



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 25  
DE POLITICA MONETARIA  
celebrada el 8 y 9 de octubre de 2001

---

En Santiago de Chile, a 8 de octubre de 2001, siendo las 15,30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Carlos Massad Abud y con la asistencia del Vicepresidente, don Jorge Marshall Rivera y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina, señor Jorge Desormeaux Jiménez y señor José De Gregorio Rebeco.

Asisten también los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;  
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Angel Nacrur Gazali;  
Gerente de División de Estudios, don Felipe Morandé Lavín;  
Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga;  
Gerente de División Internacional Subrogante, don Sergio Lehmann Beresi;  
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;  
Secretaria Ejecutiva Gabinete de la Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo;  
Jefe de Prosecretaría, doña Cecilia Navarro García.

I. Resolución sobre Proyectos de Acta correspondientes a las Sesiones N°s 23 y 24, celebradas el 6 y 7 de septiembre, de 2001, respectivamente.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo los Proyectos de Acta de las Sesiones N°s 23 y 24, celebradas el 6 y 7 de septiembre de 2001, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

II. Resolución sobre Minuta del Acta correspondiente a la Sesión N° 22, celebrada el 9 de agosto de 2001.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo la Minuta del Acta de la Sesión N° 22, celebrada el 9 de agosto de 2001, la que se aprueba sin observaciones.

III. Exposición de Política Monetaria.

El Presidente cede la palabra al Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, quien presente el siguiente Informe:

**SÍNTESIS DEL MES**

Las expectativas respecto a la evolución del escenario internacional sufrieron un cambio súbito luego de los atentados terroristas del día 11 de septiembre. Las proyecciones de crecimiento para los Estados Unidos y la economía mundial se han corregido nuevamente a la baja, lo que ha impactado con fuerza en los mercados bursátiles en el mundo desarrollado. En respuesta a estos acontecimientos, los principales Bancos Centrales han llevado a cabo nuevos relajamientos monetarios, no descartándose movimientos adicionales.

En todo caso, difícilmente este cambio sustantivo en las proyecciones para el panorama mundial puede asignarse a las consecuencias directas de la destrucción física y la pérdida de vidas humanas en Nueva York y Washington. En primer lugar, en días previos al 11 algunos indicadores mostraban ya un deterioro mayor en las condiciones del mercado laboral y la confianza de los hogares, por lo que una nueva corrección a la baja en las proyecciones de crecimiento parecía inevitable de todas formas. En segundo lugar, la percepción de consenso es que el efecto principal de los eventos recientes será un deterioro en las expectativas de los hogares respecto al futuro, aumentando aún más la aversión al riesgo en los mercados financieros y limitando el ritmo de crecimiento del consumo. En este escenario, el crecimiento de la economía mundial, ponderado por exportaciones, se reduce en 0,3% este año y 0,7% el próximo, respecto al Informe de Política Monetaria de septiembre. Los ajustes para el crecimiento promedio de los principales socios comerciales son superiores. Por ejemplo, para los Estados Unidos el crecimiento se estima en 1,1% para este año y 1,5% el próximo, mientras que a la fecha de cierre del Informe de Política Monetaria las proyecciones de consenso llegaban a 1,7% y 2,8%, respectivamente. No es descartable que continúen las correcciones a la baja en el corto plazo, manteniéndose además la incertidumbre en las economías emergentes.

Los efectos en Chile del cambio en el escenario internacional se han visto sobre todo en el precio interno de los combustibles, el tipo de cambio y las tasas de interés. Luego de una inflación mensual de 0,7% durante el mes de septiembre, se espera que en octubre la variación del IPC alcance en torno a 0%, fundamentalmente debido a la importante caída reciente en el precio de las gasolinas. Ello, unido a la estacionalidad tradicional de los últimos meses del año, indica que la inflación anual debería reducirse hasta niveles cercanos a los mencionados en el Informe de septiembre, en torno a 3 % en diciembre.

Con relación al tipo de cambio, éste superó la semana pasada los \$700 por dólar. Los eventos del 11 produjeron un incremento de una sola vez cercano a los \$25, y el rebote de la incertidumbre respecto a la situación fiscal y financiera de Argentina han contribuido con otros \$15 en los últimos días. A su vez, toda la trayectoria esperada del tipo de cambio se ha desplazado hacia arriba. La mayor aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales, en parte, está detrás de lo anterior: el premio soberano de Chile ha aumentado cerca de 30 puntos base desde el 10 de septiembre, ubicándose entre 200 y 215 puntos base durante la semana pasada. También otras economías de la región han visto sus monedas depreciarse de forma relativamente importante. En Brasil, el tipo de cambio se encuentra entre 2,7 y 2,8 reales por dólar, mientras que en México el cambio se ubica cercano a los 9,6 pesos por dólar. Hacia adelante, se modifica el supuesto de apreciación contenido en el Informe de Política Monetaria, en vez estimando un tipo de cambio nominal constante en \$ 695 durante los próximos años.

El comportamiento reciente de las tasas de interés domésticas revela que, frente al complejo panorama externo, sigue siendo el caso que sólo el tipo de cambio acusa recibo de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales. El precio de los pagarés del Banco Central de largo plazo han mostrado un fuerte repunte en el último tiempo, con tasas de retorno cercanas al 5,0% anual durante la semana pasada. Las tasas de interés de corto plazo



nominales han seguido una trayectoria similar. Estos movimientos a la baja no han sido exclusivos de los documentos del Banco Central, lo que se aprecia en que las tasas hipotecarias han vuelto a niveles de UF+6,5%.

Esta situación sólo en parte se puede explicar por el mayor atractivo por papeles indexados, producto del incremento reciente en la inflación. Factores más persistentes son la caída en las tasas de interés de largo plazo en las principales economías y la percepción de los mercados de que, como un todo, el escenario internacional luego del 11 de septiembre tiende a reducir las presiones inflacionarias de mediano plazo en Chile. La postergación del repunte en el crecimiento mundial afectará el desempeño del sector exportador, que durante este año fue el componente más dinámico de la actividad. Por otro lado se espera un precio promedio para el petróleo inferior al estimado hace unos meses (US\$ 23 por barril en 2002 y 2003).

Las noticias en el ámbito doméstico no han sido alentadoras tampoco. El crecimiento de la actividad industrial, aunque sigue siendo positivo, ha moderado su ritmo. Las cifras más recientes de comercio exterior revelan una caída en las exportaciones totales durante septiembre, y un estancamiento de las no cobre. Las importaciones muestran una trayectoria más tímida que la prevista hacia fines de agosto. En el corto plazo, esto se reflejará en un crecimiento del PIB durante el tercer trimestre en torno a 3,0% en vez de 3,5% previsto en el Informe de Política Monetaria, mientras que para el año como un todo se espera una expansión de 3,4%. El gasto a su vez mostraría un crecimiento prácticamente nulo durante el tercer trimestre, alcanzando una expansión de 1,5% durante el año como un todo. El mercado laboral sí sigue dando señales de mayor creación de empleo, lo que hace persistir expectativas de aceleración moderada del gasto y la actividad a lo largo de los próximos trimestres.

La incertidumbre respecto al desempeño de la economía mundial durante 2002 y 2003 es hoy particularmente elevada. La economía estadounidense está en una fase de desaceleración importante y todavía no hay una percepción clara de cómo ello terminará impactando al resto de la economías ni en qué momento se producirá el esperado rebote. La incertidumbre en países emergentes alcanza hoy un punto álgido, persistiendo las dudas respecto a la forma y los plazos en los que se resolverán los problemas fiscales de Argentina. Por ello, se estima prudente plantear dos escenarios alternativos para realizar proyecciones.

En uno de ellos, la combinación de políticas monetarias y fiscales expansivas permiten una recuperación rápida de la economía americana, con lo que se vuelve a tomar tasas de crecimiento de tendencia durante el año 2003 y los términos del intercambio de la economía chilena se recuperan a lo largo de los próximos dos años. La inestabilidad en economías emergentes tiende a mitigarse, con lo que la aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales disminuye y se produce un retorno gradual de los flujos de capitales. En esta situación, se estima que la economía chilena crecerá 4% durante 2002 y por sobre 5% en 2003.

Un escenario más pesimista resulta de suponer que la desaceleración de la economía mundial es más persistente, postergándose para después de 2003 una vuelta al crecimiento de tendencia. Los términos del intercambio de la economía chilena no se recuperan debido a un precio del cobre que se mantiene en torno a US\$0,70. Persiste la aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales y la escasez de financiamiento externo, no descartándose una crisis financiera mayor en economías emergentes. En una situación como ésta, el crecimiento doméstico se ubicaría en 3,5% durante 2002 y 4% en 2003.



Con respecto a la inflación, las trayectorias en estos dos escenarios tienen características similares a las del escenario central planteado en el Informe de Política Monetaria de septiembre. En primer lugar, el traspaso de la depreciación del tipo de cambio durante este año a precios, mediante una descompresión de márgenes, se apreciará en una aceleración de la inflación anual del IPC, la que alcanzaría valores cercanos a 4% durante el segundo semestre del próximo año. La inflación del IPCX superaría el 4% durante algunos trimestres. Esta trayectoria de la inflación es consistente con la modificación sustantiva del supuesto de trabajo para el tipo de cambio, debido al empeoramiento reciente del panorama externo en general y en las economías emergentes en particular.

Los dos escenarios descritos más arriba difieren ligeramente respecto al efecto final sobre inflación. En el primer escenario, de crecimiento mayor, la inflación anual a diciembre del próximo año se ubicaría en 3,9%. Más hacia adelante, las tasas de inflación anual proyectadas se reducen, alcanzando valores cercanas al centro del rango meta hacia fines de 2003. En el escenario de menor crecimiento, la inflación anual a diciembre de 2002 alcanzaría 3,7%, pudiendo bajar hasta 2,5% hacia fines del 2003.

## **EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA**

### **I. Escenario Internacional**

Desde la última reunión de política monetaria, la proyección de crecimiento mundial para este año y 2002 se han corregido a la baja, principalmente debido a los ajustes realizados en las perspectivas de Estados Unidos. Los indicadores de coyuntura en el tercer trimestre del año revelan que la economía americana no llegó a un piso en el segundo trimestre. A esto se sumó el impacto asociado a los atentados del pasado 11 de septiembre, que no sólo ha tenido efectos directos asociados a pérdida de infraestructura y menores días trabajados, sino que se espera que afecte la confianza de los consumidores.

La proyección de crecimiento promedio para este año de los principales socios comerciales se reduce a 1,3%, desde el 1,6% considerado en el Informe de Política Monetaria de septiembre. Hacia el 2002 el ajuste ha sido aún mayor, de 2,8% a 2,1%. En todo caso, no se puede descartar que estas proyecciones siga corrigiéndose a la baja.

Este escenario más deprimido para la actividad económica mundial redundará en un panorama más negativo para el precio del cobre. Se espera que este año el promedio del precio del cobre se sitúe en US\$ 0,72 la libra, mientras que el próximo año y el 2003 llegaría a US\$ 0,74 y US\$ 0,82 la libra, respectivamente. En el caso del precio del petróleo, hay que considerar que, si bien la menor demanda redundaría en un precio algo menor, los factores de oferta siguen teniendo una importancia fundamental. La OPEP ha tenido éxito aplicando mecanismos automáticos de modificación en las cuotas de producción cuando el precio se sale de la banda US\$ 22 - US\$ 28 el barril. Además, hay que agregar el riesgo de un conflicto en Medio Oriente que podría elevar el precio. Considerando el promedio de los futuros en los últimos treinta días, se estima un precio promedio anual de US\$ 23 para los años 2002 y 2003.

Respecto de la inflación en dólares, dado un debilitamiento esperado del dólar mayor al previsto en el último Informe de Política Monetaria y la mantención de las proyecciones de inflación en moneda local, la inflación en dólares deberá mostrar un leve aumento, que la llevaría hasta 2,5% anual promedio en 2002 y 2003.

Los perfiles de tasas de interés esperados, en particular, para Estados Unidos se han modificado de manera sustancial respecto del Informe de Política Monetaria de septiembre. La Fed Funds Rate se encuentra en 2,5%, equivalente a una tasa real en torno a 0%. Aún así, se esperan recortes adicionales en las siguientes semanas y la mantención de niveles bajos durante casi todo el primer semestre de 2002. El Banco Central Europeo también redujo en 50



puntos base la tasa de política en forma inmediata luego del 11 de septiembre, y se espera que este ciclo de reducciones continúe en los próximos meses, llevando la tasa Repo hacia un valor en torno a 3,0%.

Las perspectivas de mediano plazo para el crecimiento mundial se mantienen relativamente estables, lo que se aprecia en expectativas de que los rendimientos de los bonos a 10 años denominados en dólares y euros tenderían a niveles en torno 5,5% en los siguientes doce meses. Por supuesto, los grados de incertidumbre que rodean este escenario de recuperación son importantes, pero la percepción de consenso es que la combinación de política fiscal y monetaria expansivas en los Estados Unidos eventualmente hará repuntar el gasto doméstico y la confianza de los consumidores.

En las economías emergentes se ha observado un incremento de los premios de deuda soberana, explicado fundamentalmente por la búsqueda de instrumentos más seguros por parte de los inversionistas y por la persistencia de un elevado nivel de incertidumbre en Argentina. El spread soberano de Chile no ha estado ajeno a esta dinámica. Con todo, las nuevas proyecciones apuntan a una convergencia hacia 150 puntos base al cierre del 2003.

## II. Mercados Financieros

Desde mediados de agosto se observa una trayectoria descendente en las tasas de los documentos del Banco Central. Esta caída se acentuó a partir de los acontecimientos del día 11 de septiembre, debido a las menores perspectivas de crecimiento de la economía en el ámbito local y mundial y al arbitraje con las tasas externas. Así, las tasas de los pagarés reajustables del Banco Central cayeron casi 50 puntos base respecto del promedio de agosto. Asimismo, los documentos nominales también mostraron, a lo largo de septiembre, disminuciones de similar magnitud. En los últimos días las tasas de largo plazo han sufrido un leve incremento, impulsadas por los rumores de que la situación Argentina se estaría nuevamente deteriorando en forma acelerada. Actualmente el PRC-8 se transa en UF+5,0 y el PRC-20 en UF+5,5% en el mercado secundario.

El nuevo escenario internacional ha determinado un fuerte cambio en las expectativas sobre la tasa de política monetaria, que difieren en magnitud y plazo de aquellas esperadas a principios de septiembre. La curva forward muestra que la tasa de política monetaria se mantendría estable hasta fines de año, con un alza de 50 puntos base durante el primer semestre del próximo año y otros 25 puntos más en el siguiente semestre.

La negativa evolución de los mercados bursátiles desde el 11 de septiembre –en particular el IPSA ha acumulado una caída de 17,4% medida en dólares- ha significado una mayor demanda por instrumentos de renta fija. Esto ha impulsado una disminución en las tasas de las letras de crédito y bonos corporativos, aunque más moderada que la del PRC a 8 años.

El dinero se mantiene con variaciones mensuales anualizadas reales en torno a 4,5%, controlando los efectos estacionales y de tasa de interés. Los agregados monetarios más amplios muestran una evolución igual de moderada, debido fundamentalmente a que se aprecia una reasignación de la cartera de los privados, desde depósitos en pesos hacia instrumentos de mejor rentabilidad y mayores plazos como depósitos en dólares e instrumentos de renta fija.

Las colocaciones totales (públicas y privadas) mostraron un comportamiento más bien moderado durante septiembre, lo que se debe en gran medida a la desaceleración de las colocaciones hipotecarias tras un aumento de las tasas de interés para este tipo de operaciones, que tendió a revertirse hacia fines de mes y principios de octubre.



Tras el anuncio de que el Banco Central intervendría en el mercado cambiario la cotización del dólar disminuyó casi 25 pesos entre el 16 de agosto y el 10 de septiembre. Los atentados terroristas sufridos por Estados Unidos el día 11 de septiembre significaron un drástico cambio en el escenario internacional y un mayor grado de incertidumbre, lo que se tradujo en una nueva escalada del tipo de cambio cercana a los \$ 25. En los últimos días esta situación se ha visto exacerbada por el rebrote de inestabilidad en Argentina. Con todo, el peso chileno se ha depreciado casi 5% desde el 10 de septiembre para situarse actualmente en torno a \$700 por dólar. En términos reales, el tipo de cambio acumula una depreciación en torno a 15%.

Las expectativas de depreciación cambiarias de corto plazo han aumentado producto de esta mayor incertidumbre. Así, entre el 10 de septiembre y el 2 de octubre, las operaciones forward peso/dólar muestran un incremento en la depreciación implícita del orden de 0,5% en promedio para los distintos plazos. Por otro lado, aunque la tasa externa relevante se ha ajustado a la baja, el aumento del premio soberano y la fuerte caída del PRC a 8 años se han traducido en un diferencial real externo negativo, lo que indica expectativas de apreciación real en el mediano plazo.

El rebrote reciente de la inestabilidad en Argentina pone una sombra de duda sobre el escenario de apreciación presentado en el Informe de Política Monetaria, lo mismo que el deterioro mayor y más persistente en los términos del intercambio. Por ello, en este documento se utiliza el supuesto de trabajo que el tipo de cambio se mantiene constante en torno a \$695 hasta fines del año 2003. Esta trayectoria es consistente con la información disponible a la fecha de la encuesta de expectativas de octubre.

### III. Economía Doméstica

#### Actividad

El tercer trimestre del año entrega indicadores menos favorables que los esperados en el Informe de Política Monetaria de septiembre. La actividad económica de julio estuvo bajo lo esperado (variación del Imacec de 2,8% en 12 meses), mientras que agosto no presenta mejores síntomas (alrededor de 3,0%). Septiembre insinúa un comportamiento similar en términos globales.

En el ámbito sectorial, el débil desempeño observado en los primeros meses del segundo semestre en la producción y ventas industriales, así como también en las importaciones, muestran que el repunte de junio tuvo algo de transitorio. Aun así, el cuarto trimestre continúa presentando expectativas de crecimiento más favorables, lo que lleva a proyectar un crecimiento del PIB de 3,4% en el segundo semestre, entregando como resultado un aumento similar para el agregado del año. Por su parte, el gasto observará un aumento de alrededor de 1,5%, debido a que todavía se espera un repunte en el cuarto trimestre (4,4%).

#### Demanda Interna

Recientemente se ha visto un mejoramiento de algunos indicadores reales, como por ejemplo, las ventas del comercio minorista (3,3% en 12 meses) y las de supermercados (7,8%, INE) lo cual permite proyectar un quiebre parcial del gasto de los hogares en la medida que continúe mejorando el empleo.

Sin embargo, existen otras variables que continúan mostrando los efectos de expectativas menos favorables para la actividad general, como por ejemplo las importaciones, colocaciones de consumo y las ventas de vehículos nuevos. Además, con la información disponible para el sector industrial y las importaciones, se espera que continúe la reducción de inventarios durante al menos parte del cuarto trimestre.



En la inversión, el fuerte impulso dado por las ventas de viviendas, que en agosto ascendieron en más de 35%, ha favorecido la reducción en los stocks existentes. En tanto, el significativo aumento de los permisos de edificación de agosto (más de 20% de aumento de la superficie total) permiten suponer un cuarto trimestre más favorable. En cuanto a los permisos por destino, los de carácter industrial y de servicios fueron especialmente dinámicos; en cambio, los de carácter habitacional cayeron levemente en relación con los meses anteriores.

La mayor inversión en construcción habitacional del tercer trimestre se ha visto compensada por el escaso dinamismo de la inversión en maquinaria y equipo, en particular de origen extranjero. Las importaciones de bienes de capital cayeron 12,4% en agosto.

### Política Fiscal

El Ministerio de Hacienda espera que durante el 2001 los ingresos corrientes estén 0,8% bajo lo esperado en el presupuesto del presente año, mostrando una expansión real anual de 3,1%. Por su parte, el gasto público ha crecido de acuerdo a lo establecido, proyectándose un déficit contable de 0,5% del PIB y un superávit estructural de 0,9%.

El proyecto de ley del presupuestos del año 2002 estima un crecimiento del PIB efectivo en 4,5%, generando una brecha entre el PIB potencial y efectivo de 3%. El precio del cobre se espera que esté en US\$0,78 por libra promedio para el año, con un precio para el mediano y largo plazo de US\$0,90.

El gobierno prevé que los ingresos aumenten en 4,8%, en tanto que el gasto con impacto macroeconómico lo haga en un 4,9%. La mayor recaudación estará dada por los ingresos tributarios (7,2%) y por los ingresos provenientes del cobre (23,2%). Por otro lado se espera una reducción de 15% en los ingresos de operación debido a menores pagos de empresas concesionarias en obras de infraestructura.

El gasto corriente se espera que crezca 3,8% y las transferencias 9%. Por último, la inversión pública se estima crecerá 11%.

En resumen, el proyecto de ley del presupuestos prevé un déficit del gobierno central para el año 2002 de 0,3% del PIB. Con ello el ahorro público llegará a 3,7% del PIB, cifra superior al 3,3% estimado para el 2001. Con todo lo anterior, las autoridades de Hacienda estiman que se logrará un superávit estructural de 1% del PIB.

En el estado de la hacienda pública se reconoce la posibilidad que el crecimiento no alcance el 4,5% proyectado. En un escenario alternativo de crecimiento de 3,5%, el déficit contable alcanzaría 0,6% del PIB, tres décimas por sobre lo proyectado en el escenario base.

### Mercado Laboral

Las últimas cifras de empleo señalan que continúa el mejoramiento de la situación en el mercado laboral. En el trimestre móvil junio-agosto el empleo creció 1,8% anual, correspondiente a 92 mil ocupados adicionales. Esta recuperación no sólo se debe al aumento de los programas públicos de empleo, dado que 40% constituye incremento en el empleo privado. Sin considerar los efectos estacionales se obtiene que la ocupación alcanza el nivel que existía en octubre de 1998.

La tasa de desocupación nacional en el trimestre móvil junio-agosto 2001 alcanzó a 9,7%, experimentando una baja de 0,1 puntos porcentuales respecto al período anterior y de 0,9 puntos porcentuales en relación al año pasado. Este valor es comparable en términos desestacionalizados al existente en febrero de 1999. La reducción en el desempleo se debe principalmente a los planes de empleo gubernamental y a la creación de puestos de trabajo de algunos sectores como la industria manufacturera, comercio y construcción. Destaca el hecho



que el desempleo haya bajado a pesar que la muestra tomó el período más crudo del invierno.

La recuperación en el empleo también se observa en el comportamiento de la fuerza de trabajo, que continúa exhibiendo una tasa de crecimiento anual positiva (0,8% para el último trimestre). Sin embargo aún no se recupera el nivel de tasa de participación laboral que existía a mediados del año pasado.

La recuperación del empleo está asociada a importantes sectores de la economía. Se observa un aumento de la ocupación en la industria, que presenta una tasa de crecimiento anual positiva por primera vez desde octubre del 2000 (4,3%). El empleo en la construcción experimentó un fuerte incremento (7,4% anual), lo que podría deberse al aumento en los permisos de edificación en los meses anteriores. Por último, lo más destacado es el fuerte incremento en el comercio, debido a que este sector depende menos de las variaciones de la estacionalidad invernal.

Las perspectivas del empleo para lo que queda del año son que mantenga un ritmo moderado de expansión. El sostenido aumento en los permisos de edificación indica que el aumento en empleo en la construcción se mantendría. Además, el fin del período de estacionalidad hacia fines de año afectará positivamente sectores como la agricultura. En todo caso, este repunte del empleo es consistente con presiones inflacionarias que aún están acotadas.

#### **IV. Precios y costos**

La inflación de septiembre (0,7%) estuvo en línea con lo esperado en el transcurso del mes. Los aumentos en el precio de los combustibles y los servicios regulados fueron los principales determinantes de esta variación. La evolución de los servicios regulados también fue el principal factor detrás del incremento del IPCX (0,5%). En términos anuales, la inflación del IPC llegó a 3,9% y la del IPCX a 3,6%.

Con respecto al impacto del tipo de cambio, aún la economía muestra un bajo coeficiente de traspaso en los precios de los bienes durables. Por otra parte, el aumento de la inflación subyacente de los transables (2,2% anual vs. 2,0% en agosto) está fuertemente asociada al incremento en el precio de los alimentos y al efecto rezagado de los aumentos en estos bienes durante el mes de agosto. Por el contrario, la mayor depreciación del peso está afectando a los bienes no transables a través de las tarifas de los servicios regulados. Es así como en septiembre aumentaron las tarifas de la electricidad (5,0%), el agua potable (2,1%), los teléfonos (1,3%) y las micros (1,2%).

En relación con otros costos, durante agosto del 2001 se evidenciaron los efectos de las cláusulas de indización sobre los salarios nominales. La menor inflación registrada en los últimos meses provocó que los salarios nominales experimentaran menores tasas de crecimiento. El Índice Nominal de Remuneraciones elaborado por el INE creció 5,2% con respecto al año pasado. Por su parte, el Índice Nominal del Costo Mano de Obra aumentó 5,1% en términos anuales. Se espera que en los próximos meses la aceleración de los salarios privados se mantenga en línea con la inflación observada durante el primer semestre del 2001. Con respecto al reajuste de los salarios público se deben esperar los resultados de la próxima negociación.

Las perspectivas para octubre dependen de la trayectoria más reciente del precio del petróleo, el cual provocará un descenso del precio interno de los combustibles a comienzos de este mes. Como resultado, se espera una baja inflación que estará en torno a 0%-0,2%. A este elemento se contraponen la habitual estacionalidad positiva de los perecibles en esta época del año (cambio de estación y primores), factor que se repetiría este año. De verificarse un aumento del IPC como el señalado para octubre, la inflación en doce meses estará en torno a 3,5%.



Para fines de año se espera que la inflación mensual permanezca en rangos bastante menores que los observados en septiembre (entre 0% y 0,1%), tasas que son habituales para estos meses del año. Con todo, la inflación del 2001 se ubicará en 3,1% a diciembre. Más adelante, la inflación del IPC registrará una inflación anual entre 3% y 3,5% durante el primer trimestre del próximo año producto de un traspaso creciente de la depreciación pasada del peso a precios y la evolución de los combustibles. Al respecto, los futuros del precio del petróleo indican un aumento paulatino durante el primer trimestre (US\$25) y luego un leve descenso para alcanzar un promedio anual de US\$23 el barril. Ello provocaría movimientos de menor magnitud en los precios internos de los combustibles de aquí a fines de marzo del próximo año.

## PERSPECTIVAS PARA LA INFLACIÓN Y EL CRECIMIENTO

El cambio en los supuestos del escenario internacional para los próximos ocho trimestres han sido sustantivos. El crecimiento proyectado para la economía mundial incluye ya una situación recesiva en los Estados Unidos durante el segundo semestre, con una aceleración sólo hacia fines del próximo año. La caída de los términos del intercambio este año, estimada en 5,9% en septiembre, hoy alcanza más de 8%, debido en lo esencial a perspectivas para el cobre más pesimistas. Respecto a la situación de las economías emergentes, no es descartable el escenario central incorpora la mantención de los actuales niveles de turbulencia, lo que es el principal factor tras el supuesto metodológico de tipo de cambio constante en \$ 695. Para el precio del petróleo los riesgos aparecen como balanceados.

En el ámbito doméstico, perspectivas menos promisorias para el sector industrial, junto con la continuada reducción de las existencias, llevan a corregir la estimación de crecimiento para este año hasta 3,4%. En todo caso, las perspectivas de Consensus Forecast siguen indicando un repunte de la economía mundial y de los términos del intercambio hacia el año 2003. Debido a que se estima que esta es la principal fuente de riesgos, se plantean dos escenarios alternativos, igualmente probables. Uno de ellos se basa en que el escenario del Informe de Política Monetaria de septiembre se posterga para el año 2003, en línea con la información más reciente de Consensus. El segundo supone que la aceleración es más modesta, no llegando el crecimiento de la economía mundial a tasas de tendencia dentro del horizonte de proyección. De la misma forma, los términos del intercambio persisten en niveles reducidos, con incluso una leve caída adicional durante el próximo año.

La tabla siguiente describe los distintos supuestos de estos dos escenarios alternativos, junto a los implícitos en el Informe de Política Monetaria de septiembre.

### Supuestos alternativos:

En términos de crecimiento económico, ambos escenarios indican una trayectoria para la actividad por debajo de la planteada en el Informe de Política Monetaria de septiembre. En el escenario A, al haber de todas formas un repunte de las condiciones externas durante 2003, el crecimiento doméstico pasa de 4% el 2002 a 5,4% el 2003. En el escenario B esta recuperación es bastante más modesta, con lo que el crecimiento llega a 3,5% el 2002 y 4% el 2003. El crecimiento del ingreso nacional durante 2002 en el Escenario A se ubica en todo caso en niveles similares a los del Informe de Política Monetaria de septiembre, debido a que menores perspectivas para los términos de intercambio se compensan con un mejoramiento mayor del pago neto a factores, por una caída en las tasas de interés mayor a la estimada hace un tiempo.

Las expectativas de mercado se ubican entre estas proyecciones. En la encuesta de expectativas de octubre, se aprecia que el crecimiento esperado para el próximo año llega a 3,6%, mientras que para el 2003 la proyección se ubica por debajo de las estimaciones anteriores, en 4,5%.



Las necesidades de financiamiento externo tienden a reducirse en el escenario A respecto a este año gracias a la recuperación de los términos del intercambio. El déficit en cuenta corriente se ubica entre 1% y 2% durante los próximos dos años. Por el contrario, en el escenario B el déficit en cuenta corriente se mantiene entre 2% y 3%, nivel similar al de este año. La tabla siguiente resume estos resultados.

#### Crecimiento y cuentas externas:

Con respecto a la inflación, ambos escenarios (A y B) mantienen características similares a las del IPOM de septiembre. La depreciación del peso que ya ha ocurrido en los primeros tres trimestres del año tenderá a acelerar la inflación anual hacia mediados del 2002, debido a la gradual descompresión de márgenes de comercialización. Es previsible que la inflación anual llegue al techo del rango meta para la inflación, pudiendo superar por algunos trimestres el 4%. La factibilidad de que esto ocurra depende de forma crucial de la evolución del tipo de cambio y del ritmo de crecimiento de la actividad. En todo caso, al ser la descompresión de márgenes un fenómeno eminentemente transitorio, la inflación anual tiende a descender hacia el centro del rango meta durante 2003, no descartándose que pueda ubicarse bajo 3% hacia fines de 2003. De hecho, en el escenario B a inflación anual a diciembre del 2003 se ubica en 2,5%.

#### Perspectivas para la inflación:

Las expectativas privadas son algo más pesimistas que estas proyecciones en el mediano plazo. Aunque grosso modo la trayectoria primero ascendente y luego descendente de la inflación anual que se percibe en la encuesta de expectativas, hacia fines del 2003, se ubica en torno a 3,5%.

El Presidente comenta que aquí hay dos proyecciones de inflación y de producto que se estima, por parte de la División, con igual probabilidad, planteamiento sobre las que desea intercambiar ideas.

Se refiere a la encuesta que indica que las estimaciones se acercan más al escenario B que al A, de hecho están relativamente lejos del escenario A, muy cerca del escenario B. Cree que es difícil esperar que la economía mundial se recupere con rapidez, a pesar de que hubo en algún momento la esperanza que esto fuera más bien una V corta. Señala que los datos más recientes, en particular, la pérdida de confianza de los consumidores que aparece relativamente importante en los datos de los Estados Unidos, da más bien para pensar de que hay una mayor probabilidad de que la situación más débil de la economía mundial se mantenga por un período un poco más largo de lo que se había visto anteriormente. Eso apunta más bien a una proyección de crecimiento algo menos optimista entre las dos que aparecen con igual probabilidad. Al mismo tiempo, tiene la sensación de que las incertidumbres que existen, a esta altura, son extraordinariamente grandes y que sería poco prudente aparecer con alguna forma de revisión de estimaciones del carácter puntual, porque eso podría llevar a quedar obsoletos rápidamente y obligar a un ejercicio de revisión cada vez que haya una reunión de política monetaria, lo que no sería muy apropiado. Por eso, señala que tiene más bien la inclinación a pensar que, tal vez fuera útil en esta oportunidad, más que señalar una estimación punto, pensar en términos de rango y el tipo de rango el cual cree está de cierta manera basado en lo que se dijo en el Informe de Política Monetaria en septiembre, en que se hizo una proyección de crecimiento, para este año, del orden del 3,7%, indicando que había un riesgo hacia abajo. Ese riesgo, dice, se ha materializado, por lo cual esa proyección queda como en la parte alta de cualquier rango que se pudiera pensar para este año y probablemente se podría estimar que, como un rango relativamente acotado para este año, un medio punto, entre 3,2% y 3,7%, que sería poniendo la estimación antigua como el tope de la banda e ir usando un rango de cinco décimas como diferencia entre los dos.



Naturalmente, expresa, el rango tiene que ampliarse hacia adelante si es que se da uno para este año, y estaría pensando en un margen en el cual el 4% para el 2002 se convierte más bien en la parte alta de éste. También, y probablemente, la parte baja del rango esté en el orden de 3%, o sea, pensar que se amplía a 1 punto y, para el 2003 considerando que las incertidumbres son infinitas en términos del crecimiento, se puede pensar un rango aún más alto que eso, del orden de entre 3,5% y 5%, por ejemplo, como rango de proyección, un punto y medio de diferencia en los rangos.

Lo anterior, porque estima que es demasiado arriesgado aparecer con nuevas proyecciones y más bien cree que se tienen que reflejar las incertidumbres grandes que hoy día existen y ponerse en ese marco. Eso le lleva a pensar que no sería útil hacer una publicación especial formal de una revisión de proyecciones, sino más bien buscar alguna manera menos formal de transmitir el pensamiento alrededor de estos puntos. Probablemente una manera de hacerlo sea incluir estas proyecciones en el comunicado de prensa, señalando que las incertidumbres son bastante grandes y poniendo énfasis en eso. Tal vez se debiera construir esa presentación poniendo énfasis en los factores que influyen sobre ella, en la baja de proyección de crecimiento en particular que ahora hay, que tiene que ver con las predicciones de la economía mundial y otras, pero poniendo énfasis en esos elementos. Cree también, que la tarea de hacer una buena comunicación contribuye a educar al público y a explicar de manera más adecuada las políticas del Banco.

El Presidente ofrece la palabra para que los asistentes a la reunión entreguen sus opiniones al respecto.

Al Consejero señor De Gregorio le parece bien detallado todo el cuadro de proyecciones, aunque piensa que sería bueno tener un poco más aclaradas algunas de estas dudas. Dice compartir plenamente que no se puede hacer un IPOM y que en enero corresponderá entregar proyecciones definitivas, pero por ahora, señala, sería importante tener bien claras las proyecciones.

Respecto del comunicado, comparte también la idea que, como no se entregarán detalles sino que se va a decir cuál es el contexto sobre el cual se toma una decisión de política, cree que es importante cómo uno se comunica y establece cierto lenguaje, porque, tener que desdecirse del IPOM en un mes, resulta novedoso. Señala que el año 2001 está medio jugado, de manera que tal vez podría bastar con decir "algo menor", porque ello equivale de 2 a 5 décimas, o sea, si se usa como algo menor de lo que venía en el IPOM, que es lo más probable, tal vez se está pensando para el año 2002, hablar de "algo probablemente entre 3,5% y 4%". Para efectos del año 2003, dice que por ahora lo ignoraría y no cree que sea demasiado importante, porque es un año bastante incierto y que no es el centro de la discusión.

Agrega el señor De Gregorio que le queda la inquietud de cuáles son los escenarios que resulten más negativos. Sin duda, dice, existe pánico, pero algunos analistas estaban hablando de 2,8%, mientras que en su informe han colocado 3,3% – 3,5%. Manifiesta que hay ahí una tendencia a sobrereaccionar, porque existe un ambiente que sería bueno determinar respecto de su origen y efectos que las expectativas comprometen. Señala que desea separar cómo se va hacer la comunicación de temas que se deberían tener relativamente claros y él trataría de delinear algún escenario de riesgo, o sea, qué puede pasar si es muy malo, dónde está la línea que puede ser 2% o 1%. Ese tipo de cosas cree que también sería bueno tratar, porque se está en presencia de algo muy incierto y todas las regresiones, los modelos y lo que se tiene en el Banco son efectuados con datos de una época bastante próspera, vale decir, desde 1985 al 2000, con bastante pocas observaciones malas, por lo que estima que sería bueno afinar ese tema.



El Gerente de la División Estudios señala que una forma de abordar ambas cosas, es decir, dar una proyección que sea primero más pesimista pero menos detallada y a la vez señalar qué es lo que ha pasado que nos lleva a esto, sería dar algunas pistas en el sentido de lo que se podría llamar elasticidad, es decir, la proyección del crecimiento mundial después de los acontecimientos de septiembre se ha ajustado a la baja sustancialmente que en términos de consenso implica una reducción, por ejemplo, del crecimiento de este año y el próximo de entre 50 y 150 puntos base. Indica que eso va a tener un impacto sobre la economía chilena, un rango del orden de tantos puntos porcentuales de desfase lo que permite señalar que respecto de lo que se proyectó en septiembre, podría haber esta magnitud de impacto sobre la economía chilena en cuanto al crecimiento económico. Incluso, se podría dejar sin decir que va a ser entre 4% y 5%, y sólo señalar el rango del efecto y ese efecto podría ser considerando un punto bajo el escenario de rigor.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, manifiesta que concuerda con la idea del rango para la estructura de crecimiento y agrega que quizás sería una buena experiencia ver cómo es la reacción hoy día para ver si se puede repetir en el futuro. Respecto a la inflación, entiende que el Consejo está pensando también entregar un rango para la inflación del próximo año o dejar la proyección sin modificaciones.

El Presidente se inclina por decir que "estos cambios tienen efectos contrapuestos respecto de la inflación, de modo que no se alejan mucho de las proyecciones ya hechas", pero lo deja para la segunda discusión.

El Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann, coincide con la idea de entregar un rango más bien de crecimiento en lo que se refiere al 2002, en particular, señala, porque en lo que se refiere al crecimiento mundial, los datos con los cuales se han hecho los modelos son efectivamente los de Consensus, pero hay algunos bancos de inversión que están dando crecimientos bastante menores a lo que aparecen acá, como por ejemplo, el J. Morgan no solamente para el año 2001 sino también para el año 2002, así como también otros bancos de inversión, es decir, no sería raro que el Consensus, que está próximo a salir, mostrara crecimientos mundiales menores a los que se consideraron, dado que más o menos se está hablando de elasticidad 1 a 1, o sea, se va a tener un impacto sobre nuestro crecimiento del 2002 de acuerdo a esos eventuales números de, a lo mejor, dos puntos o algo así.

Hace presente el señor Lehmann que también hay un efecto hacia el lado contrario, o sea, su sensación es que a lo mejor, en principio, las reacciones han sido bastante pesimistas, pero también ha habido algunas noticias buenas, en particular, por ejemplo, el precio del petróleo. Hace presente que hoy día se está cotizando por debajo de lo que cerró el día viernes y ése, que parecía como un eventual elemento de riesgo, al parecer no se está materializando. Hoy el precio del petróleo está por debajo de los 21 dólares. De la misma manera, una vez que ha comenzado el contraataque norteamericano, las bolsas tampoco han reaccionado negativamente, es decir, si bien hubo un primer impacto negativo después se mostraron con una reacción positiva. Algo similar ocurrió con el precio del petróleo que saltó en la mañana, pero después empezó a bajar y terminó con un nivel algo por debajo del que había cerrado el día viernes. En definitiva, dice, esto puede también llevar a algún cambio en términos de proyecciones en la medida que se van desarrollando los eventos en Medio Oriente.

Manifiesta el señor Lehmann también, su sensación de que no se ha incorporado completamente el anuncio del gasto fiscal en Estados Unidos, que es tremendamente expansivo, por lo tanto, dice no estar seguro si ese elemento ha sido adecuadamente tomado o capturado por las proyecciones que han dado los bancos de inversión. En definitiva es posible que, dado ese escenario, a lo mejor el crecimiento de Estados Unidos sea algo mayor de lo que se está, incluso, entregando en Consensus.



El otro factor, indica, es las tasas de interés. En efecto, las tasas de interés reales hoy día han estado en cero y eso no ocurría desde hace diez años, por lo tanto, también cree que es un efecto que tampoco ha sido bien recogido por las proyecciones de algunos bancos de inversión. Cree que no sería raro de que, en definitiva, el crecimiento en Estados Unidos, el año 2002, sea en consecuencia por sobre lo que está entregando Consensus a los bancos de inversión.

El Gerente General, don Camilo Carrasco, manifiesta que como comunicado de la reunión de política monetaria, la parte nuevas cifras es importante, pero no demasiado. Estima que para los agentes económicos, más que las nuevas proyecciones, es reafirmar temas de política que son relevantes desde el punto de vista del Banco Central. Cree que, en este momento de más incertidumbre, se necesita decir que el nuevo escenario el Banco Central lo va a enfrentar de tal y tal manera.

El Consejero señor Desormeaux coincide con que no se tiene realmente una obligación de comunicar los cambios que pueda haber experimentado la proyección de crecimiento. Manifiesta que le parecería extraño, por ejemplo, que en la reunión de esta semana o en la semana siguiente el Banco Central Europeo sienta que su primera obligación sea decir cómo han cambiado sus proyecciones de crecimiento. Cree que esa exigencia no existe. Se puede hacer si se considera que es una manera de reducir la incertidumbre y ayudar a la confianza interna, pero no le parece que sea una obligación, y estima mejor la idea de un rango que una proyección punto que se va a tener que cambiar probablemente. Observa que en los Estados Unidos con la rebaja de impuestos de 70 mil millones que considera el Presidente Bush ya se está hablando de 125 mil millones de recursos fiscales, más una baja de la tasa de política monetaria, que va a llegar por lo menos al 2%, y los bancos de inversión, estiman un crecimiento de más de 3% para el segundo trimestre de 2002 en ese país. En la práctica, con respecto a lo que se está analizando, teme que en el escenario internacional, el crecimiento va a ser un poco mejor de lo que se está señalando y en cambio, le tiene mucho más temor al fenómeno de los países vecinos. No sabe si eso se ha tomado en cuenta y se ha evaluado cuáles son los canales a través de los cuales nos va a afectar. Piensa que se va a tener un mejor desempeño del crecimiento de la economía mundial, pero a través de algún canal financiero nos va a golpear la situación argentina y eso puede ser, probablemente, más importante que la velocidad de la recuperación mundial.

El Vicepresidente señor Marshall manifiesta que ha sido muy de su agrado el formato que distribuyeron en esta ocasión, cree que es un buen documento, mejor que los que se tenían para las reuniones habituales. Sugiere sí agregar al final, un cuadro standard similar al que usaban antes y que se llamaba "el macro" y que es parecido al modelo del Fondo Monetario Internacional.

Continúa el señor Marshall señalando que tiene la impresión que se está en presencia de un fenómeno que ninguna cifra de Consensus Forecast va a reflejar. Plantea que hay que estar preparado para un cuadro bastante más negativo en Estados Unidos. Hasta hace tres meses atrás ellos decían que el superavit asignado al Social Security no podían tocarlo y ahora están diciendo lo contrario. Tiene la impresión de que hay una pérdida oscura, que es la pérdida del valor de los activos, ya que cuando los activos no se transan no se percibe la pérdida de valor, por ejemplo, como nadie vende casas nadie sabe que las casas cayeron de precio, pero así sucedió efectivamente, la riqueza cayó de precio, hay un efecto riqueza superior a lo que las cifras reconocen, que sólo se sabrá después que se conozcan las cifras de consumo, etc. En ese sentido cree que es más pesimista respecto de la economía de Estados Unidos.



Obviamente, dice, hay un nivel muy grande de incertidumbre y dado que eso ocurre, cree que es mejor entregar cifras con un nivel mayor de explicación y comparte lo que planteó en ese sentido el Presidente señor Carlos Massad, así que en términos muy simples, proyectaría un rango entre 3% y 4% para el año 2002, manteniendo más o menos una sintonía con el mercado; no daría ninguna cifra para el 2001 y para el 2003 diría que los cambios son menores. Solamente colocaría una cifra para el 2002, en ese rango y en la línea también de lo que planteaba el señor Morandé respecto de ir viendo los efectos. En algunos casos daría cifras y en otros casos, simplemente, mencionaría los efectos.

En relación al tema que ha planteado el señor Gerente General y que comparte plenamente, señala que había ensayado una redacción, porque a su juicio, la pregunta es ¿por qué no se baja la tasa en este escenario que se está viviendo?, piensa que ése es el tema de fondo. Su respuesta a esa pregunta es que se observa hacia adelante un aumento de la inflación y después una disminución, o sea, un escenario bien complicado. Si se tuviera por delante solamente una disminución, la respuesta de política monetaria sería mucho más simple, se podría bajar la tasa, y eso lo diría de la siguiente forma: "En la medida que se tenga mayor seguridad en la trayectoria transitoria del aumento en la inflación, el Banco Central estará en condiciones de introducir un mayor impulso monetario". Dice tener la impresión de que en la medida que se tenga la seguridad que ésa es la trayectoria, la trayectoria lo que está indicando es que para el año 2003 se está bajo el 3%. Si el sesgo de actividad es negativo, la trayectoria va a ser más acentuada, o sea, en el escenario B que se mencionaba recién, la inflación al año 2003 es 2,5% y 2,4%, es decir, el escenario B es el escenario intermedio. Observa que el escenario B está entre un escenario C y un A; el A es optimista, el B es centrado y el C es el más pesimista, por lo tanto, el escenario indica que la inflación está en 2,5% y 2,4% según IPCx para el año 2003. El problema es que se llega a eso con algo en torno a 4%, entonces la trayectoria es negativa desde el punto de vista del Banco, porque se va a llegar al 2,5% pero después de haber pasado por 4%, lo que complica un poco.

El Presidente señala que la discusión de la redacción del comunicado la tendrán mañana. Le parece que hay coincidencia en pensar que no se va a hacer una publicación formal de nuevas proyecciones; que se introducirán rangos en el comunicado y que éste debe contener una justificación de los cambios de dirección que se ven en las proyecciones hasta ahora, y señalar la visión de política del Banco Central y de los instrumentos que tiene a su disposición de aquí para adelante. Cree que en eso estarían todos de acuerdo y solicita, sobre esa base, un borrador de comunicado para mañana. Espera también que los documentos necesarios para la discusión fueran repartidos temprano mañana para tener tiempo de verlos con calma.

Recuerda también el señor Massad que el Consejero De Gregorio ha pedido una visión menos favorable de lo que pueda venir. Cree que es útil tener esa visión como piso de lo que se podría estar enfrentando y sería bueno, dice, si en el curso de la semana se pudiera obtener algo al respecto, enfatizándolo por el lado financiero regional, para tener una discusión sobre ese tema, el martes de la próxima semana.

El Vicepresidente señor Marshall hace notar que el escenario A y el escenario B tiene un tipo de cambio supuesto de \$700 a fines del 2003 y con eso la inflación les da 2,5% a fines del 2003 en el escenario B. Probablemente, dice, no hay otro supuesto que hacer en este momento, pero es un supuesto bien fuerte suponer que el tipo de cambio permanece en un nivel tan elevado hasta el año 2003. Contesta el señor Morandé diciendo que eso refleja que no existen muchos antecedentes como para decir que va a subir o que va a bajar; parece ser que ya subió suficiente de modo que no va a subir mucho más, pero que también existen dudas. El señor Marshall manifiesta que sólo quiere destacar que es un supuesto relativamente alto y no significa que se tenga que cambiar el supuesto.



Por último, el Presidente señala que tiene cierto temor del anclaje de las expectativas, aunque la última encuesta no muestra ningún síntoma de ese anclaje. Tiene una preocupación seria, sobretodo si en las proyecciones aparece que en algún momento se va a estar por sobre el 4%. Piensa que la credibilidad del Banco Central va a estar puesta a prueba duramente y se va a tener que trabajar tomando eso en cuenta.

El Consejo acuerda suspender esta Sesión a las 17,35 horas, para continuarla mañana 9 de octubre en curso, a las 16,00 horas.

-----

En Santiago de Chile, a 9 de octubre 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 y con la asistencia del Vicepresidente, don Jorge Marshall Rivera y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina, señor Jorge Desormeaux Jiménez y señor José De Gregorio Rebeco.

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

Los demás asistentes son los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;  
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Jorge Carrasco Vásquez;  
Gerente de División de Estudios, don Felipe Morandé Lavín;  
Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga;  
Gerente de División Internacional Subrogante, don Sergio Lehmann Beresi;  
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;  
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;  
Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete;  
Secretaria Ejecutiva Gabinete de la Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo;  
Jefe de Prosecretaría, doña Cecilia Navarro García.

El Presidente reanuda la sesión solicitando al Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, que haga un breve resumen de la discusión sostenida en el día de ayer e informa al señor Ministro de Hacienda que en esa reunión se convino en no publicar proyecciones realizadas formalmente. Le indica que se ha preferido señalar básicamente un rango para el año 2002 sin entrar a especificar el 2001 y el 2003, y el rango que se señala está entre 3% y 4% de crecimiento.

El Presidente ofrece la palabra a los participantes.

El Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel, manifiesta que en la última reunión de política monetaria de septiembre, se concluyó que la coyuntura y perspectivas de la economía internacional y chilena, reflejaban un alto riesgo de desviación del escenario base, planteada en dicha reunión y en el Informe de Política Monetaria de septiembre. Se reafirmó que el Banco Central estaría especialmente atento a desviaciones respecto de dicho escenario base, actuando en una u otra dirección en sus decisiones de política futuras, de ameritarse dichos cambios.

Señala que con posterioridad al 11 de septiembre, los cambios en el escenario base y en la evaluación de riesgos han sido enormes, constituyendo posiblemente las mayores desviaciones observadas en un mes de la historia económica reciente. Esta información nueva se refleja en los nuevos supuestos y en las nuevas proyecciones de la División de Estudios.



El escenario A de dichas nuevas proyecciones, revisa hacia abajo las proyecciones de crecimiento de la economía chilena y revisa hacia el alza las proyecciones de inflación total e inflación subyacente. Para el IPCX se proyectan ahora tasas anuales de 4.0% a 4.3% en cuatro trimestres consecutivos, desde el segundo trimestre del 2002 hasta el primer trimestre del 2001, proyectándose variaciones algo inferiores al 4.0% para la inflación total. Hacia fines del 2003, se proyecta una convergencia hacia el centro del rango meta. No obstante, las correcciones hacia arriba en las proyecciones del IPC y del IPCX son sustanciales, variando entre +1 décima hasta +5 décimas para las tasas anuales de inflación proyectadas desde el segundo trimestre de 2002 hasta el segundo trimestre del 2003. Ello constituye una corrección sustancial para nuestra variable objetivo principal, precisamente para el horizonte respecto del cual la política monetaria es efectiva: en los siguientes tres a siete trimestres.

A la fecha de nominalización de la política monetaria a fines de julio, la tasa de política monetaria nominal adoptada fue de 6,5% (la tasa vigente hoy aún). Este nivel reflejaba explícitamente la combinación de la tasa de interés real vigente en esa fecha (3,5%) y las expectativas de inflación (3%). En el Informe de Política Monetaria de septiembre, las proyecciones de inflación a un año plazo fueron corregidas al alza, proyectándose una inflación promedio IPC-IPCX de 3,6% al cuarto trimestre de 2002. Eso significó una reducción de la tasa de política monetaria implícita real desde 3,5% a 2,9% anual, ya presente en el Informe de Política Monetaria de septiembre. Ahora bien, con el nuevo escenario base, se proyecta una inflación promedio IPC-IPCX que aumenta desde 3,6% anual a 4,0% anual al cuarto trimestre de 2002. Por lo tanto, se ha producido un relajamiento implícito de la tasa de política monetaria real por otras cuatro décimas, cayendo ahora de 2,9% a 2,5%. En otras palabras, desde fines de julio y hasta la fecha, se ha reducido la tasa real de política implícita en 100 puntos base, para el horizonte relevante de política de 12 a 15 meses y, es precisamente el componente real de la tasa de política monetaria nominal que el Banco Central privilegia en su entendimiento y modelamiento de los mecanismos de transmisión de la política monetaria a gasto, producto y precios.

Este simple cálculo está basado en las proyecciones del escenario A en el documento "Síntesis del Mes" presentado esta mañana por la GAM. En el escenario B o pesimista, la proyección de inflación es sólo levemente menor, en dos décimas de un 1%, en el horizonte de política relevante. Si se emplean estas proyecciones, el relajamiento monetario de la tasa de política monetaria real implícita es sólo levemente menor, siendo igual a 80 puntos base.

No obstante, recuerda que ambos escenarios están basados en un supuesto de tipo de cambio nominal plano en \$ 695 por dólar. El nivel de hoy, a las 15,22 horas (Fuente: Reuters, yahoo.com) es de \$ 718,00, que equivale a una depreciación nominal de 3,3% respecto de los \$ 695 por dólar. Si este nivel se mantuviera y se le aplicase un moderado coeficiente de traspaso de apenas 0,15, anotaríamos 5 décimas de inflación adicionales en el siguiente año, llegando tranquilamente a un 4,5% de inflación hacia fines del 2002. Por otra parte, aún no se cae Argentina y los precios de petróleo están relativamente bajos. Cuando Argentina deje de cumplir sus compromisos - evento cuya probabilidad es estimada en 50% a 80% para los siguientes meses, tanto por los analistas como por los mercados financieros - y cuando la OPEP reaccione a los bajos precios actuales recortando su producción, como ya anticipó el Presidente de Venezuela señor Chávez ayer, las presiones inflacionarias por devaluación del peso y mayor precio del petróleo pueden ser bastante más intensas aún, conjugando un escenario C al cual le asigna una probabilidad subjetiva al menos tan alta como la asociada al escenario B del informe.

En conclusión, señala el señor Schmidt-Hebbel que el escenario central A plantea una combinación de un relajamiento monetario real de 100 puntos base con un sustancial aumento en las propias proyecciones de inflación, a niveles que en el caso del IPCX caen fuera del rango meta por tres trimestres consecutivos. En su opinión, esta combinación



es incongruente con el objetivo central. Por lo tanto, dice, se requiere de una corrección positiva en la tasa de política monetaria nominal, que deshaga en parte el relajamiento monetario implícito durante los dos últimos meses y asegure que la inflación converja al centro del rango meta en el horizonte de política.

El Vicepresidente señor Marshall opina que hay que tener cuidado con un planteamiento que hace el señor Schmidt-Hebbel, que se ha repetido y que consiste en lo siguiente: la inflación anualizada del tercer trimestre de este año es del orden de 5,5%, es la inflación de hoy. Lo que no se puede hacer, dice, es tomar la inflación del tercer trimestre e imputársela a los próximos tres trimestres, porque va a seguir dando una inflación muy alta. La inflación del modelo, de los próximos cuatro trimestres, sin considerar el pasado, que no es anualizada sino que es la de los próximos cuatro trimestres, es 4%. O sea, no hay una inflación al alza, el modelo no da eso y lo que dice es que hasta el tercer trimestre es un 5,5%. Ahora, si se quiere calcular en doce meses, obviamente el 5,5% está incluido. Lo que se está diciendo en estos momentos es que la inflación hoy día, tiene un shock transitorio. Si es shock transitorio, inesperado, no se anticipó ni aquí ni en el mercado, tampoco se le puede adjudicar el carácter de que fue anticipado, nunca existió tal relajamiento, porque si hubiese sido anticipado se hubiera tenido aquí y en el mercado también. Eso de decir que el 5,5% generó un impulso monetario, tampoco es correcto, porque ese fue un shock por una sola vez, por lo tanto, no hay tal relajamiento en la política monetaria, porque el aparente relajamiento es imputar el 5,5% que ya ocurrió el tercer trimestre de este año y no se va a repetir.

Concluye el señor Marshall en que no existe aparente relajamiento adicional en la política monetaria, ya que esto existió por una sola vez. Por el contrario, dice, lo que se tiene hacia adelante es una disminución en la proyección de inflación. El último trimestre tuvo una inflación anualizada de 5,5%; los próximos cuatro trimestres la inflación, según el modelo, puede ser en torno a 4% o algo menos en el escenario B y si se va al escenario C, obviamente sería sustancialmente menor. A partir del tercer trimestre, lo que se observa para adelante, en términos puntuales, es una inflación decreciente. El hecho de haber tenido una inflación alta en el tercer trimestre, puede llevar al equívoco de pensar que la inflación está subiendo y eso no es así.

El Gerente de Investigación Económica, señor Schmidt-Hebbel, dice que, precisamente para evitar ese equívoco, todo su cálculo se basa en la inflación hacia el tercer o cuarto trimestre del año 2002 que, por tanto, calcula la variación del IPC y del IPCX respecto del nivel en el cuarto o tercer trimestre de este año. Este procedimiento evita tomar en consideración inflaciones puntualmente altas o bajas verificadas en meses recientes, porque considera sólo las inflaciones futuras.

El Gerente General, don Camilo Carrasco, se refiere al supuesto sobre el tipo de cambio que usa este modelo que, en su opinión, es el más difícil de aceptar como supuesto de trabajo. No encuentra que sea consistente con una serie de otras variables del modelo, porque tomar el tipo de cambio actual y hacerlo permanecer constante, por más de 24 meses, cuando las condiciones que se van a dar en los años 2002 y 2003 serían absolutamente distintas a las actuales, tal como lo plantea el propio modelo. Habrá una baja del spread soberano de 60 o 70 puntos, una normalización gradual del flujo de capitales, tasas de interés internacionales constantes o menores, menos turbulencia financiera, precio del cobre en 82 centavos, precio del petróleo más bajo y en fin, una serie de otras variables que lo único que harían pensar es que difícilmente el tipo de cambio nominal o real se pueda mantener. Cree que la lógica del comportamiento llevaría a pensar que va a haber una disminución del tipo de cambio real, si es que las otras cosas se dan. Estima que ese supuesto hay que plantearlo con cuidado y hay que pensar que los resultados que da el modelo están bastante condicionados a ese supuesto, con el cual, a su juicio, no parece enteramente correcto trabajar.



Respecto de ese punto y nada más que para aclarar, señala el Gerente de División Estudios que el grueso del efecto inflacionario de la depreciación ocurre durante el año 2002 y es un efecto rezagado de la depreciación del peso que ha ocurrido hasta ahora, de modo que si se postulara que para fines del 2002 o comienzos del 2003 el tipo de cambio real se depreciaría, los efectos de esa vuelta atrás en cuanto a la inflación interna se sentirían bastante más tarde en el tiempo, y por tanto, probablemente perduraría este efecto transitorio de alza de la inflación durante el próximo año. Desde ese punto de vista, el supuesto de \$700 por dólar por los próximos cuatro trimestres es relativamente inocuo, en la medida que no se cambie esa tendencia a la depreciación que se ha visto hasta ahora muy rápidamente en los próximos dos o tres meses.

El Consejero señor Desormeaux comparte el punto de vista del señor Schmidt-Hebbel, señalando que la tasa de interés real es relevante para la toma de decisiones y se toma en base a la tasa de inflación esperada, o sea, como tasa de interés nominal de política menos la tasa de inflación esperada. Si se toma las expectativas privadas recogidas por la encuesta de septiembre o el cambio que se da entre agosto y septiembre, éstas pasan de 3% a 3,5% para diciembre del 2002, lo que indica que hay un repunte. Es cierto, dice, que si se evalúa esta diferencia a partir de julio, que era 3,3%, hay una diferencia de sólo 0,2 puntos. Pero en el fondo, tomando el caso más pesimista, aquí ya habría un aumento de la inflación esperada de medio punto y por lo tanto, la tasa de política monetaria de 6,5% hoy día equivale a una tasa real que habrá bajado de 3,5% a 3%. Señala que esa es una realidad: la política monetaria hoy día es más expansiva de lo que se previó cuando se hizo la nominalización. Ello, naturalmente, puede ser o no ser adecuado, pero hay que juzgarlo con los otros antecedentes que entregue el señor Morandé.

Respecto a la presentación que hizo el señor Schmidt-Hebbel donde aparece un tercer escenario más pesimista que no se habría considerado, señala que es un escenario donde el petróleo y una eventual crisis de los países vecinos juega un rol. Dice tener dudas de que el petróleo pueda tener una alta probabilidad de jugar un rol adverso, y tiene la impresión de que es mucho más difícil controlar los acuerdos de los productores cuando los precios están cayendo que cuando ocurre a la inversa.

En relación a la crisis de Argentina, que tiene una probabilidad tan alta como la que menciona el señor Schmidt-Hebbel, si esa probabilidad es tan alta se pregunta por qué el mercado no la ha considerado. Puede ser que los precios, los premios por riesgo, las tasas de interés y el tipo de cambio de hoy día, de alguna manera ya estén ajustados en un 80%. Si fuera así, señala que el escenario C es levemente más malo que el escenario B y por eso le gusta el rango de 3% a 4% -un poco peor que el 3,5%-, pero no muy distinto del que ha presentado el señor Pablo García.

La Consejera señora Ovalle solicita algunas aclaraciones al Informe presentado por la División de Estudios. Señala que en revisión previa, se había acordado respecto a las proyecciones de crecimiento, dar un rango en lugar de punto para los años 2001, 2002 y 2003. En la presentación de hoy se mantienen proyecciones punto para dichos años y sólo en el comunicado se da para el año 2002 una proyección rango. Además, dice, es necesario que en el comunicado se mencione el crecimiento esperado para el año 2001 junto con el de 2002. Cree que está bien el mayor detalle en la presentación de los escenarios A y B, que según se entiende, tienen un 50% de probabilidades de ocurrencia cada uno. Lo que sí incluiría en los cuadros serían las fechas en que se hicieron las proyecciones.

Recuerda la señora Ovalle que también se había solicitado un tercer escenario en el que las condiciones estuvieran más deterioradas que en el escenario B, que será presentado en una próxima vez, pero le gustaría reiterar la importancia de hacerlo.



En la primera versión de la minuta, se había incluido junto con los escenarios A y B los resultados detallados de la encuesta mensual de expectativas del Banco Central. En la presentación de hoy no se incluyó esta información, sólo se mencionó en el texto. Cree que es conveniente incluirla para tener una visión más clara.

El Gerente de la División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera, se refiere a los puntos en el eventual relajamiento de la política monetaria. Señala que los antecedentes más concretos que tienen son los préstamos en UF a un año, indicando que esas tasas hoy día están del orden de 3,4%, levemente por debajo de la tasa de política monetaria que está en 3,5%. Hace presente que ha habido en el mercado por parte de los agentes, independiente del tema de expectativas de inflación, una expectativa de menor contracción o menor reversión de la política monetaria que cree es menos expansiva, del orden de 50 puntos base. Otro factor que también está ensuciando, en el margen, esas tasas, es que en los últimos meses se ha tenido inflaciones más altas que lo normal. Cree que, por lo menos, a nivel del mercado todavía no están presentes las expectativas inflacionarias, por lo tanto las tasas del mercado no se han hecho aún más expansivas. Agrega que podría pasar que en un escenario de aceleración de la inflación efectivamente se pasara a lo que describía el señor Schmidt-Hebbel y se viera una solución más expansiva de la política monetaria por mantener la tasa de política en el mismo nivel, pero con las cifras que hay a la fecha, eso no se refleja ni en las expectativas directas de inflación del sector privado ni tampoco en las tasas a las que está operando el sistema financiero.

El Vicepresidente señor Marshall, sobre este mismo tema, comparte lo que se ha planteado. Manifiesta que lo que se ha indicado, en otras ocasiones, es que es muy importante para la expansividad de la política monetaria la diferencia entre tasas cortas y tasas largas. Señala que si las tasas largas han bajado 50 puntos base y las tasas cortas han bajado entre 20 y 50 puntos base, como planteaba el señor Desormeaux, no es claro que se esté en presencia de tasas más expansivas. Esto, dice, no significa que haya que subirla ni que bajarla, simplemente se está constatando hechos. Comparte lo que plantea el señor Desormeaux, pero señala que si se toma la diferencia entre la tasa corta y la tasa larga, justamente van a dar el argumento contrario. Le gustaría que no quede ese argumento como uno demasiado fuerte ni en el comunicado ni en el análisis, porque no lo ve así y cree que el mercado también lo considera así. Tampoco está de acuerdo a lo que se había señalado en los parámetros de expansividad de la política.

El Presidente señor Massad manifiesta que la parte más rápida de la expansión monetaria se tuvo a comienzos de año, por un período breve y luego la tasa de crecimiento monetario, si bien en doce meses sigue siendo alta por la expansión rápida del comienzo, se disminuyó bastante y ahora hay tasas de expansión monetaria que se debería considerar razonable o normales para una economía que se comporta como la nuestra. De repente, dice, si se mide en doce meses, el crecimiento es muy alto, pero ese crecimiento ahora disminuyó. Manifiesta que el punto que plantea el señor Schmidt-Hebbel es un punto a mantener bajo vigilancia, aunque comparte la opinión de que hasta ahora no se manifiesta en un efecto importante sobre expectativas y por tanto, sobre tasa de interés real.

El señor Ministro de Hacienda manifiesta que desea hacer un comentario un poco más analítico y señala que no deja de ser paradójal, aunque la economía esté llena de paradojas, que crecientemente estemos construyendo escenarios en que tiende a disminuir el nivel de crecimiento y a aumentar el nivel de inflación. Agrega lo siguiente: "Desde el punto de vista de la modelística, siempre es posible dejar cierta cantidad de parámetros constantes y hacer el análisis de riesgo usando un conjunto determinado de factores exógenos que a fin de cuentas, siempre reflejen un problema de riesgo de inflación al alza. La clave está en la



consistencia del escenario de riesgo. Y al respecto, uno observa una situación de coexistencia de desaceleración del producto, luego de una aceleración inflacionaria en algunas circunstancias que creo que no son las que están presentes. Una típica de ellas es un shock fuerte de costos; otra es una situación fiscal en que la pérdida de credibilidad lleva simultáneamente a una pérdida del valor de la moneda y a un alza de las tasas de interés.

Un típico shock de costos es lo que podría ocurrir con el precio del petróleo. Sin embargo, si uno le cree al mercado, hay pocas posibilidades de un incremento relevante. Los precios futuros tienen ponderado riesgos al alza que se producen por una generalización del conflicto bélico, las condiciones políticas para el recorte de la OPEP y el efecto que predomina es la contracción de la demanda global, en cuyo caso, los precios tenderían a bajar. Asimismo, pienso que está fuera de discusión una aceleración de la inflación ante una situación de pérdida de credibilidad fiscal. Por lo tanto, creo que la construcción de esos escenarios, siendo interesante intelectualmente, puede no ser consistentes con la evidencia que se observa. Por ejemplo, es posible construir otro escenario en que, producto de que se mantienen las tasas como están y hay una recuperación tipo B en la economía mundial, el tipo de cambio se tiende a apreciar, cuestión que podría significar una situación más bien de inflación hacia la baja.”

El Presidente manifiesta que el hecho que se haya construido dos escenarios con igual probabilidad, indica que el rango de incertidumbre que se observa hacia el futuro realmente es muy grande. Señala que esos rangos de incertidumbre han ido incrementándose con el correr del tiempo y sobre la economía chilena se aprecian efectos reales por distintas vías: de términos de intercambio, del volumen de algunas exportaciones que comienzan a sufrir problemas de mercado, del tipo de cambio que en el último tiempo ha estado sobrepasando cualquier límite que tenga alguna vinculación con los fundamentos; y esos elementos, hacen pensar que los riesgos que existen para adelante, tanto en términos de crecimiento como de inflación, son muy difíciles de acotar con cierta precisión. La idea de plantear rangos, en términos de crecimiento, es una idea muy útil para reflejar la incertidumbre que existe. De hecho, dice, el Fondo Monetario informa hoy día que no va a revisar sus proyecciones del World Economic Outlook hasta diciembre, y en ese mes emitirá, por primera vez, una versión revisada, es decir, ni siquiera la institución que cuenta con la mayor información sobre la economía mundial, en este momento, está en condiciones de hacer una revisión muy firme sobre lo que puede ocurrir con los desarrollos de la economía mundial. Le parece que eso es simplemente un reflejo de lo que se percibe aquí, que se construyen escenarios alternativos que pueden ir en varias direcciones, pero que sólo reflejan, de hecho, el gran ámbito de las incertidumbres que existen.

Agrega el señor Massad que las proyecciones mejores que se han hecho en el pasado y con bastante certeza, han sido las proyecciones de inflación, y confía en que se siga haciéndolas, pero esa confianza se aminora un poco al observar el aumento del grado de incertidumbre que se observa en todas las proyecciones que, de hecho, luego van a influir sobre las proyecciones de inflación. En este ambiente le parece apropiado el haber construido más de un escenario. También que hayan decidido no publicar formalmente revisiones de proyecciones y reitera esto, porque quiere hacer un llamado a todos los presentes a que tanto en sus conversaciones públicas fuera del Banco como en sus presentaciones y seminarios, no se les deslicen proyecciones precisas más allá del rango del cual se va a hablar en el comunicado.

También señala el señor Massad que los acontecimientos de hoy, en el mercado cambiario, realmente son una fuente de preocupación. Hay que estar alerta a esos movimientos que no responden a elementos fundamentales de nuestra economía.

El Presidente aclara que el señor Marshall le ha comentado que en una oportunidad anterior, en diciembre de 1998, el Fondo revisó el World Economic Outlook.



El Consejero señor De Gregorio manifiesta que se ha quedado con la inquietud de la discusión de la tasa real y que comparte lo que está ocurriendo, o sea, si se observan simplemente las expectativas de mercado, se visualiza que habría una baja en la tasa real. Estima que también habría que tratar, metodológicamente, de adaptarse un poco, porque precisamente la nominalización cuyo propósito era sacar como el objetivo la tasa en UF o la tasa real, es un elemento importante que tiene que ver con la demanda agregada y lo que pueda pasar con las presiones inflacionarias en el futuro. Lo que interesa, dada la política monetaria con su tasa nominal, son las perspectivas inflacionarias en ese escenario y eso es algo que cree que nos va a acompañar por bastante tiempo.

A continuación, el Presidente solicita al Gerente de la División de Estudios, que haga las recomendaciones y opciones de política monetaria.

El Gerente de la División de Estudios, don Felipe Morandé, indica lo siguiente:

El Informe presentado destaca el significativo impacto que tendrá sobre la economía chilena un escenario externo deteriorado después de los hechos del 11 de septiembre. Dicho impacto se manifiesta en un menor crecimiento de la demanda foránea por los productos chilenos, en una caída algo mayor de los términos de intercambio y en un peso \$ 30 más depreciado, con relación a lo anticipado en el Informe de Política Monetaria de septiembre. Ambos elementos combinados ponen a la economía chilena frente a un cuadro de *estanflación*, en el que se desacelera en el margen (entre 0,5 y 1%) el crecimiento ya menguado de la actividad económica y la presión de un peso más depreciado sobre el nivel de precios empuja la proyección de inflación hacia arriba, aunque sea sólo transitoriamente.

En este contexto, ¿cuáles son los aspectos a considerar para tomar una decisión de política monetaria?

1. Credibilidad y expectativas: la trayectoria proyectada de la inflación en los siguientes ocho trimestres mantiene la misma forma de montaña que se mostró en el Informe de Política Monetaria de septiembre. Sin embargo, la depreciación adicional del peso, luego de los atentados y del recrudecimiento de la situación argentina, ha agregado algunas décimas más a esa trayectoria que pudieran hacer que la inflación sobrepase el 4% anual en algún momento del próximo año. A esto se añaden variaciones del IPC elevadas en agosto y septiembre, lo que en conjunto provoca un riesgo de que las expectativas de inflación puedan desanclarse de no mediar un cambio hacia una posición menos expansiva de la política monetaria. Este riesgo parece, por ahora, acotado a juzgar por la información que entrega la encuesta de expectativas de octubre, donde se aprecia que los analistas adoptaron la trayectoria en forma de montaña del Informe de Política Monetaria y mantienen sus expectativas de inflación dentro del rango meta. A esto habría que sumar que, de mantenerse los precios del petróleo cerca de US\$ 23 por barril, según supone el informe anexo, entonces tendremos dos o tres meses de inflación baja que ayudarán a mantener contenidas las expectativas de inflación del mercado al menos hasta fin de este año. Con todo, es un riesgo que puede aumentar súbitamente si tenemos alguna sorpresa inflacionaria, como en agosto, que dé cuenta de un traspaso adelantado de la depreciación del peso a precios de ítem con baja elasticidad precio de demanda. Asimismo, es indudable que una inflación en alza desde comienzos del próximo año siempre mantendrá latente el riesgo de una inflación indefinidamente creciente.
2. Holguras: la economía chilena mantiene una posición de producción efectiva por debajo de su potencial, por lo que las presiones de demanda sobre la inflación permanecen mayormente contenidas. Esto se manifiesta en una reducida tasa de crecimiento del empleo, en un déficit de cuenta corriente cercano a cero si se mide a términos de intercambio de tendencia, y en márgenes de comercialización que no muestran visos de



recuperación. Los cambios en las perspectivas de crecimiento que traen los sucesos recientes podrían agregar espacio a las holguras existentes, pero es importante recordar que esto sólo ocurre si se da un escenario muy pesimista de crecimiento mundial.

3. Posición actual de la política monetaria: La tasa de política monetaria de 6,5% anual representa, en su origen, una posición expansiva de la política monetaria. Esto se ha visto refrendado por las altas tasas de expansión de los agregados monetarios más líquidos, aún corregidos por los eventuales ajustes de dichos agregados hacia stocks deseados por parte del público, después de haber alcanzado niveles muy bajos durante 2000. Además, aunque las expectativas de inflación no se han desanclado, sí registran un aumento (dentro del rango meta) respecto de septiembre, que perdura todo el horizonte de proyección y que sitúa a la inflación en cerca de 3,5% hacia fines de 2003. Aunque esta tasa supera la proyectada por el Banco Central en el mismo horizonte (3% o algo menos), ciertamente revela que el mercado percibe una tasa de política monetaria *real ex ante* inferior al 3,5% más UF que se tenía en julio pasado, posiblemente cerca de 3%. Se puede decir, entonces, que la posición de la política monetaria hoy es más expansiva que hace dos meses.

Tomados estos aspectos en conjunto, las opciones de política monetaria parecen seguir abiertas como en meses recientes. La exacerbación de un ambiente *estanflacionario* y la mayor incertidumbre que resulta después de los sucesos de los últimos treinta días, hacen recomendable la *mantención* de la actual tasa de política monetaria, la que ya constituye una posición de estímulo a la demanda interna, especialmente considerando el moderado incremento en las expectativas de inflación.

El Vicepresidente señor Marshall manifiesta que es importante que se llegue a la conclusión con algún diagnóstico que deje tranquilos, y por eso desea discutir algunos puntos.

En primer lugar, no cree que se esté en *estanflación*, y por tanto, no cree que sea bueno ni siquiera colocar el concepto. Señala que la tasa de inflación, de los últimos seis meses en Chile, fue un 4,7% anualizada y no hay ningún período hacia adelante, ni de uno ni de dos trimestres, en que se esté pensando que la inflación va a ser superior a ésta. El hecho de que en agosto y septiembre, como dice el documento, la inflación haya sido mayor, no significa una amenaza que pueda afectar las expectativas; cree que hay un temor muy grande en eso y piensa que hay que distinguir entre los pasados trimestres, y efectivamente en ellos ha habido una inflación muy alta: se tuvo un shock de 0,8% y 0,7% en dos meses. Ese 1,5%, dice, va a estar incluido cada vez que se mire en doce meses hasta el próximo año. Lo que se va a observar para adelante es una inflación en torno a 4% o entre 3,5% y 4%, dependiendo de los escenarios.

En su opinión, el escenario central que se ha planteado, es uno en el cual la inflación a 24 meses es 2,5%, al decir que se está en un rango de 3% a 4% en materia de crecimiento.

Habiendo bajado la tasa de crecimiento en forma radical y con expectativas de inflación de 2,5%, la pregunta de hoy es por qué no se baja la tasa. La única razón, a su juicio, es porque existe una incertidumbre tremenda en los riesgos y hay un tipo de cambio que está más allá de lo que se está suponiendo; no se sabe lo que va a pasar en el país vecino y por tanto, se está enfrentando riesgos que harían poco prudente mover la tasa hoy día. La única posibilidad de mover la tasa es que se tenga certeza de que la proyección, el escenario B que aquí se ha manifestado, se asiente como un escenario en el cual se tenga una confianza razonable. Como no existe esa confianza, estima que no se debe hacer nada en materia de tasa de interés, pero desde el punto de las opciones, cree que es importante destacar que hay un menor crecimiento, una menor inflación y no hay un shock de expectativas. Señala que si se observan las expectativas, en términos de los últimos cuatro meses, no existe un efecto



significativo y el hecho que la inflación haya subido en agosto y septiembre, no significa que las expectativas se van a desanclar si no se sube la tasa. Por tanto, en estos momentos lo que se observa hacia adelante es un período de tremenda incertidumbre, especialmente cambiaria, y mientras no se tenga alguna información adicional, considera que no es prudente mover la tasa, pero eso no debe hacer pensar que se está en un escenario de gran riesgo inflacionario tal cual está hoy día escrito, sino que el riesgo inflacionario viene por los elementos que no se contienen en los documentos ni en los cuadros, pero que se consideran en el mercado. Por esa razón, a su juicio, no es prudente mover la tasa y esto complementa algunos de los argumentos que planteó el señor Morandé.

El Consejero señor Desormeaux manifiesta que tiene una visión un poco distinta a la que plantea el señor Marshall. Es cierto, dice, que aquí hay un shock transitorio que está haciendo que la inflación medida en los próximos trimestres sea más alta y si se observa el escenario B, la verdad es que durante todo el período hay tasas de inflación más bajas, pero que el mercado no lo percibe así y si se observa la encuesta de expectativas, el mercado proyecta tasas de inflación más altas, tanto para el año 2002 como para el 2003. En el fondo, la economía recibió un shock, por una sola vez, pero como ésto se tradujo en alzas en las tasas de inflación medidas, ello crea una tensión para la credibilidad del Banco Central. El hecho que los modelos den estos resultados, cree que no basta, y hay que estar muy seguros también de que el mercado lo perciba así. Señala que se logró un éxito en el año 2000, en que la inflación convergió más rápido de lo anticipado, pero ello no significa que la tarea que hay por delante sea fácil.

El señor Ministro de Hacienda manifiesta lo siguiente: "Creo que es muy correcto mantener una actitud vigilante respecto de un eventual desanclaje de las expectativas. No obstante, hay que ser tremendamente cauto con jugar demasiado con este argumento. En el extremo, y solamente lo estoy presentando para fines de ilustración, el argumento podría llevarnos a una política de alza de tasas nominales cada vez que tenemos shock inflacionario hacia arriba, y de baja de tasas nominales cuando tenemos shock inflacionario hacia abajo, lo que sería una política errática y por tanto, creo que el argumento es válido sólo cuando los shocks amenazan con ser de características un poco más prolongadas y persistentes. De hecho, no es fácil encontrar evidencia respecto de efectos de segunda vuelta de los shocks petroleros del año 2000, es decir, no hay evidencia de que hubo desanclaje de expectativas. Obviamente se podría argumentar que no se desanclaron porque se reaccionó monetariamente, pero otros podrían decir porque las expectativas no funcionan de ese modo, especialmente luego de un shock que se percibe como transitorio. En todo caso, el punto más relevante es que esta política tendría que ser simétrica: cada vez que tengamos inflaciones puntuales muy bajas tendríamos que bajar la tasa. Y no creo que sea sana esa conducción y creo que no está en el ánimo de nadie."

Agrega lo siguiente: "Respecto al punto más de fondo, creo que vamos a tener que vivir un tiempo con esta dificultad de interpretar tasas nominales y tasas reales, puesto que hemos tenido un cambio reciente. Ahora bien, en estricto rigor lo que ha ocurrido es que hemos sufrido un shock internacional que ha hecho que las perspectivas de crecimiento de la economía, y de la demanda, en particular, sean menores. Esto, de acuerdo a las proyecciones, sucedería junto a una reducción de la inflación, como comentaba Jorge (Marshall), de un 5% a una banda entre 3% y 4% en forma persistente, no como un shock de una vez, todo lo cual recetaría una reducción de la tasa real y no un alza de la tasa real.

Sabemos, no obstante, que en la inflación también influye la perspectiva del tipo de cambio, por lo que es posible que aunque del lado de la demanda real, sea recomendable una reducción de la tasa, las perspectivas del tipo de cambio lo hacen no aconsejable.



Quiero recordar también que el Banco fija la tasa nominal, que es la que importa desde el punto de vista del arbitraje entre activos domésticos y activos extranjeros, porque no hay ningún bien que pueda ser objeto de subir con la UF. En otras palabras, lo que importa desde el punto de vista del tipo de cambio es la tasa nominal y en tal sentido no se ha relajado la política monetaria, sino todo lo contrario considerando las rebajas de la FED. Quizás habría sólo un elemento que podría invalidar este análisis y es lo referente a un shock de característica persistente en la aversión hacia tomar activos en mercados emergentes, en cuyo caso estaríamos en presencia de una dinámica distinta al tipo de cambio respecto a la que teníamos antes de los ataques terroristas. Sin embargo, encuentro difícil sostener esa hipótesis y más bien creo que es típicamente un shock de características transitorias. De hecho, no hay razones fundamentales detrás del exceso de depreciación cuando pensamos que a términos de intercambio normales estamos con una cuenta corriente balanceada. Por lo tanto, concluyo que, después de los ataques terroristas, la política monetaria se ha hecho más firme y no al revés, pero entendería perfectamente que la prudencia es una buena consejera."

El Consejero señor De Gregorio concuerda en que se está en un escenario y en un mundo de mucho riesgo. Cree que hoy día muchos de los presentes podrían argumentar distintos efectos, diversas cosas que puedan pasar, porque prácticamente todos los escenarios son probables. Señala que en el caso particular del Banco, no se sabe y también se tiene la misma incertidumbre, no existe certeza que esto iba a pasar con el coeficiente de traspaso de tipo de cambio a inflación, no se sabe qué es lo que sucederá con el tipo de cambio ni con la situación internacional y cómo, en definitiva, va a repercutir y se podrían también dibujar escenarios como de un menor crecimiento que lo que se está hablando de 3% ó 4% o muy sesgado a la baja, para el año 2002. De manera que, en ese escenario internacional bastante más adverso, con una situación de demanda agregada y de crecimiento bastante más fría de lo que se suponía hace algunos meses, con una inflación dentro del rango meta, y también con algunos movimientos con bastante incertidumbre, cree que se va a tener que seguir cuidadosamente lo que pase no sólo con la evolución efectiva sino que también con las expectativas de mercado.

Señala que la pregunta sería por qué no se relaja la política monetaria como lo han hecho la mayoría de los bancos centrales del mundo, que se han visto enfrentados a una situación relativamente similar, y en esto concuerda con quienes dicen que el principal foco de preocupación es la inestabilidad cambiaria que podría requerir de una acción en el futuro de política monetaria, porque los riesgos inflacionarios hay que ponderarlos de manera muy importante y son, desde el punto de vista del accionar de política monetaria, donde está el centro de las mayores preocupaciones y efectos negativos. Existe una situación en la región que, como alguien quiera decir, sucumbe o no Argentina, pero se va a seguir con ruido regional, porque el problema no sólo es Argentina sino que el problema es Brasil, y todo el resto de la región y los mercados emergentes, de modo que cree que dada esa inestabilidad financiera es bastante razonable mantener prudencia y comparte la evaluación que presenta la División de Estudios de mantener la tasa de política monetaria.]

La Consejera señora Ovalle hace presente que, si bien la trayectoria de la inflación en los futuros ocho trimestres se mantiene dentro del rango meta, hay que considerar que la depreciación adicional del peso y el recrudescimiento de la situación argentina, agregan unas décimas que llevan a que la inflación sobrepase el 4% en algunos meses del 2002. Es cierto, dice, que los analistas parecen haber adoptado lo planteado por el Banco Central en el Informe de Política Monetaria de septiembre y no cree que haya problema con la inflación del año 2001, pero está preocupada por la inflación del año 2002. Para ese año, se presenta una inflación en alza y con una tendencia creciente que perdura durante todo el horizonte de proyección. A lo anterior, hay que agregar que si bien hoy las perspectivas de crecimiento mundial son bastante pesimistas, existe una probabilidad no menor que el escenario futuro sea mejor que el actual, lo que disminuye las holguras.



Considerando la gran incertidumbre existente, y pese a reconocer el mayor riesgo inflacionario que enfrenta la economía, la aún deprimida demanda interna le lleva a optar por una posición prudente, que es mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual, la actual es expansiva y el mercado ha percibido que es menor al 3,5% más UF que se tenía en julio pasado.

El Presidente señor Massad estima que no se justifica, todavía, hablar de estanflación. Las nuevas proyecciones demuestran que hay una mayor rapidez de inflación por unos meses, pero que después baja nuevamente, y que la tasa de crecimiento si bien se mantiene baja por un período, después sube, entonces no existe estanflación cuando el crecimiento es positivo, no es cero. A menos, dice, que se estuviera dispuesto a pensar que "se trata de una estanflación transitoria", y cuando se empieza a calificar la estanflación la palabra pierde su sentido. Cree que las propias proyecciones no justifican utilizar ese término, a pesar de que el mayor riesgo inflacionario que hay, proviene por la vía del tipo de cambio, pero es un riesgo que en nuestras previsiones aún no está materializado.

Estima, como sus colegas que, frente a la incertidumbre que existe por delante, a pesar de que hacia el futuro se ve una mejor situación, tanto en términos de inflación como lejos en el futuro una mejor tasa de crecimiento, pero todavía por debajo del potencial, no se justifica hoy día reducir la tasa de política monetaria en función de los riesgos que existen hoy por delante. Cree que la prudencia es la palabra clave en este minuto que le lleva también a sumarse a la posición del resto de sus colegas.

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

25-01-011009 - 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.

**IV. Comunicado**

El Presidente propone el siguiente texto para el comunicado:

" En su reunión mensual de política monetaria realizada el día de hoy, el Consejo del Banco Central resolvió 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.

Luego de los sucesos de septiembre, la probabilidad de una recesión en los Estados Unidos de América se acentuó, a lo que se agrega una mayor incertidumbre respecto de la velocidad y oportunidad con que la economía mundial recuperará tasas de crecimiento de tendencia, existiendo una amplia dispersión en las proyecciones disponibles. Las estimaciones de consenso apuntan a una revisión a la baja de alrededor de un punto porcentual en el crecimiento de los socios comerciales de Chile hacia fines del 2002.

El efecto sobre la economía chilena de esta nueva realidad se manifiesta en una menor demanda por los productos de exportación del país y en un deterioro de los términos de intercambio respecto de lo considerado en el Informe de Política Monetaria de septiembre. Aunque se prevé también menores tasas de interés internacionales, su efecto favorable sobre el costo del crédito que enfrenta Chile compensa sólo parcialmente el impacto negativo de un menor crecimiento mundial. Por estas razones, el Consejo estima que el crecimiento de la economía chilena se resentirá marginalmente en el presente año y



especialmente el 2002, ubicándose en un rango entre 3% y 4%, para retornar el 2003 hacia tasas de crecimiento más elevadas.

Al peor escenario de la economía mundial, se ha añadido en las últimas semanas un recrudecimiento de la vulnerabilidad financiera de economías vecinas. Esto ha puesto una presión adicional sobre el peso chileno, cuyo valor ya se había visto deteriorado por la nueva perspectiva internacional. De mantenerse, la depreciación del peso de los últimos treinta días implicaría el riesgo de un mayor nivel de precios y de una inflación más elevada, particularmente durante el próximo año. Dicho riesgo, sin embargo, se ve compensado por un menor crecimiento proyectado de la demanda interna y un precio del petróleo más reducido. De este modo, la trayectoria proyectada para la inflación conserva en lo esencial la forma y los valores presentados en el Informe de Política Monetaria de septiembre. Con ello, se mantiene la convergencia de la tasa de inflación prevista hacia el centro del rango meta, 3%, en un horizonte de ocho trimestres.

El Consejo reafirma su compromiso con la estabilidad de precios y, consecuentemente, con la meta de mantener la inflación entre 2% y 4%, centrada en 3%. Para estos efectos, seguirá usando su instrumental monetario con flexibilidad, de modo de afrontar con anticipación los riesgos de una inflación que amenace con ir por arriba o por debajo del rango meta en el horizonte habitual de política.

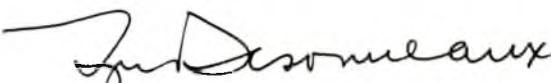
Finalmente, el Consejo continuará con la política de intervención en el mercado cambiario y de colocación de documentos indizados al dólar, anunciada el 16 de agosto, con el fin de facilitar la liquidez en moneda extranjera y proveer instrumentos de cobertura de riesgo cambiario."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado.

Se levanta la Sesión a las 18,25 horas.

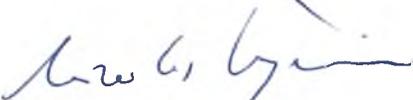
  
JORGE MARSHALL RIVERA  
Vicepresidente

  
CARLOS MASSAD ABUD  
Presidente

  
JORGE DESORMEAUX JIMENEZ  
Consejero

  
MARIA ELENA OVALLE MOLINA  
Consejera

  
JOSE DE GREGORIO REBECO  
Consejero

  
NICOLAS EYZAGUIRRE GUZMAN  
Ministro de Hacienda

  
JORGE CARRASCO VASQUEZ  
Ministro de Fe (S)