable para el crecimiento económico es similar al que se evaluó en octubre, con la diferencia importante que parte sustancial de la incertidumbre respecto a la situación en Argentina ha tendido a despejarse. Con ello, en el escenario base se espera un repunte en la acumulación de existencias y la inversión en maquinaria en el curso del primer semestre del próximo año, con lo que el crecimiento tanto de la actividad como del gasto alcanzarían cifras en torno a 3% en el primer trimestre del próximo año.

Se espera que este ritmo de crecimiento del gasto interno siga sustentándose en los próximos trimestres por un incremento del consumo privado algo superior al experimentado en el último tiempo. Aunque el aumento del empleo total desestacionalizado que ocurrió durante parte del primer y segundo trimestre se ha moderado de forma sustancial, el empleo en la construcción y la industria ha seguido creciendo en los últimos meses, lo que muestra que los aumentos en productividad no prosiguen al mismo ritmo que durante el año 2000. Por su parte, la política fiscal 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 empujado por la inversión pública, que tendrá un incremento de 11%.

Para el año 2002 como un todo, la proyección de crecimiento se ubica en 3,4%, lo que refleja perspectivas de crecimiento para los principales socios comerciales de Chile 1,8% por debajo de las estimadas en septiembre. Durante el año 2003, en línea con el repunte esperado de la actividad mundial, se espera un crecimiento doméstico ligeramente superior a 5%. Como es habitual, estas proyecciones se realizan bajo el supuesto metodológico que la tasa de política monetaria se mantiene constante en 6,5%. La proyección para el crecimiento del gasto interno lleva a 5% anual promedio para el bienio 2002-2003, mientras que el déficit en cuenta corriente alcanza cifras ligeramente bajo 1%, producto de la mejora en los términos del intercambio y de una reducción sustancial respecto a septiembre en la cuenta de servicios financieros, por las reducidas tasas de interés.

La mayor estabilidad para el tipo de cambio que se espera durante los próximos trimestres tiene también como contraparte menores presiones inflacionarias. En general, las perspectivas del mercado para el tipo de cambio se ubican por debajo de las expectativas durante octubre y principios de noviembre. La encuesta más reciente revela que se espera que el tipo de cambio en el corto plazo se mantenga en torno a los \$680 por dólar, con una leve depreciación hasta valores algo por debajo de \$700 por dólar para fines de 2003. Esto indica un tipo de cambio real estable en torno a 3% por debajo del observado en noviembre. Debido a que persisten grados de incertidumbre no despreciables respecto a esta variable, en este Informe se presentan dos escenarios alternativos para la trayectoria del tipo de cambio. Uno de ellos indica un tipo de cambio real en torno al equivalente de \$680 por dólar, lo que es consistente



con una leve tendencia a la depreciación nominal. Un segundo escenario supone que el tipo de cambio tiende a los \$700 hacia fines del año 2003.

En el escenario de tipo de cambio más apreciado (Escenario A), la proyección de la inflación del IPC y del IPCX se ubica en 3,0% y 3,6%, respectivamente, durante el cuarto trimestre del año 2002, alcanzando variaciones anuales promedio de 2,4% y 2% el IPC y el IPCX durante el cuarto trimestre del año 2003. Por un lado, el crecimiento proyectado de 3,4% para 2002 hace persistir las dificultades para la descompresión de márgenes vía aumentos en precios finales, los que además aparentemente se han visto acomodados por la sustitución en el consumo hacia bienes de origen local, o bien importados de menor valor. En el caso del escenario de tipo de cambio real más depreciado (Escenario B), la inflación del IPC y del IPCX alcanza a 3,2% y 3,8% a fines del próximo año, respectivamente, llegando a 2,8% y 2,3% hacia fines del 2003.

A diferencia de septiembre y octubre, las proyecciones contenidas en este Informe indican una brecha negativa entre la inflación del IPC y del IPCX durante el curso del año 2002 y positiva durante 2003. Ello, por cuanto las perspectivas para el precio de los combustibles son significativamente más bajas que las previstas hace un tiempo, pero se espera una recuperación gradual en los próximos dos años. Inicialmente los mercados esperaban que el desplome del precio del petróleo tras los atentados de septiembre sería de carácter transitorio, produciéndose un repunte hasta los US\$25 por barril en marzo del 2002, promediando US\$23 por barril en todo el año. En la medida que se consolidó el escenario deprimido para la actividad mundial, junto con los problemas de la OPEP para coordinar los recortes de producción, la proyección para el año se redujo hasta US\$20 por barril (una caída de 13%). Este cambio tiene una incidencia de más de medio punto porcentual en promedio sobre la inflación anual a lo largo del año 2002. De hecho, en los dos escenarios de tipo de cambio la inflación del IPC se mantiene entre 2,5% y 3,5% durante el año 2002, cayendo bajo 3% en el curso del año 2003 por la desaceleración de la inflación subyacente.

Como se aprecia, estas proyecciones de inflación indican que tanto la inflación del IPC como de IPCX se ubicarán por debajo de 3% hacia fines del 2003. Para reproducir la proyección del mes de octubre, se requiere un tipo de cambio real en torno a \$700 por todo el horizonte de proyección, lo que equivale a una depreciación adicional en torno a 2%, con respecto al Escenario B.

Las expectativas de inflación del sector privado han seguido estas tendencias. Las tasas de interés de los documentos no reajustables del Banco Central se han reducido en forma sistemática, hasta cifras ligeramente por sobre 7%. El diferencial entre las tasas de interés de los documentos reajustables y no reajustables del Banco Central indican expectativas de inflación para el primer trimestre del próximo año ligeramente por debajo de 3% anual y para los próximos doce meses entre 2,5% y 3,0%. Por su lado, la encuesta de expectativas correspondiente al mes de diciembre mostró una caída algo más moderada, de casi 0,5%, en la inflación esperada para el año 2002 y el 2003, ubicándose hoy en 3,5% y 3,0%, respectivamente, versus 3,9% y 3,5% hace un mes atrás.

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA

I. Escenario Internacional

Las proyecciones de crecimiento mundial para este año han sido corregidas sustancialmente a la baja respecto del Informe de Política Monetaria de septiembre y en forma marginal desde la última reunión de política monetaria. Hacia el año 2002, las proyecciones de crecimiento de los socios comerciales indican un crecimiento similar al de este año (1%), que se compara con el 1,8% presentado en la reunión de política monetaria pasada. Las expectativas de crecimiento mundial a PPP, se sitúan en 2,0% para el año 2002, equivalente a 0,5% por debajo de la proyección anterior.



Las perspectivas para los precios de las materias primas se mantienen. Aunque el precio del cobre registró una sistemática y preocupante tendencia a la baja en un mercado con elevados niveles de inventarios, los anuncios de recortes de producción a nivel mundial (del orden de 500 mil toneladas métricas, incluyendo CODELCO) afectaron positivamente las expectativas. El precio *spot* se ubica en torno a los niveles de agosto (del orden de US\$0,66 la libra), con lo que el promedio del año alcanzaría probablemente a US\$0,72 por libra. Las proyecciones para los años 2002 y 2003 son de US\$0,72 y US\$0,80 por libra, respectivamente.

El escenario internacional más deprimido, la sobreproducción por parte de algunos miembros de la OPEP, así como el escaso acuerdo logrado entre este cartel con otros países, ha determinado una caída en el precio del crudo. Desde fines de septiembre, el precio ha oscilado en torno a US\$19 el barril. Con ello, se ha reducido la proyección en el precio para el año 2002, en relación con la reunión de política monetaria pasada, situándose en US\$20 el barril, en línea con lo que indican los precios de los mercados de futuros. Hacia el año 2003 se espera que el precio se sitúe en US\$22 el barril, el nivel mínimo al que apuntaría la política del cartel petrolero y en línea con la recuperación esperada de la demanda mundial.

La Reserva Federal de Estados Unidos ha continuado con los recortes en la tasa de interés de política, debido a que las más recientes cifras de actividad industrial, confianza de los consumidores y mercado laboral revelan el estado recesivo de la economía norteamericana. Si bien la recesión no se pudo evitar, la Reserva Federal ha buscado limitar su magnitud y duración. Los mercados esperaban un recorte adicional de 25 puntos base de la tasa en la reunión del 11 de diciembre. No obstante que la mayoría del mercado consideraría este nivel como un piso, se asigna una probabilidad distinta de cero a un recorte adicional de 25 puntos base, principalmente bajo un contexto de significativo ajuste a la baja de la inflación. Hacia el tercer trimestre de 2002 se mantiene la expectativa de incrementos graduales de la tasa de política sobre la base de la recuperación en la actividad esperada, la que se verificaría durante el segundo semestre del año 2002. El Banco Central Europeo también ha seguido reduciendo su tasa de política, basándose en los cambios que presenta el escenario inflacionario, junto con las desalentadoras señales de actividad que entregan los indicadores de coyuntura. El mercado tiene expectativas de nuevos recortes, los cuales situarían la tasa de interés de política, en un rango de 2,5%-2,75% durante el primer trimestre del año 2002.

Las expectativas privadas incorporan el escenario de recuperación en el curso del primer semestre del próximo año y de política fiscal expansiva. El rendimiento del bono a 10 años de Estados Unidos ha llegado a niveles de 5%.

El mercado de deuda emergente ha mostrado un desempeño dispar en los últimos meses para los distintos países. Los efectos iniciales de los atentados de septiembre se han diluido y así los *spreads* han convergido a las condiciones de riesgo de cada economía. De este modo, mientras el *spread* soberano de Argentina ha marcado hitos históricos, reflejando el complejo escenario que enfrenta, el *spread* del resto de las economías emergentes ha iniciado un movimiento en sentido contrario, sobre la base de los fundamentos de cada economía.

II. Mercados Financieros

Hasta mediados de noviembre las tasas de interés de los documentos reajustables del Banco Central mantuvieron una trayectoria descendente, compatible con expectativas de menor actividad económica, alcanzando mínimos históricos de UF+4,6% y UF+5,1% para los PRC-8 y PRC-20 años, respectivamente. Sin embargo, la disminución de las expectativas de inflación de corto y mediano plazo, la mayor inquietud por la situación económica de Argentina, pero sobre todo el ajuste al alza de las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos, incrementaron las tasas de interés de largo plazo, hasta UF+5% la del PRC-8.

La caída en las expectativas de inflación impactó con mayor fuerza en las tasas de interés promedio de los documentos nominales, que descendieron hasta cuarenta puntos base.

En todo caso, a pesar de un ajuste relativamente importante en las expectativas de inflación de mercado, no se detectan cambios de igual magnitud en las expectativas respecto de la política



BANCO CENTRAL DE CHILE

monetaria. Tanto la curva *forward* como la encuesta mensual señalan que el mercado espera incrementos de 25 puntos base en el primer semestre del próximo año y otros 25 puntos base más en el resto del año.

En el margen, los agregados monetarios más líquidos –circulante y M1A– tuvieron un comportamiento disímil. En términos desestacionalizados, el circulante mantuvo el dinamismo de los meses previos, en tanto que el M1A registró un quiebre en su tendencia, al caer en términos mensuales. Aunque ya no se detecta una desalineación del dinero respecto de una demanda por dinero tradicional, la evidencia reciente puede indicar que se ha producido un incremento en la elasticidad respecto de la tasa de interés: la disminución de los saldos en cuentas corrientes coincidió con un aumento importante en las tasas de interés en depósitos a plazo en UF. Pese a esta caída mensual, la variación real anual del M1A permanece en niveles sobre los dos dígitos en noviembre (13,6%). Los agregados monetarios más amplios muestran un ritmo de expansión menor en 12 meses al del circulante y el M1A. Destacó la recuperación de los depósitos a plazo (dólares y UF) y la recuperación de las letras de crédito. Durante noviembre hubo una caída de los documentos del Banco Central del sector privado, explicada por la mayor demanda de los bancos por necesidades de calce y de Reserva Técnica.

Las colocaciones totales registraron nuevamente un crecimiento durante noviembre, debido a la evolución de las colocaciones en moneda nacional, tanto efectivas como hipotecarias. Los créditos al sector privado siguen incrementándose durante octubre, explicado por empresas, y la recuperación de los préstamos de vivienda y consumo, los cuales no crecían desde mayo pasado.

Al comparar el crecimiento de los créditos a empresas, en particular de las colocaciones comerciales, con la evolución de la deuda externa privada de corto plazo, se observa que esta última ha registrado una importante caída desde mediados del año 2000. Esto evidencia una sustitución de deuda por las mejores condiciones imperantes en el mercado nacional, dados los actuales niveles de tasas de interés y la propensión del sistema financiero nacional de favorecer a aquellos agentes con menor riesgo y garantías más sólidas.

Pese a que durante noviembre Argentina realizó intervenciones en el sector bancario, seguros y administradores de fondos de pensiones, el tipo de cambio observado no mostró mayores aumentos, validándose el hecho que la economía chilena, al igual que la de Brasil, se habría independizado del riesgo argentino.

En efecto, mientras el *spread* soberano de ese país ha superado los 4.000 puntos base recientemente, el tipo de cambio observado ha caído cerca de \$50 por dólar desde fines de octubre. Este fenómeno también se repite en la economía brasileña, que presentó durante el mismo período una apreciación de su moneda superior a 13%, cotizándose actualmente por debajo de R\$2,4 por dólar. Detrás del fortalecimiento de la moneda chilena también se encuentra el buen rendimiento de las exportaciones no cobre y la significativa recuperación del precio del cobre, en las últimas semanas.

Actualmente, el tipo de cambio se transa en \$675 por dólar, por debajo del promedio de noviembre (\$685 por dólar), mes en el cual tanto las expectativas obtenidas de los contratos *forward* peso-dólar (de corto plazo), como los valores *spot* presentaron una tendencia a la baja. De las expectativas que se recogen del mercado de cotizaciones de operadores *Bloomberg*, la depreciación esperada para el próximo semestre es de un 1,6% (\$685 por dólar). Este valor es muy superior al que resulta de la encuesta de expectativas del Banco Central, de diciembre, que tiene una depreciación implícita de 0,7% para los próximos 6 meses. Esta fuente entrega para los próximos dos años un tipo de cambio por debajo de \$700 por dólar. Estas trayectorias se encuentran 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.

En noviembre, los índices bursátiles nacionales siguieron mostrando una recuperación, creciendo (en dólares) 9,6% el IPSA y 7,9% el IGPA. Ambos indicadores fueron beneficiados, además, por la apreciación del peso durante el mes.

6



Este buen desempeño estuvo determinado, en gran medida, por la oficialización de la Reforma al Mercado de Capitales, la cual pretende ser un elemento esencial en el proceso de liquidez del mercado accionario chileno. La eliminación de impuestos a las ganancias de capital representa una de las medidas más importantes de la Ley, la que luego de entrar en vigencia, condujo a una duplicación de los montos promedios diarios transados en la bolsa. Sin embargo, al igual que otras plazas de la región, la bolsa chilena se vio afectada en los últimos días por el deterioro de la situación argentina. Asimismo, el incremento de las tasas de interés en UF debido a la perspectiva de bajas inflaciones en adelante, significa una alternativa rentable de inversión que va en desmedro del mercado bursátil, al menos en el corto plazo.

III. Actividad y Empleo

Actividad y Gasto

En el tercer trimestre el PIB aumentó en 2,6%, mientras que el gasto disminuyó en 0,8%, ambas cifras por debajo de lo esperado en septiembre. Las expectativas para el cuarto trimestre también se han reducido pero indican un crecimiento para el PIB de 2,9%, con lo que se obtendría un crecimiento de 3,2% en el año. Se espera que el gasto se reduzca en 0,5% en el cuarto trimestre, cerrando el año con una disminución de 0,1%.

Para el primer trimestre del 2002 las perspectivas para el PIB son de un crecimiento anual de 3,1%, en tanto que para la demanda interna se espera una expansión de 2,9%.

Demanda Interna

Los indicadores reales muestran comportamientos disímiles. Los componentes asociados al consumo de bienes de origen doméstico revelan un ritmo de crecimiento positivo, mientras que los bienes durables, sobre todo de origen importado, caen a tasas elevadas. Es así como durante octubre se mantiene la tendencia creciente en las ventas del comercio minorista y de supermercados (CNC), al igual que la de bienes de consumo habitual de la industria. En contraposición, las ventas de bienes de consumo durable llevan varios meses de declinación, junto con las importaciones de bienes consumo y las ventas de vehículos nuevos, que cayeron 7,8% y 18,7% anual, respectivamente.

Esto indica que la sorpresiva depreciación del peso en los últimos meses ha motivado la postergación de decisiones respecto de los bienes de consumo durable y de reacumulación de existencias en el comercio.

En el sector construcción el incremento de las ventas supera ampliamente al de los *stocks*, por lo que se reduce de manera importante el número de meses necesarios para agotar el *stock*, el que pasa de 20 a 16 en octubre. Esto indica que el pobre desempeño del sector inmobiliario en el mes de septiembre fue un fenómeno puntual. En efecto, durante octubre se verificó un incremento importante en el margen de los permisos de edificación, lo que valida las mejores perspectivas para el sector en el cuarto trimestre del 2001 y los primeros meses del 2002.

El componente de inversión asociado a la construcción durante el tercer trimestre creció en línea con el primer semestre, en tanto que la inversión en maquinaria y equipos, en particular de origen extranjero, siguió mostrando un comportamiento plano. De hecho, en términos de niveles, los promedios de las importaciones de bienes de capital del semestre mayo-octubre 2001 representan una caída del orden de 6,6% al compararse con los máximos alcanzados hacia fines del 2000 y comienzos del 2001. Esto, junto con el sostenido crecimiento de las ventas de bienes de capital de la industria revelan una sustitución, al menos cualitativamente similar, a lo que ocurre en el consumo.

En lo que respecta al sector externo, se espera que el volumen de exportaciones aumente un 9,9% en el cuarto trimestre, promediando un aumento de 8,4% en el 2001. Las exportaciones "resto" continúan mostrando el mayor dinamismo, explicado por la depreciación del peso



BANCO CENTRAL DE CHILE

durante los últimos años. Se estima un aumento de 10% en el último cuarto del año y 13,5% para el 2001 en su conjunto, por sobre las estimaciones previas. Las principales alzas de los volúmenes corresponden a productos no tradicionales, especialmente aquellos que fueron más golpeados por las disminuciones de precios, tales como salmones, truchas y vino.

Por otra parte, se estima que los volúmenes de importación tendrán un leve incremento en el cuarto trimestre (0,3%), para cerrar el año 2001 con una expansión de 0,5%. La mayor baja en términos anuales se espera en los bienes de consumo (-1,4%), en tanto que los combustibles y los bienes de capital incrementarán sus cantidades en 3,8% y 2,3%, respectivamente.

Mercado Laboral

Tras la expansión del empleo durante el segundo trimestre del 2001, los siguientes períodos han indicado el estancamiento de la tasa de crecimiento de la ocupación, hecho que también ha afectado la trayectoria plana de la tasa de participación en los meses recientes.

En efecto, durante el trimestre móvil finalizado en octubre el empleo total se incrementó en 53 mil nuevos puestos de trabajo respecto del trimestre anterior. De este aumento, el sector privado representó un 70% (39 mil plazas), incremento explicado por factores estacionales, ya que, al eliminar estos elementos, se verifica una caída entre trimestres. De la comparación con igual trimestre del 2000, se observa un importante repunte del empleo (80 mil personas), el que sin embargo, es explicado fuertemente por los programas gubernamentales de empleo.

La tasa de desocupación nacional se situó en 9,7%, cifra que significó una caída respecto del trimestre anterior (10,1%) y de su similar del 2000 (10%). Este mejoramiento se debió al aumento de 1% en los ocupados y una caída en 4% de los desocupados. Luego de desestacionalizar las cifras, la tasa de desempleo del trimestre móvil agosto-octubre 2001 (8,9%) alcanza valores similares a los del período anterior (9,1%).

El débil comportamiento del empleo en los últimos trimestres móviles se explica por la caída en la ocupación en el sector de servicios. En efecto, el empleo en la construcción aumentó 2,3% respecto del trimestre inmediatamente anterior, hecho que se asocia a la expansión de los permisos de edificación a partir del segundo trimestre del año 2001. Los sectores industria y comercio, altamente intensivos en mano de obra, continúan con la tendencia creciente registrada durante gran parte del 2001, lo cual es un buen indicador de la evolución futura del empleo en términos globales.

Las perspectivas del mercado laboral indican que la tasa de desempleo del último trimestre será la más baja del año 2001, pues desaparece completamente la estacionalidad negativa del período invernal. Aprovechando la estacionalidad favorable para el empleo, 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 lento crecimiento de la economía interna y al peor escenario internacional. En todo caso, la evolución del empleo es consistente con presiones inflacionarias aún acotadas y con incrementos en la productividad del trabajo que proceden a ritmos más moderados.

Política Fiscal

La ejecución presupuestaria acumulada para el período enero-septiembre registró un balance positivo, equivalente a un 0,5% del PIB anual, lo que obedeció al superávit registrado en el primer trimestre que aún no se ha visto revertido en los siguientes dos períodos. Se estima que el balance estructural en el 2001 será del orden de 0,9% del PIB.

Ingresos

El tercer trimestre del 2001 se caracterizó por un aumento de los ingresos, debido a la expansión de los ingresos tributarios y aquellos provenientes del cobre. Los ingresos totales arrojaron un crecimiento real de 14,2% en doce meses y se giraron US\$134 millones del Fondo de Compensación del Cobre durante el período. Las autoridades de Hacienda atribuyen a la



BANCO CENTRAL DE CHILE

menor evasión el incremento en los ingresos tributarios, pero no es descartable que otros fenómenos, tales como la fuerte desacumulación de existencias que lleva a una reducida devolución de IVA, estén detrás de este fenómeno.

Asimismo, la diferencia existente entre el deflactor de la demanda interna y el IPC (4% aproximadamente) y su impacto sobre los ingresos, haría que estas cifras se encuentren abultadas por la diferencia entre estos índices de precios. Esto estaría indicando, en la práctica, un menor efecto contractivo del incremento en los ingresos.

Gastos

El gasto con efecto macroeconómico anotó un alza anual de 5,3% en el trimestre julio-septiembre respecto de igual período del 2000, por lo que se mantuvo en línea con lo proyectado en septiembre pasado.

Con todo, durante el tercer trimestre tanto el ahorro corriente como el superávit global mostraron una tendencia leve al alza.

Se espera que el año 2001 cierre con un balance fiscal negativo de 0,5% del PIB. Esto significará que el gasto público con efecto macroeconómico se encuentre algo por sobre el 7% en el último trimestre del año 2001, revelando que la política fiscal ha tenido un impulso positivo sobre la demanda interna durante el segundo semestre.

Presupuesto Sector Público Año 2002

En el escenario alternativo presentado por el Ministerio de Hacienda en septiembre, correspondiente a un precio de la libra de cobre de US\$0,71 y un crecimiento de 3,5%, el déficit contable llegaría a 0,6% del PIB, manteniéndose la proyección de superávit estructural en 1,0% del PIB. Este escenario corresponde al escenario base que se incorpora en las proyecciones de este documento.

IV. Precios y Costos

La nula inflación de noviembre respondió a los caídas en los precios de los combustibles y el transporte público. A ello se sumó un incremento de los productos perecibles, menor al inicialmente esperado. Servicios regulados como la electricidad y el agua potable tuvieron aumentos de tarifas en el mes, aunque no producto del tipo de cambio, sino de reajustes previamente convenidos. Al igual que en meses previos, esto determinó que el IPCX aumentara 0,1% en el mes, aunque medido en doce meses su tasa de crecimiento cayó a 3,7%.

Durante las últimas semanas de noviembre se manejó una estimación de inflación de -0,1% para el mes. Las diferencias provinieron de: (1) un aumento mayor al considerado en el precio de las carnes, (2) un aumento mayor al anticipado en el precio del agua potable y (3) diferencias menores en otros rubros.

Finalmente, los perecibles no mostraron el aumento estacional propio de esta época del año. Sólo durante un par semanas del período —entre fines de octubre y comienzos de noviembre— pudo apreciarse un aumento en el precio de estos bienes. De hecho, el efecto inflacionario de este ítem es hasta ahora considerablemente menor al de años anteriores y al promedio histórico.

El efecto en la inflación de la apreciación promedio del peso en noviembre será observado en diciembre y enero. Por un lado, los costos de servicios de telefonía descenderán en diciembre y en enero. La tarifa de la locomoción colectiva, por su parte, sería recortada otros \$10 en enero de 2002, aunque aquí se suma, al menor tipo de cambio, el menor precio del petróleo diesel.

12



Respecto de los salarios, en términos nominales, durante octubre se siguen observando menores tasas de crecimiento anual. Esto se debe a la menor inflación del primer y segundo trimestre, lo que indica que los efectos de la indización sobre los salarios nominales están operando en sentido contrario a lo que se observó en la primera parte del año 2001. El Índice Nominal de Remuneraciones por Hora, por cuarto mes consecutivo disminuyó su tasa de crecimiento anual (4,7%). Se espera que en los próximos meses se observe una aceleración de los salarios privados dada la mayor inflación observada durante agosto y septiembre.

Durante octubre, el costo laboral unitario privado mantuvo la trayectoria de crecimiento anual del mes anterior (3,2%), moderándose así la fuerte expansión de los meses previos. Desde el punto de vista del impacto inflacionario, la evolución de los costos laborales no ha sido compensada completamente por un aumento de la productividad, dado el escaso dinamismo de la actividad frente a una mayor expansión del empleo.

Considerando estos elementos, diciembre tendría una inflación en torno a 0%, acumulando así 2,9% en el año. Para el IPCX, el incremento mensual estaría en torno a 0,2% en el último mes del año, mientras que el incremento en doce meses sería de 3,4%. Finalizado el primer trimestre del año 2002, con altibajos en su interior, la inflación se situaría en niveles similares a los de fines de este año (2,8% el IPC y 3,5% el IPCX).

PERSPECTIVAS PARA EL CRECIMIENTO Y LA INFLACIÓN

En el corto plazo, se estima un crecimiento de la economía de 2,9% y 3,1% para el cuarto trimestre de este año y el primer trimestre del próximo. Estas proyecciones se sustentan en perspectivas más auspiciosas para el gasto interno y con un repunte en la formación bruta de capital. La producción industrial también experimentaría tasas de crecimiento por sobre las observadas en promedio hasta el tercer trimestre de este año.

Los principales supuestos para las proyecciones de mediano plazo se asemejan a los de reuniones de política monetaria pasadas, pero detectándose un deterioro adicional en el crecimiento de los socios comerciales y perspectivas más optimistas para el precio del petróleo.

Con ello, se espera un crecimiento de 3,4% para el próximo año y de 5,2% para 2003. El gasto interno crecería por sobre el PIB empujado por la reacumulación de existencias y por la recuperación de los términos del intercambio. Las expectativas privadas son algo más pesimistas, especialmente para el año 2003.

Con esto, en el corto plazo la proyección de inflación del IPCX sigue una trayectoria similar a la evaluada en octubre, ligeramente por encima de la del último Informe de Política Monetaria, como producto del traspaso a precios de la depreciación del peso en el curso de este año. Durante 2003, por la estabilidad en el tipo de cambio y por un crecimiento acumulado entre 1,5% y 2,0% menor al previsto en septiembre, la inflación del IPCX se desacelera de forma intensa. La inflación del IPC ya no refleja la aceleración de la inflación del IPCX por el efecto del precio de los combustibles: la inflación del IPC tiene una trayectoria bastante más suave en el tiempo.

Las expectativas privadas indican una trayectoria por debajo de la prevista hace un mes, pero por encima de las proyecciones de este documento para el año 2003.

El Presidente ofrece la palabra a los asistentes.

Ante una consulta del señor Ministro de Hacienda, el Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, señala que efectivamente la inflación depende de la depreciación nominal. Sin embargo, la variable fundamental que afecta a ambas es el tipo de cambio real y su trayectoria a través del tiempo. Esa trayectoria, a su vez, puede depender de



BANCO CENTRAL DE CHILE

la inflación en la medida que haya una regla de política que empiece a operar en algún momento del futuro, en función de lo que esté ocurriendo con la inflación.

A continuación, el Presidente manifiesta que comentará el informe de la División Estudios utilizando una frase que él mismo criticó ayer, pero la va a usar justamente en el sentido que a él le parece más apropiado. En lo más reciente, dice, las indicaciones muestran que se alivian las presiones inflacionarias y que las proyecciones en el crecimiento de la economía mundial se hacen marginalmente más débiles. También las proyecciones de crecimiento, en lo más reciente, no indican un riesgo de angostamiento en la brecha que pueda generar presiones inflacionarias a largo plazo. Las indicaciones que hoy se tienen, de mantenerse, apuntarían hacia un espacio para reducir tasas en el futuro. Lo que se ha visto, en el pasado reciente, es una conducta bastante errática de variables que también hacen variar mucho las predicciones. Para el tipo de cambio se tomó básicamente el que está vigente en el momento, y éste ha sido bastante errático en el pasado reciente, de modo que existe ahí un riesgo de que en un plazo relativamente breve pudiera hasta cambiarse el signo del movimiento de esa variable. No se perciben ahora razones para estos movimientos, pero tampoco se percibían razones que pudieran llevar muy fuerte el tipo de cambio hacia arriba cuando se observaron los acontecimientos en agosto y septiembre.

Su conclusión de la mirada general de la situación económica, es que si se afianzan las indicaciones que ahora se tiene, habría una oportunidad para impulsar un poco más la economía sin tener riesgo inflacionario, pero cree que se está todavía observando un cambio en un período muy corto, y que no se ha tenido una experiencia como para poder obtener, en este momento, una conclusión alrededor de eso. Señala que nos hemos desacoplado de Argentina, que fue un tema muy importante, pero parece que la situación argentina se complica y parece acercarse al momento más crítico. Esta situación es algo en permanente evolución, pero le da la impresión, por las noticias que se leen sobre la situación fiscal y sobre la actitud social en ese país, que el margen de maniobra de las autoridades está haciéndose cada vez más estrecho. Cree que ése es un tema que hay que observar a pesar de que aparecemos ahora desacoplados, pues podría ocurrir algún tipo de problema en el caso que en Argentina se llegara a un extremo.

Su conclusión general, en lo personal, es que parecen haber cambiado las tendencias en lo más reciente y cree que eso significaría efectuar un seguimiento muy cercano hacia enero, con el fin de evaluar, en el más breve plazo, un poco más adelante las acciones que ocurrieran.

El Vicepresidente señor Marshall comparte lo que ha dicho el Presidente y consulta qué evaluación se puede hacer sobre el comportamiento de las expectativas asociado a lo que el Presidente ha planteado. Esa lectura también existe en el mercado. Señala que él tiene dos hipótesis: una, es que la expectativa del mercado se da cuenta de todo lo que el Presidente ha indicado y las tasas de interés largas han bajado.

La otra hipótesis es que las expectativas están a medio camino, porque contienen esta duda, por lo tanto, su pregunta incidirá en el diagnóstico y si está del todo incorporada al informe que ha hecho la División de Estudios en el sentido de en qué punto están las expectativas privadas.

El Consejero señor Desormeaux coincide con el diagnóstico del informe, pero hace notar una pequeña diferencia. Cree que, especialmente en la última semana, el sector externo ha comenzado a dar señales un poco más positivas, especialmente en los Estados Unidos de América. Señala que en dicho país pareciera que el sector industrial ha terminado su recesión, se observan algunos resultados interesantes, un aumento importante del consumo, un incremento en el gasto de construcción, una estabilización en la confianza de los consumidores aunque esto, naturalmente, no lo estamos viendo ni en Europa ni en Japón. Esto, de alguna manera sugiere que se va a observar una recuperación de la economía



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 27
Política Monetaria
13.12.2001 12 .

norteamericana durante el segundo trimestre de 2002 y eso, obviamente, es algo que puede tornar el panorama inflacionario un poco distinto de lo que se tiene hoy día y en ese sentido, lógicamente, la cautela es una buena consejera.

Otro fenómeno que valdría la pena mencionar es la posibilidad de tener un fast-track para negociar un acuerdo de libre comercio con los Estados Unidos. Tiene la sensación de que éste es uno de los elementos que puede producir un mejoramiento de la confianza en Chile, y que en la práctica puede traducirse en una recuperación más robusta de lo anticipado en el segundo semestre del próximo año.

Y el tercer fenómeno es Argentina donde realmente, como ha mencionado el Presidente, no existe un programa fiscal serio, lo que va reduciendo mucho el margen de maniobra de las autoridades. De manera que esto puede terminar en un caos, con una depreciación importante y con el sistema financiero destruido, todo lo cual naturalmente tiene un efecto inflacionario, en un clima de tensión impredecible. Por lo tanto, compartiendo la observación de la División de Estudios, plantearía que hay buenas razones para ser cauteloso en este momento.

Respecto a una pregunta sobre el tipo de cambio que hiciera el señor Ministro de Hacienda, el Gerente de Análisis Macroeconómico manifiesta que como punto de referencia, se puede mencionar que la trayectoria para el tipo de cambio que se utilizó en el Informe de septiembre era una que suponía una leve apreciación de tendencia que lo llevaba en términos de índice a valores del año 1997 hacia mediados del 2003. Con respecto a octubre, el escenario que se puso fue un escenario de estabilidad en términos reales, que equivaldría a una cifra en torno a 105 hacia el 2003. Si se usa ese escenario hoy día, bajo esas condiciones, se tiene un escenario de inflación similar al que había en octubre, es decir, la inflación presenta un aumento hasta niveles en torno al 4% y después cae a un 3% a fines del 2003. Los escenarios de inflación del tipo de cambio que se pusieron aquí son escenarios que están por debajo, que equivaldrían en promedio a un nivel de 102 para el tipo de cambio real en la revisión del índice y que llevan por lo tanto por debajo de 105, con inflaciones inferiores a 3% durante el 2003.

El Consejero señor De Gregorio, observando el escenario de octubre, consulta si se tiene una menor inflación o se tiene la misma. Contesta el señor García señalando que la trayectoria que había en octubre se asemejaba en forma bastante cercana a lo que era la trayectoria de inflación en septiembre, debido a que, por una parte, había bastante menos crecimiento, pero por otro lado, había un tipo de cambio bastante más depreciado. Esas dos cosas tendían a anularse, por eso, en el fondo, en el comunicado del mes de octubre se señaló eso en forma explícita, que habían dos fuerzas que tendían a compensarse y la trayectoria de la inflación, por lo tanto, se mantenía en la que era en septiembre.

El Gerente de División Estudios, señor Morandé, agrega que un gran cambio es el crecimiento del año 2002, que en septiembre estaba alrededor de 5% y en octubre ya se había corregido entre 3% y 4% y que estaba centrado en 3,5%, que es la misma cifra que aproximadamente resulta hoy día para el año 2002.

El Gerente de Análisis y Operaciones Internacionales, señor Lehmann, hace un comentario respecto al crecimiento mundial del año 2002. Si bien es cierto, dice, estaría por debajo del 1%, inferior incluso al crecimiento del 2001, cree que no hay que perder de vista el perfil intra año que va a tener ese comportamiento, que es sustancialmente distinto al del 2001, exactamente el perfil opuesto, y de hecho, si se miran las cifras que existen de consenso, por ejemplo, para Estados Unidos: se observa primero ya una recuperación hacia el segundo trimestre o una expectativa de recuperación hacia el segundo trimestre del 2002 y terminando el año, creciendo a niveles trimestre a trimestre anualizado sobre 4%, es decir, cree que es un elemento importante a considerar y para tener cuidado cuando se observan las cifras de crecimiento anual promedio.



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

Al respecto, el señor Morandé señala lo siguiente:

El Informe presentado revela que, en general, ha ido emergiendo en el país un cuadro de menores presiones sobre el nivel de precios y la inflación en el horizonte habitual de política y con relación a lo previsto hace poco más de un mes atrás. Dos factores son primordiales a este respecto: (a) un crecimiento proyectado de la economía más reducido durante 2002 y 2003; y (b) una trayectoria del tipo de cambio que contempla un peso entre 3 y 5% más apreciado. A su vez, en estos desarrollos previstos para la actividad y tipo de cambio inciden un escenario internacional deteriorado pero estable y una desvinculación del peso de los avatares de la economía argentina.

En este contexto, las opciones de política monetaria siguen abiertas como en meses anteriores, pero en esta oportunidad con un sesgo a la baja en lugar del sesgo al alza que se discutió en la reunión de noviembre pasado. En otras palabras, las opciones más plausibles serían las de mantener o reducir.

Esta última se justificaría esencialmente en una inflación proyectada por debajo de 3% a dos años plazo que se considera en el escenario central presentado, la que a su vez se sostiene en una trayectoria de crecimiento muy menguado de la demanda interna hasta bien entrado 2003 y un tipo de cambio nominal estable en niveles como los actuales.

Sin embargo, la experiencia reciente respecto del comportamiento del tipo de cambio llama a ser cautelosos en cuanto a su proyección de corto y mediano plazo, e incluso respecto de sus efectos sobre la inflación. Hasta no hace mucho tiempo atrás, los bajos valores alcanzados por el peso (\$715 por dólar) hacían pensar a muchos analistas que el riesgo inflacionario era muy alto e inminente, al punto que algunos recomendaban con fuerza un alza inmediata de la tasa de política monetaria.

El Banco Central, aunque reconoció ese riesgo, se jugó más bien por la visión de que éste era un fenómeno de carácter transitorio y, en todo caso, que aún si esos valores tan depreciados del peso se mantuvieran en el tiempo, el efecto sería más que nada sobre el nivel de precios y por lo tanto de carácter temporal sobre la tasa de inflación. Esta última, se pensaba, podría subir incluso por sobre 4% anual, para luego bajar hacia 3% en el curso de 2003. El riesgo mayor era un desanclaje de expectativas. En síntesis, el Banco Central le asignó un valor importante a la estabilidad de su instrumento monetario, el que no estuvo dispuesto a cambiar por información que podía revertirse o por efectos sobre la inflación que eran temporales.

En esta oportunidad podemos estar en una situación similar, aunque en una dirección inversa: la apreciación del peso desde comienzos de noviembre también puede ser de corta vida (¿quién podría asegurar que no estamos "acoplados" al real brasileño?), teniendo una influencia desmedida sobre la proyección de inflación. Si el Consejo sigue valorando la estabilidad de la tasa de política monetaria, puede preferir optar por mantener ahora y ganar un tiempo más de experiencia con el tipo de cambio "desacoplado" de Argentina antes de cambiar su preferencia. La opción de mantener es también la expectativa mayoritaria del mercado en cuanto a la decisión del Banco Central. En cambio, si el Consejo estima que el cuadro de menores presiones sobre el nivel de precios y la inflación está suficientemente consolidado y que nos encaminamos a inflaciones más cerca de 2% que de 3% de aquí a dos años, la opción de reducir está disponible, y posiblemente 50 puntos base para que sea más efectiva en el margen.

Un punto que puede ser relevante para determinar la magnitud de una eventual reducción en la tasa de política monetaria es que en el mercado parece haber una cierta incongruencia entre las expectativas para la política monetaria, de estabilidad desde hace unos meses, con la magnitud de los cambios en las perspectivas de inflación y crecimiento. No sólo las

12



BANCO CENTRAL DE CHILE

expectativas de inflación se han reducido en el último mes, sino que además las expectativas de crecimiento del mercado están por debajo de las del Informe preparado por la División de Estudios para esta reunión. No obstante, la incongruencia mencionada hace que una eventual reducción de la tasa de política monetaria hoy sea sorpresiva para la mayoría de los agentes del mercado.

Finalmente, los nuevos supuestos en el Informe para el precio del petróleo y, en menor medida, para el tipo de cambio, han aplanado (con relación a octubre y noviembre pasados) la proyección de la inflación total, pero por otro lado se mantiene la forma de montaña de las medidas de inflación subyacente, con una caída algo mayor. En efecto, estas últimas siguen alcanzando cifras anuales en torno a 4% en el segundo y tercer trimestres del próximo año, antes de caer a cifras entre 2 y 2,3% a fines de 2003. En este sentido, persiste, aunque en tono menor, el riesgo de efectos al alza sobre las expectativas de inflación en el curso de 2002.

El Presidente ofrece la palabra a los asistentes.

El señor Ministro de Hacienda señala que tiene tres comentarios. El primero, es notar que, bajo los dos escenarios alternativos presentados, los modelos que se utilizan por la División Estudios señalan que, en ambos escenarios cambiarios, la inflación tendería a disminuir por debajo del centro del rango meta dentro del horizonte de proyección. Y el escenario de mayor tipo de cambio supone un dólar más alto al efectivamente observado. Cree que es bastante posible que el dólar siga una trayectoria a la apreciación en el corto y mediano plazo, hacia niveles más bajos que el de hoy. Así, si se tuviera que tomar una decisión de la tasa de interés, se debería considerar que puede darse un escenario aún más moderado en términos de inflación.

Señala que su segundo comentario se refiere a un asunto siempre difícil de evaluar y que es cuán transitorio o cuán permanente es una innovación en la información disponible. El fenómeno reciente de la apreciación es justamente el tema que ha tomado mayor importancia. Y a ese respecto, se pregunta, si el mercado comete errores al evaluar la transitoriedad de las noticias. Considera que es probable que existan sesgos por parte del mercado en el sentido de transformar en permanentes shocks transitorios y viceversa. Se podría pensar, sobre todo en momentos de alta aversión al riesgo y de falta de liquidez, que es relativamente más fácil que a un shock negativo de carácter transitorio se le evaluara como permanente, más que lo contrario. Por ejemplo, en momentos de dificultad se tiende más bien a transformar el problema de liquidez en insolvencia y no simplemente pasar por alto los problemas de liquidez. En este sentido, agrega, se podría pensar que el valor actual del tipo de cambio insume cierta posibilidad de ulterior deterioro con Argentina. Sin embargo, dado los niveles de iliquidez y aversión al riesgo, es probable que el mercado haya sobreponderado la importancia de las malas noticias de Argentina, evaluándolas como permanentes.

Ligado a lo anterior está el tema de la medición de expectativas. Como en reuniones pasadas, argumenta que la evaluación de la trayectoria de precios es más adecuada que la de encuestas anónimas a los analistas, dado que sólo en el primer caso existe una apuesta patrimonial. El mercado habla a través de sus precios, los analistas pueden decir muchas cosas. Y a ese respecto, le parece importante decir que en la curva de la tasa de interés está implícita la mantención de la instancia de política, lo que es consistente con lo que se espera para esta reunión de política monetaria. No obstante, como todos saben, la misma curva reacciona tratando de anticipar el resultado de estas reuniones y, por lo mismo, no es siempre la mejor guía respecto de lo que se debe hacer.

Su tercer y último comentario se refiere a los errores que se pueden cometer por actuar excesivamente temprano, error tipo 1, o excesivamente tarde, error tipo 2. Señala que, como todos saben, el Consejo tiene definido un objetivo para la tasa de inflación de entre 2% y 4%. A su modo de ver, la gradualidad de la convergencia hacia el centro de esta banda es la forma en que se reconcilia la idea de tener como objetivo único la inflación a pesar de la importancia obvia del crecimiento económico y el rol que tiene la política monetaria en actividad en el corto y mediano plazo. Recuerda, asimismo, que en la discusión en la Comisión de



BANCO CENTRAL DE CHILE

Hacienda del Senado por el nombramiento del Consejero De Gregorio, se consideró el asunto del objetivo único como un debate pendiente.

Respecto de los errores tipo 1 y 2, argumenta que rebajar la tasa de interés hoy genera el riesgo de una depreciación del tipo de cambio, una recuperación excesivamente rápida y mayor inflación. El hecho de no rebajar la tasa de interés hoy, por otro lado, arriesga que sea necesario una rebaja ulterior más intensa. El problema, sin embargo, es que estos errores no son simétricos en términos de las posibilidades de corrección. Mientras que el error tipo 1 podría revertirse con una política monetaria futura más dura, el error tipo 2 podría no tener una completa rectificación, dada la situación por la que atraviesan los mercados mundiales. En efecto, una rebaja de tasa futura excesivamente expansiva podría poner en riesgo la situación inflacionaria por sus efectos cambiarios. Así, cree que el riesgo de error del tipo 2 es más grave, pues nos lleva a una trayectoria de demanda interna más débil que puede no ser fácil de revertir en el marco de política establecido.

El Consejero señor De Gregorio cree que existe una importante decisión que hay que tomar y ésta es si mantener o bajar la tasa de política monetaria y se referirá a las razones para una y otra. En primer lugar, cree que la actitud conservadora de haber mantenido la tasa de política monetaria cuando la alternativa era subirla, sin duda fue ex post razonable, dado que hoy se está en una situación opuesta. Señala que hay dos razones que se pueden usar para mantener la tasa de interés, dos que se pueden usar en cualquier dirección, y dos razones por las cuales cree que hay que mantener. Las razones para bajar la tasa de interés en materia de inflación, las perspectivas, al menos, en materia de actividad se han deteriorado o se ha consolidado un escenario relativamente negativo, mientras que las perspectivas positivas del mercado inflacionario se han consolidado, incluso respecto de la inquietud que hay si interesa o no el crecimiento de nuestro riesgo, es irse demasiado cerca de los juicios de los escenarios inflacionarios.

En materia cambiaria más allá de dónde pueda terminar el tipo de cambio, que es una cosa que determinará el mercado, considera que se ha consolidado una situación cambiaria consistente en una tasa de inflación baja, la caída del precio del petróleo también es favorable. Esa cree es la razón más importante que se ha estado viendo para bajar la tasa y es un escenario que se ha estado consolidando.

La segunda razón por la que cree que es importante, sería que de continuar la tendencia que se ha estado observando en el último par de meses, es que de no actuar hoy, la rebaja que requeriría en los meses posteriores debería ser mucho mayor, y cree que, en general, aumentos y reducciones bruscas de la tasa de interés no son lo más aconsejable, al menos por dos razones. La primera, induce mayor volatilidad del precio de los activos y en segundo lugar también puede haber una señal de que el diagnóstico a pesar de no ser errado, puede ser muy lento de ajustarse, lo cual también podría afectar la credibilidad del Banco en materia de proyecciones y análisis.

Hay dos razones que cree que es importante mencionar para mantener la tasa de política monetaria y cree que no son muy sólidas. En primer lugar, que se tenga incertidumbre. Siempre se va a poder apelar a la incertidumbre, pero cree que a estas alturas es un tanto menor, al menos respecto de los escenarios base que ya se están viendo y que ya tienen cierta persistencia en el tiempo, de manera que no debería ser una razón para prevenir una decisión de baja de tasa.

Cree que hay un tema que es aún más conflictivo que es la segunda razón y que también puede tener una doble lectura. No se debiera dar una señal confusa, cree que es importante tratar de minimizar dentro del espacio de toma de decisiones señales que se puedan interpretar como elementos políticos. Sin embargo, el no actuar basado en este hecho, en primer lugar inhibiría de llegar a cuestionar lo que se hace con la política monetaria tres días antes de una elección. En enero también se va a tener otro problema si hay que volver a repensar una decisión de este tipo y es que la reunión de política monetaria va a ser antes de la presentación del IPOM al Congreso. Tomar una decisión días antes de ir al



BANCO CENTRAL DE CHILE

Congreso también puede tener una mala lectura, de manera que se va a estar siempre de lectura en lectura, que en esta coyuntura actual se va a estar enfrentados a fenómenos que pueden dar señales confusas en el ámbito político. En general, cree que no habría que condicionar, dentro de rangos relativamente razonables, la política monetaria a eventos políticos por la solidez de la Institución y su autonomía.

Estima sí que hay dos razones para mantenerla. La primera cree que existen riesgos y uno de ellos es que en la última semana se ha llegado a la convicción de que existe una probabilidad no menor, la próxima semana, que Argentina tenga un colapso abrupto, distinto del colapso gradual que el que modificó, por ejemplo, las decisiones de intervención cambiaria en agosto cuando se dijo "aquí vienen tres o cuatro meses por delante con muchas turbulencias, por lo tanto, vamos a estar preparados para todas esas semanas y meses de turbulencias". Ahora, cree que hay una probabilidad bastante mayor de que haya un colapso abrupto la próxima semana, el cual muy probablemente pueda desencadenar una fuerte depreciación de la moneda, con fuertes presiones sobre nuestra economía y ese cree que es un escenario que tiene una alta probabilidad.

El segundo aspecto tiene que ver con la relación entre el nivel de actividad, la tasa de inflación y la respuesta de política monetaria que está internalizada en el mercado. Las encuestas y las tasas de interés indican que el mercado aún percibe que la política monetaria se va a mantener, lo cual tiene dos lecturas. La primera, que el mercado tiene expectativas equivocadas y no usa el modelo correcto, lo que en general no le gusta usar como razón. Cree que lo más probable que esté ocurriendo es que las buenas perspectivas en materia inflacionaria y este escenario de mayor desaceleración de la actividad, aún no están considerados como permanentes, al menos lo suficientemente permanente como para cambiar la política monetaria. Por lo tanto, no se estaría percibiendo la persistencia de este escenario más favorable en términos inflacionarios y de menor crecimiento.

El Consejero señor Desormeaux coincide con la presentación que ha hecho el Gerente de División Estudios, señalando que efectivamente la prudencia es una buena consejera. En el pasado, dice, el Banco Central y otros bancos centrales, cuando se produjeron fenómenos como los de los meses previos, como es el caso de la importante depreciación cambiaria, el mercado y los analistas, especialmente, acusaron al Consejo de haber abandonado la meta inflacionaria, de poner en riesgo la credibilidad del Banco, incluso algunos hablaron de intencionalidad política. La verdad es que el Banco Central hizo bien en no reaccionar frente a estas presiones y cree que las buenas señales que se tiene en materia inflacionaria, pueden tener un elemento de transitoriedad y en ese sentido, la prudencia nuevamente haría preferir la mantención de la política monetaria.

Refiriéndose a la mención del Ministro del error tipo 2, el error de no actuar cuando a la larga se justificaría hacerlo, plantearía que las tasas de interés en Chile, hoy día, son de las más bajas en varias décadas y la verdad es que pese a ello, la demanda agregada no ha mostrado mayor sensibilidad a esos cambios. Eso le lleva a pensar que ese error tipo 2 y la falta de dinamismo de la demanda interna chilena no están en la política monetaria, sino que están en otras áreas, y por lo tanto, no le puede conferir una trascendencia muy importante.

Con respecto a la tercera razón por la cual es partidario de mantener la tasa, ésta se relaciona con el escenario político, donde hay elecciones a fines de semana. En general, cree que es prudente que los bancos centrales no introduzcan cambios en la política monetaria de cara a una elección. Esta es una regla que cada banco central decide, pero en su concepto, no es bueno que se confunda la acción del Consejo, ya sea en una dirección u otra, por parte de algunos analistas, con un intento de producir algún efecto político. Cree que ésa es una consideración que tal vez no es la más importante, pero que se suma a las anteriores.



La Consejera señora Ovalle manifiesta que es cierto que las expectativas inflacionarias son menores en relación a la reunión pasada, y que las expectativas de crecimiento del mercado son también más bajas, pero cree que el comportamiento del tipo de cambio llama a ser cauteloso. En la minuta de opciones presentada por el Gerente de División Estudios aparece muy bien ejemplarizado lo que ha ocurrido con el tipo de cambio en octubre y noviembre que demuestran lo difícil que es saber lo que ocurrirá con esta variable.

Por otro lado, el Banco Central ha asignado un valor importante a la estabilidad de su política monetaria, ha mostrado durante los últimos meses que no está dispuesto a cambiar su política por información que puede revertirse o por efectos sobre la inflación que sean temporales. Además, hay que considerar que la inflación subyacente alcanza cifras anuales en torno al 4% en el segundo y tercer trimestre del próximo año, antes de caer a fines de 2003, por lo cual, hay un riesgo de efectos al alza sobre las expectativas en el 2002.

Finalmente, manifiesta que es importante tomar en cuenta la cada vez más crítica situación argentina, que si bien parece ya haber sido internalizada por el mercado pueden producirse nuevos efectos con su desenlace. Por todas estas razones, está por mantener la tasa de interés.

El Vicepresidente señor Marshall desea precisar las razones de las opciones de mantener o bajar la tasa de política monetaria. Señala que en el cuadro final de la División de Estudios se indica que, para un tipo de cambio más depreciado que el actual, en lo que el Banco planifica, se tiene una tasa de inflación de IPCX 2,0% a 2,4% y en un escenario de un tipo de cambio más elevado, la tasa de inflación es de 2,8% y 2,3%. Es decir, en todos los escenarios hay una inflación por debajo del rango meta, intermedio. Señala que podría aparecer un tercer escenario, pero no se ha señalado en esta reunión. Ahora, si se pudiese pensar en que la economía chilena se comporta de acuerdo al modelo, o sea, si todo el mundo tuviese el modelo en mente tal cual lo tienen los asistentes a esta reunión en estos momentos, la pregunta sería ¿qué se debe hacer hoy día?: mirando estos datos, es bajar la tasa de interés; a su juicio no hay duda de eso, a menos que haya otro escenario que no se ha considerado, pero si se observa, no hay ningún rastro en los últimos seis meses que diga que las perspectivas de crecimiento van para arriba y las expectativas privadas, los analistas, el Banco Central, el Ministerio de Hacienda, en general todas las expectativas de crecimiento del 2002 han ido gradualmente hacia identificar menores presiones.

Por qué razón se podría decir que esto es incongruente. El señor Marshall entiende el planteamiento del señor Morandé no en el sentido de decir que no es claro si éste es o no el escenario y en este sentido comparte la cautela que plantea. Una cosa, dice, es lo que el Banco Central esté viendo: éste es el escenario A y aquél es el escenario B. Lo que pasa es que el mercado no tiene el mismo modelo, es bastante más pesimista al respecto y lo ha sido también en el pasado. Tiene la impresión que los analistas y el mercado no llegarían a las cifras que están acá, que son más pesimistas, o sea, más que la discusión sobre en qué escenario está la variable supuesta, la duda que tiene es cuál es la función de expectativas del mercado más pesimistas. Por tanto, cree que si el Banco Central quiere sorprender al mercado, piensa que la opción es más por bajar la tasa de interés; no es que se vaya a mantener la tasa porque hay un riesgo inflacionario, se puede mantener la tasa porque sorprender al mercado que tiene expectativas ya concluidas de mayor inflación respecto a la que el Banco Central tiene, lo que podría significar un efecto, a lo mejor, no adecuado. Si el diagnóstico es que hay que seguir una política de prudencia, tiende a compartirlo y en ese caso es el momento en el cual se justifica dar una explicación para que el mercado vaya entendiendo la visión del Consejo y se pueda confluir en alguna acción. No está diciendo que hay que anunciar lo que va a pasar en un mes más, pero sí hay que dar una explicación de cuál es el diagnóstico del Banco Central. De lo contrario, si el mes pasado se dijo que el tipo de cambio era de \$ 710 por dólar, con el crecimiento exactamente donde está ahora, no se va a innovar. El mes pasado la inflación iba hacia el centro del rango meta; hoy día la trayectoria es la misma con un tipo de cambio claramente por debajo. No estima razonable que con cualquier tipo de cambio la inflación vaya siempre al centro del rango meta.



En síntesis, el señor Marshall se adhiere a la posición de cautela, una posición conservadora le parece razonable, compartiendo que el crecimiento del próximo año no depende de la decisión que se tome hoy día. Sin embargo, cree que en ese contexto, no se podría entender que no se dé una indicación al mercado. En ese sentido, cree que es un aspecto complicado y por tanto, su posición está condicionada a dar esa indicación.

El Presidente manifiesta que por primera vez, en bastante tiempo, se abre la posibilidad de bajar la tasa de interés. Cree que hacerlo sería sorpresivo para el mercado y en eso comparte la opinión del Vicepresidente. Cree también que no se han desarrollado completamente algunos eventos que puedan impactar de manera tal vez más importante de lo que el mercado ha estado observando hasta ahora. Su balance apunta en ese sentido a la mantención de la tasa, pero también tiene la impresión de que hay que ir ayudando un poco al mercado en el comunicado o en las presentaciones que se hacen habitualmente. Señala que esto se puede hacer en un texto indicando cuál es la manera que el Banco proyecta, pero estima también que hay cosas que no se han desarrollado en los horizontes cercanos y pueden desarrollarse en niveles que pueden alterar nuestra situación en algunos factores sensibles.

En cuanto a los movimientos del tipo de cambio, no se atrevería a decir que se han consolidado: en particular, tiene cierta prevención de lo que pueda ocurrir si en Argentina se da un descalabro total. Piensa que por ese motivo todavía podríamos tener un golpe en el orden cambiario y probablemente con mayor duración de lo que hemos tenido en el pasado reciente, pensando que van quedando muy pocos grados de libertad donde las autoridades argentinas puedan moverse.

No ve inconveniente en un movimiento de tasas previo a una reunión en el Senado, pues de hecho ha ocurrido en el pasado y no ha acarreado complicaciones de ninguna especie, así que no es un tema de preocupación. Cree que hay otros factores ad portas que podrían afectar mucho más de lo que se prevé y eso le hace también tener prudencia, pero al mismo tiempo señala que se abre una puerta para considerar seriamente, en un momento cercano, un movimiento de tasa hacia abajo, si es que las circunstancias que hoy día tenemos se consolidan hacia el futuro.

El Consejero señor De Gregorio tiene una duda respecto a sorprender o no al mercado y cuál es la coyuntura más adecuada para actuar.

El Gerente de División Política Financiera, señor Herrera, cree que aún cuando sorprender al mercado fuera recomendable, al adoptar la decisión de bajar la tasa de interés sería necesario modificar el diagnóstico sobre la economía. Si se adoptara una decisión en este sentido sería necesario acompañarlo con la información sobre cuál es el nuevo escenario que proyecta el Banco Central. Esta información es una novedad para el mercado, ya que como se dijo antes, por primera vez en varios meses se abre la posibilidad de bajar la tasa. Esta situación representa un punto de inflexión en el diagnóstico sobre la economía y debe ir acompañado de elementos suficientes de análisis y proyecciones como los que se pueden introducir en el Informe de Política Monetaria.

El Gerente de División Estudios, señor Morandé, coincide con lo que ha dicho el señor Herrera y agrega a eso que en los meses pasados -agosto, septiembre, octubre- las proyecciones de inflación no es que estuvieran hacia arriba y también se podría haber hecho una mejor proyección que la del mercado y sin embargo no estuvo en el ánimo del Consejo cambiar la política monetaria. Tal vez, dice, el mercado sí esperaba una reacción o sí la recomendaba y sin embargo, el Banco Central un poco se reservó el derecho a no hacerlo, esperando tener un escenario más consolidado. Cree que puede aplicarse ahora, como lo dijo



antes, la razón a que, en el fondo, es mejor pisar un terreno más firme antes de tomar una decisión que puede implicar un cambio de diagnóstico o un cambio de percepción bastante más radical en el futuro.

Manifiesta que tampoco tomaría tan a valor par el tema de las expectativas del mercado, en el sentido siguiente: el mercado no sólo anticipa lo que es coherente, o en este caso también incoherente, con las precisiones de crecimiento en la inflación, sino que además intenta adivinar cuál es el comportamiento del Banco Central. Señala que aquí mismo se le ha dado al mercado esta idea, justamente en el sentido de decir que valoramos en cierta forma la estabilidad de la tasa de política monetaria cuando no hay elementos muy contundentes para cambiarla. El mercado puede que esté llegando a la misma conclusión y aunque puede llegar a la conclusión de que a lo mejor sería necesario bajar la tasa, por la misma razón de que los cambios todavía no se han asentado, su opción es que el Banco Central no la va a cambiar y proyecte, en consecuencia, que la tasa va a seguir constante.

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

27-01-011213 – Tasa de Instancia Monetaria.

El Consejo acuerda mantener la tasa de interés de política monetaria en 6,5% anual. Asimismo, los tramos de la línea de crédito de liquidez permanecen inalterados en los niveles prevalecientes desde la reunión anterior.

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.

V. Comunicado

El Presidente propone el siguiente texto para el comunicado:

“ El Consejo del Banco Central resolvió hoy mantener la tasa de interés de política monetaria en 6,5% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez también permanecen inalterados en los niveles prevalecientes desde la reunión anterior.

Los antecedentes más recientes confirman el escenario internacional de bajo crecimiento considerado en los últimos meses. En el ámbito interno, se ha consolidado el diagnóstico que las presiones inflacionarias que resultan de la depreciación del peso desde fines de 2000, se ven compensadas por un bajo crecimiento de la demanda interna y un precio del petróleo en niveles más reducidos que los previstos anteriormente. La trayectoria de la inflación se ha movido a la baja, dentro del rango meta, en el horizonte de política.

El Consejo reitera su compromiso con la estabilidad de precios y, consecuentemente, con la meta de inflación. Para estos efectos, seguirá usando con flexibilidad su instrumental monetario.”

El Consejo aprueba el texto del comunicado.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 27
Política Monetaria
13.12.2001 20 .

Se levanta la Sesión a las 18,05 horas.



JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente



CARLOS MASSAD ABUD
Presidente



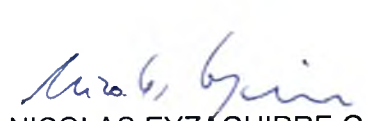
JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero



MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera



JOSE DE GREGORIO REBECO
Consejero



NICOLAS EYZAGUIRRE GUZMAN
Ministro de Hacienda



JORGE CARRASCO VASQUEZ
Ministro de Fe (S)