



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 39
DE POLITICA MONETARIA
celebrada el 8 de octubre de 2002

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

Asisten también los señores:

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

I. Resolución sobre Proyectos de Acta correspondientes a las Sesiones N°s 36 y 37E, celebradas el 5 y 6 de septiembre de 2002, respectivamente.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo los Proyectos de Acta de las Sesiones N°s 37 y 38E, celebradas el 5 y 6 de septiembre de 2002, respectivamente, cuyas versiones finales se aprueban sin observaciones.

II. Resolución sobre Minuta del Acta correspondiente a la Sesión N° 36, celebrada el 8 de agosto de 2002.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo la Minuta correspondiente al Acta de la Sesión N° 36, celebrada el 8 de agosto de 2002, la que se aprueba sin observaciones.

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

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de abril de 2003, para el día 8 de ese mes.



IV. Exposición.

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

SÍNTESIS DEL MES

El conjunto de noticias acumuladas desde el último *Informe de Política Monetaria* revelan que, por ahora, no hay modificaciones sustanciales en el panorama de crecimiento de corto y mediano plazo. Se anticipa un crecimiento del PIB algo por sobre 2% para el tercer trimestre y entre 3% y 3,5% para el cuarto, con variaciones del gasto interno de 2,5% y 3,5% para los mismos períodos. Así, para este año se mantiene la proyección de crecimiento de 2,2% y en torno a 0,5% del gasto interno. La inflación, en tanto, se estima que se ubicará, en el corto plazo, algo menos de medio punto por encima de lo proyectado hace un mes. Más hacia adelante, de mantenerse el panorama cambiario reciente, la inflación podría ubicarse entre 3,5% y 4% hacia la segunda mitad del año 2003, para disminuir lentamente hacia fines del horizonte de proyección.

Las principales variables que inciden en la actividad, tales como las importaciones, exportaciones y la producción industrial, estuvieron en términos gruesos dentro de las previsiones del último *Informe* para agosto y septiembre. Luego de los planes de reducción de actividad de las principales cupríferas, la producción minera se mantiene estable, aunque sigue mostrando bajas en doce meses. Este es el principal factor tras la caída estimada de 2% del volumen exportado global durante el tercer trimestre: mientras las exportaciones de cobre caerían 18% en quantum, los volúmenes exportados distintos al cobre continúan creciendo, a una tasa anual estimada de 6,5% para el mismo período. Por ahora persisten las expectativas de aceleración relativamente importante de este sector en el último cuarto de este año y durante el año 2003.

La actividad en el sector inmobiliario continúa dinámica, con niveles elevados de ventas y algo menos de dinamismo en los *stocks*, lo que indica que la debilidad de algunos indicadores recientes de la construcción puede ser un fenómeno más bien pasajero. Aunque algunos indicadores de consumo durable han tendido a caer en lo más reciente, las ventas de vehículos nuevos se han mantenido estables en los niveles de meses anteriores, bastante por encima de los alcanzados en el curso del tercer trimestre del año 2001, mientras que las ventas del comercio (supermercados y minoristas) han dejado de caer, situación que venía observándose en los últimos trimestres. La ocupación en su conjunto mantiene una trayectoria plana, mientras que las expectativas de los hogares siguen con la leve tendencia a la baja desde los niveles de mayo pasado.

Esto por ahora revela que, a pesar del recrudescimiento de los riesgos en el escenario internacional, por la continuada incertidumbre política y económica en Brasil y Argentina, la posibilidad de guerra en Medio Oriente y el débil comportamiento de la economía global en general, no se aprecia un efecto depresivo, de magnitud comparable con lo ocurrido el año pasado, en las decisiones de gasto interno o la confianza de los consumidores. Ello, a pesar que medidas tradicionales de *stress* financiero, como los *spreads* soberanos regionales, han vuelto a niveles máximos similares o incluso superiores que los del año pasado, y se mantiene la sequía en los flujos de capitales junto con bastante incertidumbre en las bolsas. La moneda brasileña se ha ubicado por sobre R3,5 por dólar, llegando en algunos momentos a niveles cercanos a R4,0 por dólar.

man
uvs



En Chile los mercados financieros han tendido a ajustarse a este escenario más turbulento. El tipo de cambio ha alcanzado niveles bastante por sobre el escenario cambiario de mediano plazo utilizado en el reciente *Informe* para la elaboración de proyecciones de inflación y crecimiento. Ello ha impactado en las expectativas de inflación de mediano plazo, que han tenido un incremento del orden de 0,5%. Las tasas de interés de largo plazo han mostrado incrementos del orden de 70 puntos base desde su nivel más bajo hacia mediados de septiembre. Por su parte, las expectativas privadas ya no consideran la posibilidad de reducciones de la tasa de política monetaria en el corto plazo, apuntando más bien a su mantención en 3% por un tiempo menos prolongado que el estimado hace algunos meses.

Los movimientos anteriores se han dado justamente en un contexto en el que no se ha modificado el panorama de crecimiento doméstico del último mes, que ya estaba internalizado probablemente antes de la divulgación de las proyecciones del último *Informe*. Por su parte, las novedades en términos de política fiscal han estado en el anuncio de un recorte del gasto para este año de 0,3% del PIB, y en el proyecto de Ley de Presupuestos que apunta a un crecimiento del gasto con impacto macro de 3,4% real para el año 2003, junto con un déficit fiscal de 0,7% del PIB y el mantenimiento del superávit estructural de 1%. Esto es un reflejo de que en la medida que se mantenga el escenario de brechas de capacidad contenido en el *Informe* pasado, no es esperable el logro de un superávit efectivo similar al estructural antes del año 2005.

En síntesis, no se estima que existan antecedentes sustanciales para modificar el escenario de crecimiento de mediano plazo, a pesar de que la encuesta de expectativas indica un leve deterioro del panorama para el 2003 y 2004 (3,3% y 4,2% *versus* 3,5% y 4,5% de hace un mes atrás). En este sentido, el débil comportamiento del precio del cobre por ahora solo incrementa la probabilidad de un escenario externo más negativo. En el panorama inflacionario, en tanto, sí hay noticias, principalmente por el comportamiento del tipo de cambio. Ejercicios de proyección posteriores al *Informe* (Minuta GAM del 25.09.02) mostraban que, de mantenerse el tipo de cambio en \$730 ó \$750 por dólar, la inflación anual del IPC convergería en el curso del próximo semestre a niveles de 3,7% y 4%, manteniéndose en esos niveles hasta fines del horizonte de proyección, para luego volver al centro del rango meta. Ahora bien, la información de precios más reciente reveló que las presiones inflacionarias subyacentes de corto plazo son menores a las proyectadas hasta hace una semana atrás, descartándose además un tercer incremento del precio de la locomoción colectiva en el corto plazo (ahora se esperan dos aumentos en octubre y noviembre). Con todo, estas noticias apuntan a un perfil de inflación anual dos o tres décimas por debajo de las trayectorias previstas con anterioridad. Esto indica que, de mantenerse el tipo de cambio en los niveles actuales (\$740 a \$750 por dólar), la inflación anual podría converger a valores entre 3,5% y 4% en el curso del próximo semestre, para luego iniciar una lenta disminución. Este panorama es consistente con el comportamiento reciente de las expectativas de inflación que se deducen de los mercados financieros, y supone que la trayectoria de costos laborales unitarios continúa con la moderada evolución de los últimos meses. La encuesta de expectativas, en tanto, muestra un incremento más moderado de la inflación esperada. Obviamente, de materializarse una corrección a la baja en el tipo de cambio nominal, este escenario de inflación se vuelve más cercano al centro del rango meta.

Por el lado del balance de riesgos, los escenarios identificados en el *Informe* de septiembre se mantienen latentes, y con mayores efectos en los mercados financieros y de *commodities*, en la medida que se acercan las elecciones en Brasil y se consolida la posibilidad de guerra en el Medio Oriente.

man
2002



EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA

I. Escenario Internacional

Durante el último mes se han incrementado las probabilidades de un escenario de mayor riesgo previstas en el Informe de Política Monetaria de septiembre, reflejadas principalmente en los precios de las principales materias primas relevantes para Chile.

La recuperación más lenta de Estados Unidos, un precio del petróleo alto y el aún no resuelto panorama regional, son factores que apoyan esta evaluación. No obstante, el escenario base en términos de crecimiento mundial sólo ha sufrido una corrección marginal a la baja para el presente año. Desde el punto de vista financiero, las perspectivas de flujos de capitales siguen deteriorándose, en la medida que la situación argentina aún no se resuelve, mientras que en Brasil se han visto acrecentadas las turbulencias derivadas del proceso electoral.

Las proyecciones de crecimiento mundial se sitúan en 2,5% ponderadas a PPC y 0,6% de acuerdo a los socios comerciales. Para el próximo año, las proyecciones se mantienen respecto de lo previsto en el Informe pasado, 3,5% y 2,4% (tabla 1). La dependencia que existe en el mundo respecto de la recuperación de la economía americana, hace mirar con preocupación el retroceso que han mostrado los indicadores de confianza de consumidores y la menor actividad industrial en ese país.

Por otro lado, desde la reunión pasada, el precio del barril de petróleo ha promediado US\$28,4, acercándose hacia fines de septiembre a valores cercanos a los US\$30, debido al potencial conflicto bélico en Irak. Para los próximos meses se espera que el precio se mantenga oscilando en los niveles actuales, con lo que continúa vigente la proyección promedio para este año de US\$25 el barril. Hacia el año 2003 se mantiene la proyección de US\$24 el barril considerada la reunión pasada, sin embargo, de mantenerse los niveles actuales que reflejan la mayor probabilidad de ocurrencia de un conflicto armado en el Medio Oriente, esta proyección podría ser revisada al alza.

Los mercados accionarios han sido fiel reflejo de la situación económica mundial, así como también el precio del cobre, que se ha mantenido en torno a los US\$0,66 la libra, mostrando hacia fines de septiembre niveles aún menores. Bajo este escenario, si los precios del metal continúan en torno a estos valores, el promedio del 2002 se ubicaría en US\$0,69-US\$0,70 la libra. Hacia el año 2003, se mantiene la proyección del escenario considerado en el Informe de Política Monetaria pasado, por cuanto las perspectivas de crecimiento mundial no han sido modificadas para ese año. Sin embargo, el menor nivel que registrará el precio del cobre en la última parte del año 2002, y la evolución de la actividad industrial en Estados Unidos, sugieren un aumento en la probabilidad que el precio sea revisado a la baja en adelante.

Durante las últimas semanas, han continuado las disminuciones de los rendimientos de los bonos de mayor plazo en Estados Unidos. Adicionalmente, a raíz del sesgo a la baja en la actividad entregado por la Reserva Federal recientemente, el mercado espera un recorte en la tasa de interés de 25 puntos base hacia el final del presente año. Similar panorama muestra la zona euro, donde la dinámica de precios y la aún lenta actividad, llevan al mercado a incorporar un recorte en la tasa de interés de política en los próximos meses.

man
AB
D



En Brasil, el escenario financiero se ha tornado cada vez más complejo, lo que se aprecia en la fuerte depreciación del real durante los últimos días, con el consecuente impacto sobre el nivel de la deuda pública. Ciertamente el escenario futuro que se enfrentará dependerá de la interpretación que dé el mercado al resultado del proceso electoral. Argentina, por su parte, aún no da señales de una salida para su crítica situación. Como consecuencia de lo anterior, los *spreads* soberanos para estas economías, así como del resto de América Latina, han continuado incrementándose.

II. Mercados Financieros

En septiembre, las tasas de interés de mercado secundario de los documentos reajustables de largo plazo (PRC) promediaron valores inferiores a los de los meses anteriores, aunque con un comportamiento disímil al interior del mes. En efecto, hacia mediados de septiembre las tasas de interés de los PRC frenaron su caída, luego de alcanzar mínimos históricos: UF+2,07% y UF+3,2% a 8 y 20 años, respectivamente. Posteriormente se verificaron incrementos, los que estarían relacionados con la preferencia de los agentes por inversiones alternativas (moneda extranjera y otros instrumentos de renta fija). Así, el PRC a 8 años se encuentra en la actualidad en UF+2,8%, y el a 20 años en UF+3,8%. Estas tasas de interés se encuentran alineadas con las de los nuevos documentos para plazos equivalentes.

Respecto de los documentos nominales, las expectativas de mayor inflación para los meses siguientes, han significado ajustes al alza en las tasas de interés a más de un año plazo, con aumentos del orden de 100 puntos base en el último mes (los documentos de menor plazo que se mantienen en valores cercanos al de la tasa de política monetaria).

Las expectativas respecto de la evolución futura de la tasa de política monetaria que se deducen de la curva *forward* indican una mantención de ésta en 3,0%, para tomar una senda al alza a partir de comienzos del año 2003. Similar evolución anticipa la encuesta de expectativas de octubre, aunque con una velocidad más moderada.

Los agregados monetarios más líquidos continuaron mostrando expansiones anuales entre 12% y 17% nominal en septiembre. Asimismo, durante este mes destacó el crecimiento de las colocaciones efectivas, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera, impulsadas (principalmente las primeras) por la cada vez mayor transmisión de las rebajas de la tasa de política monetaria y por las recientes ofertas de créditos de consumo. En efecto, en septiembre, nuevamente se observaron disminuciones en las tasas de interés de mercado, con mayor intensidad en las a más de un año (pesos). Esto ha sido principalmente en las colocaciones para montos inferiores a 200 UF y a más de 90 días, asociados mayoritariamente a los préstamos de consumo.

El recargo de los bonos corporativos por sobre las tasas de los documentos del Banco Central mantiene la tendencia al alza de los meses previos, la que sigue siendo explicada por la trayectoria decreciente de las tasas promedio de los PRC más acelerada que la de los bonos. En efecto, pese al aumento de emisiones de agosto, la TIR media de estos instrumentos se sitúa en torno a 6,1%, la menor cifra desde que se tiene registro de ellas. En el caso de las letras de crédito, las tasas de interés presentaron durante septiembre una tasa promedio en torno a 5,6%. Las letras con tasas de emisión menor al 6% mostraron niveles cercanos a 5,0%, en tanto que las con tasas superiores a 6%, en 6,0%, ambos valores inferiores a los de agosto. Durante las últimas semanas, el *spread* entre estos instrumentos de renta fija se ha reducido, debido a que el aumento de las tasas de interés de los PRC ha sido mayor al del resto de los títulos.

mem
verif



Tipo de Cambio

Desde mediados de agosto el peso mantuvo una marcada senda de depreciación, pero con una volatilidad menor a la de junio pasado. Los eventos que provocan esta pérdida de valor del peso están asociados al empeoramiento de las perspectivas de los términos de intercambio para la economía chilena y, principalmente, a la persistencia del riesgo político y económico en Brasil. Las mayores turbulencias regionales también han afectado el resto de las monedas del vecindario.

Durante septiembre el peso mostró una depreciación promedio de 3,5%. Esta dinámica se observó principalmente durante la segunda quincena del mes, período en el que el valor de venta de la divisa sobrepasó los \$750 por dólar y en que nuevamente se acentuó la correlación con el real brasileño. Sin embargo, en lo más reciente el TCO ha tendido a estabilizarse en aproximadamente \$745 por dólar.

Como consecuencia de la menor preferencia de los inversionistas internacionales por activos de renta variable, a favor de instrumentos de renta fija, se ha observado una caída en las tasas de interés de largo plazo de este tipo de documentos en los mercados foráneos. Esta tendencia también se ha presentado en los documentos de largo plazo nacionales, persistiendo un diferencial real negativo del orden de 150 puntos base, que indicaría una leve apreciación esperada del tipo de cambio real. Similar resultado, aunque considerando sólo la mitad de las respuestas habituales, se deduce de la encuesta de expectativas de octubre, que señala un tipo de cambio de \$715 por dólar dentro de dos años. En contraste, según las cotizaciones de *Bloomberg*, se esperaría una depreciación del tipo de cambio nominal del orden de 4% en el mismo horizonte.

Durante el año, la bolsa chilena ha continuado con la pérdida de valor generalizada de las bolsas del resto del mundo. En particular, el IPSA ha seguido la trayectoria del indicador industrial de Estados Unidos (*Dow Jones*), con una caída acumulada en el año de 24% y una variación negativa de 9% durante septiembre, período en el que se alcanzó el peor nivel anual (78 puntos). Asimismo, los montos transados se han visto afectados, ubicándose septiembre como el segundo mes con menor actividad del año.

Por otro lado, el indicador de ADR nacionales también presenta caídas en septiembre del orden de 5%, la que pese a ser significativa, es inferior a la experimentada por el indicador agregado de América Latina, que presentó una variación de -18% en el mes.

III. Actividad y Empleo

Los antecedentes recogidos desde el *Informe* hasta ahora no indican cambios sustanciales en las perspectivas de actividad en el corto plazo. Para el PIB se mantiene una proyección similar a la considerada en el Informe de Política Monetaria: 2,1% para el tercer trimestre, 3,5% para el cuarto, cerrando el año con un crecimiento anual de 2,2%. En el caso del gasto, en tanto, se produjo una corrección al alza, debido al cambio en la estimación de precios previamente considerada. Así, para el trimestre recién finalizado se anticipa un aumento anual de 2,4% *versus* el 0,5% previsto en el pasado Informe de Política Monetaria. Para el cuarto trimestre se mantiene la estimación en 3,7% anual, que se explica fundamentalmente por una baja base de comparación.

Respecto del sector industrial, el resultado de agosto estuvo por debajo de lo anticipado, en parte afectado por la paralización del transporte público en la Región Metropolitana. En todo caso, la diferencia positiva de días hábiles respecto del año anterior, anticipa un buen desempeño para lo que resta del año.

Handwritten signature/initials



Demanda interna

Luego de observar una desaceleración en el transcurso del segundo y comienzos del tercer trimestre, la mayoría de los indicadores de consumo sostuvieron un repunte en agosto. Las ventas de supermercados (Asach), que por más de un año habían tenido una evolución negativa, esbozaron una recuperación en agosto (0,2% anual). Asimismo, las ventas del comercio minorista de la CNC (0,7% anual), muestran un quiebre respecto de la tendencia negativa que se extendía desde principios de año. Las ventas de supermercados del INE, por su parte, aumentaron en 14,6% anual en el mismo mes.

Las importaciones de bienes de consumo también siguieron esta tendencia, con una importante recuperación en agosto luego de la caída del mes anterior. Datos preliminares de septiembre indican que esta tendencia se mantendría. Las ventas industriales de bienes de consumo habitual, por su parte, tuvieron un comportamiento diferente al del resto de los indicadores, con una caída anual en agosto de -2,9%, manteniendo una tendencia prácticamente plana durante todo el año.

Por el lado del consumo durable, se observaron trayectorias discordantes. Mientras las ventas de automóviles nuevos tuvieron un incremento anual del orden de 10% —manteniéndose en valores del orden de las ocho mil unidades—, el componente durable de las ventas del comercio minorista (CNC) mantuvo una trayectoria plana. En tanto que el índice de ventas industriales (INE) para este tipo de bienes perdió los niveles la recuperación registrados en el primer trimestre, con una caída de 25% anual en agosto.

Por el lado de la inversión, maquinaria y equipos es otro componente del gasto que mostró un comportamiento disímil en las cifras recientes. Mientras en agosto las ventas de bienes de capital (INE) cayeron 22% anual —mostrando una disminución en niveles por segundo mes consecutivo respecto del *peak* de junio—, las importaciones tuvieron una fuerte recuperación, con una expansión de 39% anual. Sin embargo, datos preliminares muestran que en septiembre se produciría una cierta reversión, tanto en nivel como en variación anual.

El sector inmobiliario ha mostrado una fuerte recuperación en los últimos meses, siendo agosto uno de los meses más dinámicos al venderse más de 1.200 unidades. Así, las ventas crecieron en 20,8% anual, mientras que el *stock* aumentó 4,8%, con lo que los meses necesarios para agotar el *stock* existente disminuyeron a 11,9. Para septiembre, se espera nuevamente un fuerte crecimiento anual, dada la baja base de comparación y, de mantenerse las ventas en torno a las 1.100 unidades, el crecimiento en doce meses sería en torno a 60%.

Indicadores de actividad futura de este sector, como los permisos de edificación y los despachos de cemento y hormigón muestran una caída en lo más reciente. No obstante, la trayectoria descendente que se aprecia en el *stock* de viviendas puede implicar una reversión de esta tendencia.

Política Fiscal

El proyecto de Ley de Presupuestos para el año 2003 supone un balance global efectivo igual a -0,7% del PIB. Este déficit resulta de proyecciones de ingresos consistentes con un crecimiento en torno al 4%, no conociéndose aún los supuestos utilizados para tipo de cambio e inflación.

Para el financiamiento de este déficit, el presupuesto permite un endeudamiento bruto máximo de US\$1,5 miles de millones. Además, se autoriza la sustitución de los pagarés en dólares del Fisco por otros documentos emitidos en moneda nacional.

man
2002



Por el lado de los gastos, aquel con efecto macroeconómico crecerá 3,4%. Si a esta cifra se le agregan los gastos que podrían efectuarse a raíz del plan AUGE de Salud y del sistema Chile Solidario —aún sujetos a la aprobación de su financiamiento por parte del Congreso—, el crecimiento máximo del gasto con efecto macroeconómico del gobierno central alcanzaría a 3,8% real. La inversión pública aumentará algo menos de 7% en términos reales, mientras que el gasto corriente se expandirá solo 2%.

Sector Externo

Información aún preliminar indica que en el tercer trimestre se produjo una caída de 0,9% anual en el valor de las exportaciones. Pese al aumento de 2,7% en los precios de los envíos, un descenso de 3,5% en los volúmenes determinó el resultado final. Esta importante caída se debió a una reducción importante en las exportaciones de cobre (-18% en volumen respecto de igual trimestre del año 2001), derivada de una disminución drástica de la producción en la minería privada, información que, no obstante, está en proceso de revisión. Las restantes categorías, principales no cobre y resto, tuvieron aumentos de volumen del orden de 6,5%, algo por sobre lo estimado en el Informe de Política Monetaria de septiembre.

El volumen de las importaciones, por su parte, cayó 0,4% en el tercer trimestre, teniendo el mayor aumento las de bienes de consumo (8,1%), en tanto que las de capital fueron el componente menos dinámico (-0,5%). Los precios de las compras al exterior cayeron 2,2% en período, con disminuciones de 4,1%, 1,2% y 3,6% en los componentes consumo, intermedio y capital, respectivamente.

Mercado Laboral

Durante el trimestre móvil finalizado en agosto, el mercado laboral continuó mostrando signos de deterioro. El empleo privado, eliminado el componente estacional, tuvo una caída del orden de 25 mil puestos de trabajo entre trimestres móviles, que fue en parte compensada por el aumento en los planes de empleo público. Con ello, la caída del empleo total se redujo a cerca de 15 mil plazas de trabajo.

La menor ocupación, pese a una nueva caída en la tasa de participación, provocó que la tasa nacional de desempleo, en términos desestacionalizados, tuviera un quiebre en la tendencia decreciente registrada desde el segundo trimestre de este año. Más aún, la tasa marginal de desempleo registró una caída significativa (8,5% en julio *versus* 8,9% en agosto).

Por sectores, la trayectoria del empleo es explicada principalmente por comercio, agricultura y construcción, que pierden alrededor de 22 mil puestos de trabajo en el período. Sin embargo, el sector industrial, que había presentado la mayor caída de empleo durante el año, registró un quiebre en la trayectoria decreciente registrada desde principios del año 2002.

Por otra parte, durante septiembre el índice de vacantes muestra nuevamente una pequeña caída. De mantenerse esta tendencia podría configurar un factor de riesgo en la creación de empleo en un horizonte de entre seis meses y un año.

IV. Precios y Costos

Un aumento de 0,8% tuvo el IPC en septiembre, acorde con la estimación realizada en el transcurso del mes. Pese a ser el mayor incremento mensual del año, la inflación de septiembre estuvo determinada por aumentos en el precio de los combustibles y de los perecibles. Esto significó que la variación mensual del IPCX fuera sólo 0,3%, bastante por debajo del valor alcanzado en igual mes del año anterior. Medidos en términos anuales, el IPC llegó a 2,3% y el IPCX a 2,0%.

Handwritten signature



El incremento del valor del dólar y el aumento en el precio del petróleo han modificado las perspectivas de inflación en lo más reciente. Por un lado, las expectativas de inflación que se deducen del diferencial de tasas de interés entre los instrumentos nominales y reales muestran un aumento en las últimas semanas, situándose actualmente en niveles promedio de 3,5 y 4% para uno y dos años plazo. La encuesta de expectativas de octubre, considerada sólo la mitad del número de respuestas habituales, indica una inflación esperada a un año de 2,9% y de 3,2% para dos años.

En el corto plazo, se espera que el incremento del tipo de cambio impactará a los precios por la vía de los canales habituales, es decir, a través de los costos de los servicios regulados y combustibles. De esta forma, en agosto y septiembre ya se han verificado aumentos en los costos de la telefonía y el agua potable y se esperan aumentos adicionales en octubre. Se suma a ellos, el costo del pasaje de la locomoción colectiva, que luego de aumentos consecutivos en julio y agosto, se incrementará nuevamente en octubre y posiblemente en noviembre. Asimismo, en el transcurso del presente mes se dará a conocer el reajuste acordado para el precio de nudo de la generación eléctrica, valor que se ve afectado por el precio del dólar, y cuyo incremento se traspasa en prácticamente 50% al costo de las tarifas residenciales. Las primeras estimaciones apuntan a un aumento del orden de 5%.

Otro factor que ha generado mayor inflación en el corto plazo y continuará haciéndolo en adelante, ha sido el precio de los combustibles. Por ahora, los mayores precios de importación en dólares de los combustibles han sido, en parte, acomodados por la operación del FEPP, que a partir de la tercera semana de septiembre ha comenzado nuevamente a girar recursos en sus distintos sub-fondos (excepto el del gas licuado). No obstante, los recursos disponibles son bajos, por lo que de mantenerse la actual situación de precios internacionales por un tiempo prolongado, no puede descartarse un mayor traspaso hacia los precios minoristas.

Durante agosto, el crecimiento anual de las remuneraciones nominales continuó mostrando la tendencia decreciente registrada desde comienzos de año. Ello debido a la evolución de la inflación a partir del cuarto trimestre de 2001, que es incorporada a los salarios vía cláusulas de indización. De esta manera, el incremento anual de las remuneraciones por hora llegó a 4,1%, y el del costo de la mano de obra a 4,4%.

Los salarios reales, en tanto, aumentaron en agosto, aunque continúan con tasas de crecimiento anuales inferiores a las del primer semestre.

PERSPECTIVAS

Escenarios de Inflación

El efecto del mayor tipo de cambio y del aumento del precio de los combustibles hace modificar al alza las perspectivas de inflación para el cuarto trimestre del 2002, respecto de lo esperado en septiembre pasado. El mayor impacto se verificaría en octubre, mes que tendría un aumento del IPC del orden de 0,5%, y donde además, se sumaría la habitual estacionalidad de los perecibles derivada del cambio de temporada. Noviembre tendría una inflación algo menor, mientras que diciembre y enero se ubicarían en torno a sus registros habituales. Con esto, a comienzos del primer trimestre de 2003, la inflación del IPC se ubicaría en torno a 3,4%, por sobre el 3,1% supuesto el mes pasado (tabla 3).

Por el lado de la inflación subyacente, descontado el efecto de perecibles y combustibles, la inflación anual del IPCX estaría cercana a 2,7% en enero de 2003.

new
DT.



Tabla 3: Proyección de Corto Plazo IPC e IPCX

		% var. anual		% var. mensual		petróleo	TCO	
		ipc	ipcX	ipc	ipcX	(US\$/barril)	(\$/US\$)	micros
2002	Sep	2.1	2.1	0.6	0.4	28.4	727	
	Oct	2.5	2.1	0.5	0.4	28.5	740	✓
	Nov	2.9	2.3	0.3	0.3	27.8	740	✓
	Dic	3.3	2.6	0.1	0.3	26.9	740	
2003	Ene	3.4	2.7	0.0	0.3	26.3	740	
	Feb	3.3	2.7	-0.1	0.1	25.6	740	
	Mar	3.2	2.7	0.4	0.4	24.8	740	

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

El Consejero señor Desormeaux, a modo de consulta, manifiesta que le pareció entender que había una revisión de los deflatores del gasto y que a la luz de eso, el gasto medido sería un poco más alto de lo que se había estimado en el Informe de Política Monetaria.

Contesta el Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, señalando que como es habitual, las proyecciones de gasto real son bastante volátiles en el corto plazo. Indica que la proyección de gasto que aparece en el Informe de Política Monetaria era de 0,4% para este año y ahora es posible que esté algo por encima, entre 0,5% y 0,8%, pero de todas formas, no hay cambios en el panorama para esta variable.

La Consejera señora Ovalle consulta sobre la proyección de inflación que aparece en el informe en el que se menciona que con un nivel de tipo de cambio como el actual, la inflación anual, en el próximo semestre, podría converger a valores entre 3,5% y 4% para luego comenzar a disminuir. A su vez, en la parte final del citado informe se entrega una proyección que comprende el período octubre 2002 a marzo 2003, en la cual la inflación no supera el 3,5%. Cree que hay un error al precisar el período, ya que, si se toma el primer párrafo de la síntesis dice que de mantenerse el tipo de cambio, la inflación podría ubicarse entre 3,5% y 4% hacia la segunda mitad de 2003, para disminuir lentamente hacia fines del horizonte de proyección. Existen las alternativas de que el semestre que se toma en cuenta es octubre 2002 a marzo 2003 o el primer semestre de 2003.

Otra pregunta sobre el mismo tema es por qué se presenta sólo una proyección de inflación de corto plazo, hasta marzo 2003, y no una para todo el horizonte de proyección de 24 meses.

Contesta el señor García señalando que como no hay una revisión del escenario completo a mediano plazo -tienen el Informe recién hace un mes- el supuesto de tipo de cambio hacia adelante, en rigor, tampoco se ha modificado. Lo que se ha presentado constituye más bien una visión parcial donde hay que suponer que el tipo de cambio se mantiene en \$ 640 por dólar. Se menciona en el texto que de mantenerse ese escenario hacia adelante, todo lo demás constante, la inflación podría estar entre 3,5% y 4%, pero eso no constituye un ejercicio de proyección completo para todo el escenario lo que trae aparejado una revisión del resto de las variables.

man
USD
D.



La señora Ovalle también se refiere a los precios del cobre y del petróleo que, según la reciente exposición, se mantienen y en las opciones de política monetaria se dice que marginalmente hubo un alza de estos precios.

Contesta el Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés, señalando que lo que ha cambiado es la probabilidad del escenario alternativo derivado del precio del petróleo y del cobre y por lo tanto, la expectativa incondicional de cuánto es el precio esperado, pero que la información disponible no es suficiente aún como para cambiar el escenario base. Se habla de más o menos un dólar por barril en el caso del petróleo y, en el caso del cobre, de uno o dos centavos, sin que ello afecte al escenario base. Lo que se está viendo es que es más probable que se den escenarios del cobre algo más bajos y de petróleo algo más altos, por lo menos a comienzos del próximo año.

Respecto de la otra pregunta, manifiesta el señor Valdés que la práctica, hasta ahora, ha sido tener una nueva ronda de proyecciones sólo para las reuniones mensuales en que hay Informe de Política Monetaria. Entre informes, lo que se trata de hacer es, básicamente, sumar a la proyección base algún delta que se origine en alguna noticia importante, pero éstas no son proyecciones completas del nuevo escenario, sino simplemente decir "llevamos una trayectoria, qué pasa si a esa trayectoria la modificamos marginalmente con un supuesto distinto". En ese sentido, probablemente no es ciento por ciento consistente decir que el tipo de cambio se va a \$ 750 por dólar y el resto del escenario permanece igual; quizás habría que hacer un escenario diferente de flujos de capitales, de crecimiento, etc. para tener un escenario completo, pero éste no es el ejercicio efectuado en esta oportunidad.

El Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic, respecto del precio del petróleo y del cobre, coincide con la División Estudios en términos de que los cambios que han habido son todavía marginales. En particular, señala, en el caso del precio del cobre lo que se ha producido es una rebaja de aproximadamente dos centavos respecto de lo que había hace un mes y en el caso del precio del petróleo se trata de un aumento de un dólar por barril, pero con algunas fluctuaciones. En el caso del precio del cobre, adicionalmente, acaba de obtenerse información de varios analistas que hacen nuevas proyecciones para el próximo año que indican precios proyectados entre 72 y 78 centavos de dólares en promedio para los doce meses. En el caso de las proyecciones del staff, recuerda que en el Informe de Política Monetaria se hizo un supuesto de 76 centavos de dólar, el cual está dentro del rango, aunque algo por encima de la media de ese rango. Considerando todo esto, puede concluirse que se trata de cambios relativamente marginales, que incrementan los riesgos, pero que no significan aún un cambio sustancial respecto de las proyecciones.

La Consejera señora Ovalle considera que en el informe se dio poca importancia a la emisión de nuevos papeles del Banco Central: BCU, BCP y BCD que se licitaron en los primeros días de septiembre porque se ha observado una gran demanda y que han sido comentados por los diferentes analistas como una medida importante del Banco Central. Le gustaría oír la opinión de la División Estudios al respecto.

El Gerente de División Estudios sostiene que las tasas con que salieron dichos papeles son muy similares a las tasas que tenían los antiguos papeles, por lo tanto, no hay un cambio muy notorio. No cree que se vaya a confundir una tasa con otra tasa porque ha habido mucha continuidad en el proceso. Cree que el mercado se sobrerrevolucionó con esto, porque dijeron en un momento que cambiaba completamente la formación de tasas y otros comentario que, por ahora, no tienen mayor sustento y no cambian sustancialmente la realidad macroeconómica como para modificar proyecciones o escenarios de riesgo a partir del cambio de papeles.

man
12/10/02



Al respecto, señala el señor Presidente, que el papel nominal a cinco años ha sido calificado por algunos analistas como un cambio estructural importante en la política monetaria. No sabe realmente si es un cambio estructural importante, pero lo ve como un acto de audacia que tuvo efectos, porque emitir y colocar un papel nominal en cualquier país de América Latina, incluido Chile, a cinco años plazo, a tasas del orden del 6%, a estas alturas, es realmente un éxito espectacular.

Manifiesta que sería útil, tal vez en el curso de las próximas semanas, tener en el informe una página evaluando el resultado de estas emisiones, pero cree que es algo que ha sido muy bien recibido y que puede dar, en el futuro, dividendos importantes desde el punto de vista de la nominalización y éste es el elemento principal. Señala que esto y lo que percibió en las reuniones de Nueva York, facilitan la transacción de instrumentos nuestros en el mercado internacional. Desde ese punto de vista también es una contribución. Encarga al Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera, ampliar el informe con este tema.

El Vicepresidente señor Marshall manifiesta tener una duda sobre los riesgos que existen en el escenario actual. Una de las cosas que le parece positiva de este informe de la División Estudios es que probablemente después de un tiempo prolongado que se fueron revisando gradualmente a la baja las proyecciones, especialmente de crecimiento, se ha tenido ya dos meses en los cuales se han mantenido las proyecciones. Sin embargo, al mismo tiempo se ha señalado que los escenarios de riesgo han aumentado su probabilidad o el valor negativo que ellos podrían generar. Señala que en los escenarios de riesgo siempre se ha señalado el escenario externo y su pregunta es si no se debiera agregar o indagar en algún escenario de riesgo por el lado financiero interno.

Manifiesta que no logra formarse un panorama completo y señala que en días pasados Enersis hizo un anuncio en donde dicen que van a vender una serie de activos en la medida que tengan compradores, enseguida indican que van a refinanciar su deuda en los mercados internos. Todas las amortizaciones que ellos tienen de aquí a doce meses o algo más, no van a salir a financiarlas en los mercados internacionales, porque no tienen posibilidad de conseguir refinanciar a un precio razonable y por lo tanto, lo van a hacer en el mercado doméstico. Cree que ahí hay un tipo de riesgo que existe, al no encontrarse financiamiento externo. Señala que una de las agencias de rating también efectuó un anuncio, hoy día, refiriéndose a la baja de los bonos de Enersis.

Seguidamente, cree que buena parte de los riesgos que se ha estado siguiendo en el sistema bancario chileno están asociados al riesgo de crédito, vale decir, lo que se ha observado y analizado es el riesgo de solvencia, pero no se ha hecho un seguimiento de los riesgos de liquidez de la banca. Es perfectamente posible que hoy día en presencia de un dólar alto y de tasas de interés sumamente bajas, los riesgos de liquidez sean más relevantes que los riesgos de solvencia. Aquí se pretende dar tranquilidad diciendo: los riesgos de solvencia están más o menos constantes porque la cartera mala de los bancos se ha mantenido, los bancos tienen algunas provisiones, los bancos desde el punto de vista de la solvencia están bien, tienen buen coeficiente de Basilea, etc. Sin embargo, los riesgos de liquidez son independientes ya que un banco muy solvente puede presentar riesgo de liquidez, por lo tanto, le gustaría plantear estos dos temas que le da la impresión que podrían ser elementos relevantes a la hora de evaluar la orientación de la política monetaria. Ello por cuanto si los riesgos de las empresas son básicamente de solvencia, lo que se debiera hacer con la tasa de interés es una cosa y si los riesgos son de liquidez, lo que se debiera hacer es otra. Le da la impresión que los movimientos de tasa de interés son distintos en un caso que en el otro. Lo del acceso al crédito externo de una empresa como Enersis, que es de las mejor evaluadas, lleva a pensar si es una indicación de que otras empresas tampoco tienen acceso a los mercados internacionales y también es interesante señalar que el hecho de tener un buen rating, un coeficiente de riesgo razonable



para el entorno, no garantiza el acceso a los mercados internacionales. Plantea esos dos temas que no tienen que ver con la situación de Brasil, sino más bien con la evolución de factores internos que, obviamente, están originados por el escenario internacional que, aunque no forman parte del escenario central, sí podrían tener un desenlace en las variables relevantes en la economía interna.

El Gerente General echa de menos en este informe el tema de la política fiscal. Se dice que entre la reunión pasada y ésta hubo una modificación importante del tipo de cambio y de algunos otros elementos del escenario externo y que eso lleva a modificar, aunque sea en un análisis parcial, la proyección de inflación. Sin embargo, se dieron las cifras del presupuesto fiscal del próximo año y en el informe no existe un mayor análisis al respecto. Le gustaría saber si ello significa que el staff está conforme con que las cifras conocidas implican que no hay cambios significativos en nuestra proyección de inflación o que simplemente se omitió esa variable.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor García, señala que el escenario del IPOM, en el cual las brechas de capacidad se mantienen en torno a 4% en todo el horizonte y la trayectoria del precio del cobre, es perfectamente consistente con una situación de déficit fiscal del orden de lo que se informó en la discusión presupuestaria. Incluso el supuesto de crecimiento del gasto, si estuvo algo por debajo de lo que se pudiese haber esperado luego que la Comisión evaluó un crecimiento potencial de 4%, en ese sentido, no cree que las noticias presupuestarias sean anormales, dado el escenario que ya se presentó por parte del Banco Central en el Informe de septiembre.

El Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera, refiriéndose a lo señalado por el Gerente General, manifiesta que si bien no hay una novedad en esa materia, cree que se están dando cuenta ahora de las consecuencias o implicancias que eso tiene hacia adelante. Una proyección que se va a tener por tres o cuatro años que son los de la brecha 4%, con déficit del 1%, implica hacer un análisis de continuidad fiscal y ver si en un lapso de dos años se va a estar con un nivel de rating que, en realidad, implica categorías BBB o BB en lugar de A-. Cree que esa dimensión, que hoy día realmente ha aparecido como un tema en el mercado y que antes no lo era, sería conveniente incorporarla. Señala que, dadas las circunstancias actuales y futuras, probablemente va a ser un factor más relevante de análisis de la política fiscal más allá del gasto con impacto macro.

El Consejero señor De Gregorio consulta si hay alguna evidencia del impacto sobre el rating que pueda tener la mayor deuda que se pronostica para el próximo año. El señor Herrera responde señalando que no hay tal evidencia si se atiende a las tablas de clasificación de las agencias que toman en cuenta estos factores y que califican a los países en función de cómo se comparan con la mediana de los países A- en términos de nivel de deuda, nivel de déficit en cuenta corriente y tasa de crecimiento. Efectuando ese análisis comparativo se puede entrar en la lógica de las agencias clasificadoras para determinar si en realidad esta dinámica conduce a que, a futuro, se va a estar en otra categoría.

El Presidente señor Massad manifiesta que en las recientes reuniones sostenidas en Nueva York y Washington no percibieron una especial preocupación desde el punto de vista del corto plazo, pero sí hay preocupación respecto a cuál es la dinámica si nos llega un período de fuerte restricción, lo que tiene una probabilidad que no es cero.

El Consejero señor Desormeaux señala que le incomoda un punto del informe, que en general encuentra muy acertado, pero piensa que tal vez es un problema de cómo se abordó. Cuando se dice "aquí ha habido un deterioro externo fundamentalmente en los países emergentes, algún deterioro en los Estados Unidos, aunque es menor", y a pesar de que el tipo de cambio se ha depreciado, se nos dice "en realidad el premio por riesgo del país no se ha visto afectado". Y lo que se señala, implícitamente, es que en realidad el



efecto sobre nuestro acceso al crédito o el contagio financiero para Chile ha sido nulo, lo que en realidad no es enteramente cierto. Parte del alza que ha experimentado el tipo de cambio, y de la preocupación de nuestro staff, es que percibe que efectivamente se está sintiendo un contagio que va por una vía distinta. Otras fuentes de crédito se están complicando, ya que algunos bancos están cerrando líneas de crédito, en tanto que otros anuncian que cierran sus casas matrices en Chile. Hay en el fondo un efecto financiero que, quizás, es el desarrollo más significativo que ha habido desde la última reunión de política monetaria.

El Gerente de División Estudios, señor Valdés, respecto de la cuestión fiscal señala que lo que dicen las clasificadoras, hasta ahora, es que los grandes problemas de Chile son básicamente el nivel de la deuda externa y la concentración de sus exportaciones en cobre. Y por el contrario, lo que Chile muestra como fortaleza son las cuentas fiscales y los niveles iniciales de deuda pública, por lo tanto, cree que queda tiempo todavía para que el asunto llegue a ser un problema.

En relación a lo que ha dicho el Consejero señor Desormeaux, el señor Valdés manifiesta estar completamente de acuerdo. Señala que el escenario del Informe de Política Monetaria es un escenario en que prácticamente no hay flujos de capitales, pero son flujos netos y, por lo tanto, es un escenario de cuenta corriente cero. Señala que los flujos brutos pueden ser muy bajos y, por lo tanto, los refinanciamientos de todos los vencimientos que vienen en los próximos años pueden no estar asegurados, y ése es por ahora un escenario de riesgo que implica una cuenta corriente muy superavitaria y/o acciones de política especiales, pero sin duda es un escenario que está comenzando a fraguarse.

El Presidente se refiere al hecho de que los riesgos se han incrementado un poco respecto de lo que se preveía en septiembre, según lo dicho en la presentación, lo que abre la posibilidad de nuevas revisiones a la baja de las proyecciones en el futuro. En el caso de los analistas, cada vez que tienen alguna información que indica la necesidad de revisar proyecciones, ellos lo hacen de inmediato. Aquí, en cambio, se espera hasta que se acumule suficiente información, una vez cada cuatro meses, para hacer las revisiones de nuestra proyección y por lo tanto, se llega permanentemente al mercado con una revisión posterior a los analistas. Por consiguiente, es una muy buena razón para que la gente diga "no le creo al Banco Central, porque el Banco Central anda siempre detrás de los analistas".

Señala el señor Massad que hay dos formas de salir de este impasse: una es dejar de hacer proyecciones y tomar las de los analistas, y la otra es hacer lo que hacen los analistas, ir revisando nuestras proyecciones en la medida que aparece información que indica una dirección determinada. Cree que éste es un tema que se va a ir complicando cada vez más y, mientras el Banco Central es muy creíble en materia de inflación, es absolutamente no creíble en materia de proyecciones de producto, por el hecho de que permanentemente se están revisando, detrás de los acontecimientos. La idea de ponerse rangos ayudó un poco en esa dirección, pero si se observa que hay información nueva que pudiera exceder los rangos que se tienen, se debería evaluar cuidadosamente si es conveniente dar una señal al mercado al respecto sin esperar cuatro meses, o esperar esos meses y seguir aceptando el nivel de crítica que hoy existe por las revisiones. Manifiesta que es un tema que hay que mirar con cuidado, que no se puede abandonar, porque se está pagando un precio por eso.

El Consejero señor De Gregorio, respecto al mismo tema, reconoce que el problema existe, señalando que esto se produce porque el Banco efectúa su proyección con una frecuencia muy inferior a la revisión que efectúan los analistas, pero, por otra parte, opina que el rol del Banco no es seguir todas las noticias como si fuera un analista. Cree que la oportunidad de aclarar esta situación es que en los comunicados de estas reuniones se indique el signo hacia donde comienzan a ir las correcciones, o sea, de una u otra forma lo que aquí se va dando, una especie de pauta. Señala que la proyección del Banco no es la



proyección ancla de los próximos cuatro meses, pero de una u otra manera se puede ir dando indicaciones de cómo ve el curso de la coyuntura en lo que son los comunicados. Manifiesta que en este caso no ha habido cambios importantes, pero en comunicados anteriores, quizás dos comunicados antes del último Informe de Política Monetaria, se dijo que las proyecciones iban a ser menores. De cuánto va a ser el número, cree que es un poco riesgoso pensar en entrar a una competencia con los analistas. Tal vez lo otro que el Banco podría hacer es ir enfatizando un poco más, de manera de hacer una presentación algo más amigable de lo que son las encuestas de expectativas y tal vez eso reforzarlo y demostrar así que el Banco lo está tomando en serio y que está canalizando ese tipo de proyecciones y ordenándolas.

El Presidente estima apropiado lo que ha señalado el señor De Gregorio, sin embargo, cree que hay que revisarlo cuidadosamente porque no es obvio, para él, cuál es la mejor solución a esta duda. Recuerda que en el pasado se introdujo una guía y eso, no obstante ser una buena idea, el mercado por algún motivo no la recogió y siguió criticando de la misma manera el hecho que el Banco Central rebajara sus proyecciones, porque no entienden la diferencia entre una proyección y una predicción.

Sobre el mismo tema, el Vicepresidente señor Marshall señala que el Banco Central tiene la práctica, que a lo mejor se debiera revisar, consistente en no hacer ningún tipo de juicio entre cada Informe de Política Monetaria, entonces, suponiendo que el IPOM dice algo y a la semana siguiente ocurre un evento que cambia sustantivamente el escenario, todas las exposiciones que se hacen -el Presidente, los Consejeros, el Banco- sigue siendo la misma y se dice "en realidad esto ha cambiado un poco, pero la proyección es.." y se da la proyección de uno, dos o tres meses atrás, porque aquí se ha respetado con gran rigurosidad el hecho de que las proyecciones no son cambiadas ni por iniciativa del Presidente o de los demás consejeros.

Estima el señor Marshall que lo anterior debiera ser revisado, porque cree que en los períodos intermedios, si el Presidente interviene en una actividad pública, en la que ya es evidente que la proyección ha cambiado, debería tener la posibilidad de señalar la dirección en la que la proyección se encamina y, en alguna medida, el orden de magnitud del cambio. Cree que es un camino intermedio que permite estar más al día en estos períodos porque es efectivo lo que dice el Presidente en el sentido de que después de cuatro meses, al modificar algunos elementos, se va a estar siempre a la zaga de algunos analistas y lo que se inauguró con el IPOM fue precisamente que hay una proyección única. Piensa que eso se puede modificar. Recuerda que el IPOM se hizo para ordenar y todos lo respetan como un buen factor ordenador, pero quizás no es el más eficiente. Está de acuerdo con lo expresado por el señor De Gregorio en el sentido que es bueno que aquí se tengan proyecciones, pero no se tiene por qué tener la regla de que son inamovibles durante cuatro meses. Opina que se puede cambiar cada mes si es que existen rangos razonables.

El Consejero señor Desormeaux se refiere al mes de septiembre del año pasado cuando se presentó el IPOM y al día siguiente sucedieron los atentados en Estados Unidos. Manifiesta que si se hubiera tenido un rango, se podría haber dicho "cambian las probabilidades, vamos a estar indudablemente más cerca del rango inferior" y se hubiera podido dar una señal. En cambio cuando se presenta una proyección puntual, se tiene que indicar "probablemente la vamos a revisar hacia abajo", no se puede decir nada más. Cree que el tener un rango hoy día abre justamente espacio para lo que pide el señor Marshall. Agrega que en mayo de este año recién se acababa de entregar la correspondiente proyección en el IPOM cuando se agravó la crisis de Brasil. Evidentemente que si se hubiera tenido un rango se habría podido decir "obviamente que consideramos las dificultades que vive actualmente Brasil, pero no lo consideramos parte del escenario central; ahora pasa a ser parte del escenario central y la proyección va a estar más cerca del rango inferior."



El Gerente de División Estudios opina que habría que evaluar la frecuencia del Informe de Política Monetaria, señalando que si fuera trimestral los ayudaría a minimizar un poco el caso, porque parte del problema es que cuatro meses es mucho tiempo.

El Presidente propone discutir en forma más sistemática el tema y solicita al staff preparar algunas minutas de cómo abordarlo.

El Gerente de Análisis Macroeconómico tiene una opinión distinta. Manifiesta que, efectivamente, hay un cierto interés desmedido del mercado por saber cuáles son las proyecciones y ver cuáles son las cifras que tanto el Gobierno como el Banco Central están viendo como escenarios hacia el futuro. Cree que eso resulta de una percepción errada por parte de los mercados de que las autoridades económicas tienen una gran capacidad de control de lo que puede ocurrir con la economía. Por lo tanto, hacer más frecuente ese proceso de revisión de cifras llevaría a la dirección opuesta de lo que debe ser más bien un énfasis en la discusión cualitativa respecto a las políticas económicas, no la discusión sobre cifras y proyecciones. De hecho, señala que en otras partes del mundo esta discusión numérica está mucho menos enfatizada que lo que ocurre en Chile. Indica que, en términos comunicacionales, la dirección más adecuada es hacia un menor perfil en el tema de las proyecciones, y no sobreenfatarlo cada cierto tiempo dando nuevas cifras.

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

Al respecto, el señor Valdés señala lo siguiente:

1. En la reunión de política monetaria del mes pasado, el Consejo decidió mantener la tasa de política monetaria en 3% anual. Entre otros aspectos, en esta decisión se consideró que, en el escenario base del Informe de Política Monetaria de septiembre, las proyecciones de inflación eran coherentes con el centro del rango meta. En particular, se esperaba una trayectoria al alza de la inflación durante los meses siguientes hacia 3%, para luego mantenerse fluctuando en torno a ese número durante el resto del horizonte de proyección. Este escenario base consideraba un tipo de cambio spot en torno a \$700 por dólar y una apreciación del tipo de cambio real de aproximadamente 2% hacia fines del horizonte de proyección. Por el lado del sector real no existieron grandes noticias, aunque se reconoció que los riesgos latentes eran significativos, con un balance negativo para la actividad y neutral para la inflación.
2. Durante el último mes, el escenario internacional ha mostrado en el margen un deterioro, especialmente respecto de la situación regional. Las perspectivas para la economía global no han sufrido grandes cambios, aunque los escenarios de riesgo han tomado mayor preponderancia, particularmente los relacionados a la situación del Medio Oriente y sus implicancias para el precio del petróleo, y el panorama de la economía de Estados Unidos, donde subsisten amenazas. De hecho, para esta reunión se ha reducido marginalmente el precio esperado del cobre y se ha incrementado marginalmente el precio del petróleo para el año 2003. Principalmente debido a la situación política de Brasil, los mercados financieros de la región han mostrado una fuerte volatilidad durante las últimas semanas y las monedas de varios países han estado bajo presión, incluyendo el peso mexicano y algunas monedas sudamericanas. Es esperable que esta volatilidad continúe por algún tiempo más.
3. Respecto de la economía nacional, los fuertes movimientos que ha sufrido el peso constituyen probablemente la noticia más importante. Desde la última reunión de política monetaria el peso se ha depreciado en un poco más de 3,5%, lo que se suma a una depreciación de casi 3% ocurrida entre las dos últimas reuniones. En este ambiente financiero más volátil, las tasas de interés de los documentos del Banco Central de más largo plazo han tenido un pequeño rebote, pero las tasas de interés de corto plazo se

Handwritten signature and initials: "valdés" and "HSDS" with a large flourish.



encuentran bien alineadas con la tasa de política monetaria. Destaca el hecho que, a pesar de esta volatilidad, las tasas de colocación y las tasas de letras hipotecarias han continuado disminuyendo.

4. Por el lado real las noticias han sido marginalmente negativas, lo que incluye una caída en la producción industrial, un menor dinamismo de las exportaciones y algo menos de medio punto de menor crecimiento proyectado para agosto. Ello, no obstante, es insuficiente para cambiar el panorama de crecimiento del último *Informe* para este año y el próximo, a pesar de que se mantienen latentes los escenarios de riesgo descritos en él. Mención especial merece en esta oportunidad el proyecto de ley de presupuesto, el que sería consistente con un superávit estructural de 1% del PIB y considera un déficit contable de 0,7% bajo un escenario de crecimiento similar al del *Informe*.
5. Nuevas proyecciones con un escenario de crecimiento similar al del Informe de Política Monetaria pasado, pero un tipo de cambio nominal que persistentemente se mantiene en los niveles actuales (\$740-\$750), indican que la inflación llegaría a 3,5%-4,0% a fines del segundo semestre del próximo año, para tener luego un ligero descenso por base de comparación, aproximándose a 3,5% a fines del horizonte de proyección. Este escenario de mayor inflación esperada también se verifica en los diferenciales de tasas de interés. En el caso de la encuesta de expectativas, el aumento de la inflación esperada es sorprendentemente pequeño. De hecho, ésta ni siquiera sobrepasa el centro del rango meta en los próximos dos años.
6. Con este conjunto de antecedentes se propone descartar como opción un recorte de la tasa de interés. Un movimiento de este tipo no sería consistente con los riesgos inflacionarios que genera el escenario cambiario actual. Por otro lado, la disminución de las tasas de colocación es indicativa de que aún no concluye el proceso de traspaso del mayor impulso monetario.
7. Respecto de la posibilidad de aumentar la tasa de política monetaria, existen argumentos tanto para considerarla como para descartarla como una opción adecuada. Por un lado, el que la proyección de inflación amenace con acercarse al techo del rango meta —con un tipo de cambio nominal persistentemente en los actuales niveles— debiese ser una razón suficiente para pensar en reducir el grado de expansividad de la política monetaria.
8. Por otro lado, sin embargo, el argumento anterior se debilita al considerar que:
 - (i) La proyección de inflación se mantiene dentro del rango meta en el horizonte de proyección.
 - (ii) Las expectativas privadas se mantienen ancladas en torno a 3%: y ello se verifica tanto en la encuesta como en los papeles nominales de largo plazo. Siendo la depreciación del peso en lo fundamental un shock de oferta, la política monetaria debiera orientarse en este caso a resguardar la vigencia del ancla nominal, más que a neutralizar el eventual cambio de precios que por una vez provocaría el shock.
 - (iii) Es probable que el nivel actual que ha alcanzado el tipo de cambio nominal tenga un carácter transitorio, por lo que no se puede descartar que sufra una corrección durante los próximos meses hacia una trayectoria más cercana a la que subyace en las proyecciones del Informe.
9. En particular, respecto al punto anterior, las estimaciones de tipo de cambio real de equilibrio muestran que en la actualidad existe una subvaluación considerable (de más de 10%), que los movimientos del tipo de cambio obedecen especialmente a que la región pasa por un período de extrema incertidumbre —la que necesariamente tenderá a despejarse— y que existe la experiencia de lo sucedido luego de la crisis argentina, cuando el tipo de cambio nominal sufrió una fuerte corrección a la baja. Adicionalmente,

leop
man



es posible argumentar que hay tiempo para evaluar la persistencia y efectos de estos movimientos cambiarios. Esta posibilidad —la opción de esperar— es especialmente valiosa en momentos como los actuales, cuando subsisten fuertes riesgos negativos por el lado de la actividad que posiblemente tienen consecuencias deflacionarias.

10. A la luz de estos argumentos se recomienda mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual como la opción más adecuada.
11. Respecto de elementos de corte estratégico, cabe destacar que mayoritariamente no se esperan cambios en la tasa de política monetaria para esta reunión.

El Presidente ofrece la palabra para comentar las opciones.

El Consejero señor Desormeaux consulta acerca del argumento efectuado por don Francisco Rosende que se refiere al fuerte crecimiento que experimenta el dinero.

El Gerente de División Estudios señala que hay, al menos, tres argumentos para no considerar el asunto como un problema. Desde el punto de vista puramente conceptual, la demanda por dinero es la última ecuación del sistema y por lo tanto, completamente residual. Y siempre, entonces, la oferta es igual a la demanda, y teóricamente no existen excesos de oferta de dinero en la economía. El segundo argumento es, que es cierto que el dinero M1A está creciendo a tasas elevadas, pero la verdad es que, a priori, no se sabe cuál es el agregado relevante para analizar esta situación, porque mientras la emisión está aumentando menos que el dinero, el M7 crece muy poco al igual que las colocaciones. Un tercer argumento es que nuestras estimaciones de demanda por dinero no están mostrando errores de una magnitud ni de un signo particular. Por el contrario, son consistentes con lo que se está viendo con la demanda por dinero. Por lo tanto, señala, todo eso hace pensar que vale la pena seguir analizando el tema y de hecho, se está empezando a preparar material más preciso al respecto, pero en general piensa que no debiese ser un tema peligroso por ahora. La prueba final está que si es un proceso de ajuste, la tasa de crecimiento debiese moderarse en algún tiempo, pero hay que esperar ese tiempo.

El Consejero señor De Gregorio señala que el análisis que se ha presentado en esta ocasión destaca, principalmente, el deterioro del ambiente internacional relevante para la economía chilena, en particular, las turbulencias financieras de la región con sus repercusiones sobre el tipo de cambio.

De acuerdo con esta presentación, desde el punto de vista inflacionario, las noticias muestran algunos aumentos, aunque éstos se encuentran dentro del rango meta y desde el punto de vista de actividad, las noticias son marginalmente negativas.

La depreciación del tipo de cambio en el último mes, que alcanza a 3,5%, más la debilidad acumulada de meses anteriores, pone algunas presiones sobre la inflación. Sin embargo, cree que hay razones suficientes para sugerir cautela y descartar una sobrerreacción a estos desarrollos que aparentemente son de carácter transitorio, y podrían dar una mala señal sobre la conducción de la política monetaria o en particular, si después de un tiempo el tipo de cambio se fortalece y una futura debilidad de la deuda interna nos lleva, como consecuencia, a evaluar una posible baja de la tasa de política monetaria. A este respecto cabe destacar:

- La depreciación constituye un shock de oferta, el que, de persistir en el tiempo, debería por sí sólo reducir las presiones inflacionarias de mediano plazo, compensando en alguna medida el efecto directo sobre los costos;



- La inflación sigue dentro del rango meta y tanto las expectativas privadas como nuestras propias estimaciones indican que no habría desviaciones fuera de este rango. En este sentido, es importante destacar que en horizontes más cortos que el de nuestro objetivo inflacionario, debiera ser normal que, en el contexto de un régimen de tipo de cambio flexible, la inflación tenga espacios para fluctuar.

Respecto del análisis de la División Estudios, su impresión es que se pueden estar omitiendo algunos efectos importantes del actual escenario externo sobre la inflación. Le parece que es difícil que se mantenga el escenario central del IPOM con sólo un aumento leve de la inflación y un tipo de cambio algo más depreciado. En su visión, en la actual coyuntura financiera cree que: 1) se mantiene la debilidad del peso con un debilitamiento adicional de la actividad o, 2) se revierten parcialmente los movimientos cambiarios, de modo que se concreta el escenario de actividad y de precios de activos del IPOM. En ambos escenarios las presiones inflacionarias se debilitan con respecto a las actualmente proyectadas, debido en el primer caso al debilitamiento de la demanda o, en el segundo caso, al fortalecimiento del peso.

Por último, señala que es necesario destacar que si la preocupación del Banco Central se comienza a centrar en el impacto inflacionario de los movimientos del tipo de cambio, la discusión de la instancia monetaria que se está teniendo hoy debería darse en un contexto más global de todas las alternativas e instrumentos disponibles para contrarrestar una posible sobre-reacción cambiaria que puede abrir paso a presiones inflacionarias.

Por todo lo anterior, cree el señor De Gregorio que lo más recomendable, en esta ocasión, es mantener la tasa de instancia de política monetaria. Los demás Consejeros manifiestan su opinión en el mismo sentido.

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

39-01-021008 – Tasa de Instancia Monetaria.

Se acuerda mantener la tasa de interés de política monetaria en 3% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez también permanecen inalterados en los niveles prevalecientes desde la reunión anterior.

IV. Comunicado

“ En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió mantener la tasa de interés de política monetaria en 3% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez también permanecen inalterados en los niveles prevalecientes desde la reunión anterior.

En lo sustancial, el escenario previsto de crecimiento de la economía global no ha variado durante las últimas semanas. No obstante, los riesgos de escenarios más adversos han tomado algo más de relevancia y la volatilidad de los mercados financieros regionales sufrió un incremento adicional. Estos hechos se han manifestado especialmente en presiones sobre las distintas monedas.

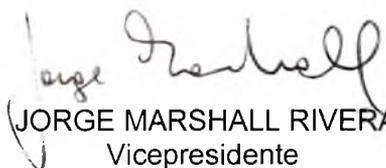
Respecto de la economía nacional, los antecedentes acumulados desde la última reunión son en general coherentes con el panorama de crecimiento contenido en el Informe de Política Monetaria. Las perspectivas de inflación de mediano plazo se mantienen cercanas al centro del rango meta, aunque en el corto plazo puedan registrarse fluctuaciones algo mayores.



El Banco Central reitera que continuará usando sus políticas con flexibilidad, de manera de confrontar las desviaciones que se proyecten, en cualquier dirección, respecto de la trayectoria esperada de la inflación en relación con la meta establecida.”

El Consejo aprueba el texto del comunicado.

Se levanta la Sesión a las 17,30 horas.



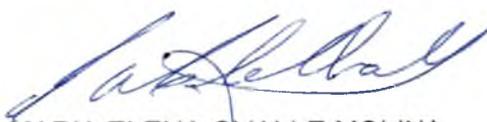
JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente



CARLOS MASSAD ABUD
Presidente



JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero



MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera



JOSE DE GREGORIO REBECO
Consejero



MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe

