



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 34
DE POLITICA MONETARIA
celebrada el 13 de junio de 2002

En Santiago de Chile, a 13 de junio 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.

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

Asisten también los señores:

Gerente General Subrogante, don Carlos Pereira Alborno; 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 Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker; Gerente de Análisis y Operaciones Internacionales, don Sergio Lehmann Beresi; Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete; Secretaria Ejecutiva del Gabinete de la Presidencia, señora Cecilia Feliú Carrizo; Jefe de Prosecretaría, señora Cecilia Navarro García.

Se encuentra también presente, especialmente invitada, la Asesora Macroeconómica del Ministerio de Hacienda, señora Bernardita Piedrabuena Keymer.

I. Resolución sobre Proyectos de Acta correspondientes a las Sesiones N°s 32 y 33E, celebradas el 9 y 10 de mayo de 2002, respectivamente.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo los Proyectos de Acta de las Sesiones N°s 32 y 33E, celebradas el 9 y 10 de mayo de 2002, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

II. Resolución sobre Minuta del Acta correspondiente a la Sesión N° 31, celebrada el 9 de abril de 2002.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo la Minuta correspondiente al Acta de la Sesión N° 31, celebrada el 9 de abril de 2002, la que se aprueba sin observaciones.

mas

[Handwritten signature]



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

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de diciembre de 2002, para el día 10 de ese mes.

IV. Exposición.

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

SINTESIS DEL MES

La información más reciente de actividad y gasto ha sido en términos gruesos consistente con las proyecciones de corto plazo contenidas en el Informe de Política Monetaria del mes anterior. Las proyecciones más recientes indican que durante el segundo trimestre el PIB habría alcanzado un crecimiento anual de 2,7% - 6,4% trimestre con trimestre—, mientras que el gasto una caída anual de 0,2% y crecimiento entre trimestres de 3,6%. Esto no incorpora el efecto de los temporales, que podría a lo más reducir el PIB del segundo trimestre en dos décimas. Por ahora existe bastante incertidumbre respecto de la inflación en los próximos meses, con efectos contrapuestos asociados a los temporales, a la trayectoria del tipo de cambio y del precio del petróleo con su consiguiente impacto en la locomoción colectiva, por lo que no es descartable tasas anuales entre 1,5% y 2,0% en meses puntuales. La inflación del IPCX se situará algo por debajo de 3% anual durante los próximos meses. Con todo, no existen antecedentes que lleven a pensar que se está en presencia de un escenario de mediano plazo distinto al del Informe de Política Monetaria de mayo.

Por una parte, en mayo continuó el repunte de las importaciones, especialmente las de consumo, a la vez que en abril la producción industrial sorprendió con un crecimiento superior al que se preveía. Estas dos variables son consistentes con un proceso de acumulación de existencias. Las ventas de bienes de consumo duradero de la industria, después de las fuertes caídas de los últimos meses, muestran un rebote en abril. Asimismo, las ventas de vehículos nuevos continúan con la gradual expansión de los últimos dos trimestres.

El impulso de la política monetaria sobre otros componentes del gasto se aprecia en el mayor dinamismo del mercado inmobiliario, a lo que se añade el repunte de los permisos de edificación habitacionales. Las colocaciones de consumo mantienen niveles relativamente elevados, y las tasas de interés de colocación mostraron una leve reducción durante mayo.

Sin embargo, por otra parte, subsisten los riesgos de una nueva postergación del proceso de aceleración de la actividad y del gasto. De hecho, se aprecia algo más de debilidad que la observada a fines del año pasado en el consumo de bienes habituales. Las ventas de supermercados y del comercio se han desacelerado; mientras que las ventas de la industria de este tipo de bienes muestra un crecimiento leve. Finalmente, la expansividad de la política fiscal en el primer trimestre fue tal que se puede esperar que en los próximos trimestres se dé una desaceleración de la posición fiscal relativamente intensa, de forma de cumplir con los objetivos comprometidos para el año completo.

El escenario internacional, en su conjunto, también continúa con señales mixtas. Aunque el panorama de crecimiento global y de términos de intercambio se avizora algo mejor al que se estimaba hace algunas semanas, la incertidumbre regional ha sufrido un marcado aumento. La situación política en Brasil ha incrementado la volatilidad de los mercados financieros, depreciando el real de forma sustantiva y afectando los *spreads* de las economías latinoamericanas. El *spread* soberano chileno también se ha visto incrementado respecto de los promedios de abril, manteniendo, en todo caso, bastante estabilidad en las recientes

semanas. Asimismo, el peso chileno se ha visto afectado, aunque con una vinculación bastante menor con el real brasileño que la que se observó entre noviembre y abril. Los vaivenes de la situación económica y política en Argentina continúan mostrando la falta de certeza respecto de la evolución que tendrá la economía de dicho país en el corto plazo.

Es posible, también, que la mayor incertidumbre regional sea uno de los factores que ha presionado al alza a las tasas de interés de largo plazo en Chile. En todo caso, difícilmente este reciente incremento pueda ser atribuido a expectativas de política monetaria más restrictivas en el horizonte de los próximos trimestres. De hecho, las expectativas de mercado que se deducen de la encuesta del Banco Central muestran un panorama de menor inflación y de menor crecimiento, por lo menos respecto de lo esperado hace un tiempo. Esto se ve acompañado, también, por un porcentaje no despreciable, aunque minoritario, de analistas que prevén reducciones en la tasa de política monetaria en el corto plazo. Parte de esto responde a que las proyecciones privadas de crecimiento económico para el año 2003 se ubican en torno a un punto por debajo de las que se incluyeron en el Informe de Política Monetaria de mayo. Es en ese horizonte donde se aprecian mayores diferencias pues para este año, las perspectivas privadas de crecimiento coinciden con las del último Informe de Política Monetaria, en torno a 3%.

Con relación al panorama de mediano plazo para la inflación, las principales variables se han movido marginalmente hacia algo menos de presiones inflacionarias. Por un lado, el precio del petróleo ha mostrado una tendencia a la reducción, mientras que por otro, la depreciación del dólar respecto de otras monedas duras tiende a fortalecer en términos reales el peso chileno. El incremento en los costos laborales unitarios también se ha moderado en los meses recientes, gracias al incremento en la productividad del trabajo y a la estabilidad en el ritmo de crecimiento de los salarios nominales. Finalmente, el crecimiento del gasto para este año puede ser algo inferior al previsto en el pasado Informe de Política Monetaria, debido a un dinamismo más moderado del consumo habitual y la inversión en maquinaria.

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA

I. Escenario Internacional

El panorama internacional para los años 2002-2003 se presenta algo más promisorio que el que se veía en la reunión anterior, principalmente por las mejores perspectivas de los términos de intercambio. Sin embargo, continúa la incertidumbre regional, considerando que a la aguda crisis argentina, se ha sumado un deterioro de las condiciones de Brasil y un sombrío escenario en la economía uruguaya. Esto ha significado un aumento en los costos de financiamiento externo de los países de la región, incluyendo en forma moderada a Chile.

Los indicadores de coyuntura de las últimas semanas, particularmente de los Estados Unidos, contribuyen a consolidar las perspectivas de crecimiento para esta economía y del mundo en general. Ello considera que el crecimiento de Japón, Europa y Asia emergente, continuará liderado por el sector externo, impulsado por la recuperación norteamericana. De este modo, las proyecciones de crecimiento mundial ponderado a paridad del poder de compra (PPC), se mantienen en 2,8% y 3,9% para 2002 y 2003, respectivamente; y en 1,1% y 3,1% ponderado por comercio.

En el mercado cambiario, cabe destacar que durante las últimas semanas se ha acentuado una tendencia a la depreciación del dólar. Este proceso está relacionado con el déficit de la cuenta corriente de Estados Unidos, el que, de todas formas, se aprecia sostenible, dadas las altas tasas de productividad, el menor grado de aversión al riesgo de los inversionistas y la postergación de alzas de tasas de interés por parte de la Reserva Federal.

Respecto de los efectos sobre crecimiento mundial de la depreciación del dólar, la evidencia no es suficientemente sólida. Por un lado, el efecto sobre comercio se considera como poco

significativo, por cuanto la elasticidad del tipo de cambio de las importaciones estadounidenses es muy reducida. Más importante que ello podría ser el efecto expansivo sobre la actividad mundial, derivada de menores costos de financiamiento y mayor flujo de capitales hacia economías emergentes. Por otro lado, la evidencia señala que los procesos de depreciación del dólar son acompañados por aumentos en el precio de materias primas, tal como ha sucedido recientemente.

En el caso particular del cobre, ha sido relevante para la trayectoria reciente de su precio, la decisión de la canadiense BHP Billington de hacer un recorte adicional en la producción del metal durante este año. Esta disminución de producción significará, aproximadamente, US\$45 millones de menores exportaciones chilenas de cobre. Dicha situación, en todo caso, no afectará el desarrollo de la Fase IV de Escondida a iniciarse el próximo año. Otro factor que ha estado detrás de la evolución del precio del metal, dice relación con la reciente paralización de faenas por huelga de la mina Cananea en México.

Con todo, se mantiene la proyección de US\$0,73 la libra de cobre para el año 2002, dado el nivel actual de inventarios. Hacia el año 2003 se observaría un aumento gradual en el precio del metal, acorde con la recuperación de la actividad mundial, manteniéndose la estimación en US\$0,82 la libra.

El precio del petróleo en el mercado *spot* ha mostrado caídas durante los últimos días, situándose en valores entre uno y dos dólares por debajo del promedio de US\$25 el barril registrado los dos últimos meses. Detrás de este comportamiento se encuentra el hecho que importantes productores no OPEP (Rusia y Noruega) no continuarán con los recortes de producción, aplicados en el primer semestre del año. Adicionalmente, Rusia estableció que su rango óptimo de precios se sitúa entre US\$20 y US\$25 el barril, por debajo de la banda de la OPEP. Como consecuencia de lo anterior, las proyecciones de US\$24 y US\$23 el barril para éste y el próximo año se mantienen inalteradas.

La baja inflación que se observa y se espera para los próximos meses en Estados Unidos ha sustentado la postergación de alzas en la tasa de política por parte de la Reserva Federal, con un balance de riesgos calificado como neutral. La curva de contratos futuros de la tasa de fondos federales revela un alza de 25 puntos base en la tasa de política, recién a partir de septiembre del presente año. En las restantes economías desarrolladas, no se esperan cambios en la política monetaria respecto de lo previsto en el *Informe* anterior.

La curva de rendimiento de la economía norteamericana muestra un nivel similar al que registraba a inicios de este año. Respecto de la zona euro, se aprecia un panorama similar, con una curva de rendimiento marginalmente por debajo de la curva en dólares, consistente con el rezago que se espera de la recuperación de los ritmos de expansión de la economía europea en relación con Estados Unidos.

En relación con los mercados financieros emergentes, se destaca el deterioro sufrido por las percepciones hacia América Latina durante las últimas semanas. Ello ha sido consecuencia de un panorama más pesimista en Brasil, el debilitamiento financiero en Uruguay, así como por la ya conocida situación argentina. La preocupación que han suscitado las elecciones presidenciales de octubre próximo en Brasil, y el impacto financiero que ha tenido en Uruguay la crisis argentina sostienen este panorama. Esto ha significado aumentos en los *spreads* soberanos y del costo de financiamiento externo de los países de la región, así como a la depreciación de algunas de sus monedas: real brasileño y peso mexicano. En el caso chileno, el *spread* soberano (bono 2009) hacia fines de abril superó los 100 puntos base, situándose durante mayo y junio con un comportamiento estable entre 10 y 15 puntos base sobre ese valor, y caracterizado por la volatilidad típica de estos mercados.

El empeoramiento relativo del panorama regional ha favorecido la preferencia de los flujos de capitales hacia otras economías emergentes, en particular del Asia.

4



II. Mercados Financieros

Durante mayo, las tasas de interés de los documentos reajustables de largo plazo del Banco Central presentaron una trayectoria al alza, que se ha ido intensificando en las últimas semanas, alcanzando valores de UF+4,2% y UF+5,1% para ocho y veinte años, respectivamente, equivalente a aumentos de entre 20 y 30 puntos base respecto de abril.

Existirían diversas razones que, en su conjunto, permiten explicar la evolución de la tasas de interés de largo plazo: 1) la mayor oferta de este tipo de instrumentos, producto, por una parte, de la ampliación de los límites de inversión en el exterior de los fondos de pensiones y, por otra, de la fusión de los Bancos Santander y Santiago que ha obligado a estas entidades a reducir las posiciones de documentos de largo plazo debido a la recomposición de las inversiones bancarias de las AFP; 2) las menores expectativas de IPC para los próximos meses, que hacen menos atractivos los pagarés reajustables; y 3) la evolución de la tasa externa relevante (incluyendo el *spread* soberano), que mostró un aumento a comienzos de mayo. Adicionalmente, se argumenta que la economía nacional habría comenzado, aunque lentamente, la reactivación, con lo que las tasas reajustables de largo plazo ya habrían alcanzado un piso en torno a 4%.

Los documentos nominales, luego de mostrar una evolución a la baja, acorde a la trayectoria de la tasa de política monetaria, se estabilizaron en torno a 4%, para plazos inferiores a 90 días.

Las expectativas respecto de la tasa de política monetaria que se deducen de la curva forward indican que la tasa de política se mantendrá constante en los próximos tres meses. Posteriormente, y conforme se consolide la reactivación mundial e interna, se espera un alza en la tasa rectora a niveles cercanos al 4,25% para fines de este año, para situarse en 6% a fines del año 2003. La encuesta de expectativas de junio, por su parte, presenta una tasa de política monetaria constante en lo que resta del presente año, existiendo una diferencia relevante entre la opinión de los analistas (algunos inclusive apuntan a una reducción de la tasa de política monetaria) y los precios de los activos financieros.

Las tasas de interés de las operaciones con el público han continuado evidenciando el traspaso de las rebajas de la tasa de política monetaria. Este fenómeno se ha observado especialmente en las tasas de colocación para plazos superiores a un año, tramo en que se concentra gran parte de los créditos de consumo.

El recargo tanto de los bonos corporativos como de las letras hipotecarias aumentó en mayo, explicado por el mayor incremento de las tasas de estos instrumentos respecto de los PRC. Sin embargo, en lo que va corrido de junio, mientras las tasas de los PRC han aumentado, ambos *spreads* descienden, y la tasa de interés real media de los bonos de empresas se ha ubicado en torno a 6,5%, uno de los menores valores desde que se tiene registro de estos instrumentos. Las letras hipotecarias, en tanto, presentan una tasa promedio en torno a 6,25%; las letras con tasas de emisión menor al 6% muestran niveles cercanos a 6,1% y las con tasas de emisión superior a 6% un 6,3%, valores similares a los prevalecientes a comienzos de marzo.

Los agregados monetarios más líquidos exhibieron durante mayo variaciones mensuales positivas, con lo que su crecimiento real en doce meses volvió a situarse en cifras del orden de los dos dígitos. Para los meses siguientes se espera que se continúe con expansiones anuales alrededor de 10%. Los agregados monetarios más amplios, en tanto, siguen con un ritmo de expansión menor al del dinero, destacándose la caída de los documentos del Banco Central durante mayo.

Las colocaciones totales —al sector público y privado— registraron un retroceso durante mayo. Sin embargo, al revisar sus componentes se observa que las colocaciones en moneda nacional



mostraron expansiones durante el mes, hecho que permitiría anticipar la continuación del dinamismo de los créditos a personas. Las primeras cifras de junio están validando esta hipótesis.

Durante mayo, el peso chileno mostró una menor dependencia respecto del desempeño de monedas vecinas, que se depreciaron respecto del dólar entre 5% (real brasileño) y 15% (peso argentino). En efecto, el peso mostró sólo una pequeña depreciación durante el mes, con un promedio de \$655 por dólar, que significó un incremento de \$5 respecto del mes anterior. En los primeros días de junio, estas tendencias se han mantenido, cotizándose el peso en torno a \$660 por dólar, el peso argentino en A\$3,57 por dólar y el real brasileño en R\$2,6 por dólar.

Las expectativas de más corto plazo (tres meses) que se obtienen de las cotizaciones de los operadores *Bloomberg* y de los contratos *forward*, señalan una depreciación para el tipo de cambio nominal del orden de 1% para fines de este año. Esta depreciación está de acuerdo con las expectativas extraídas de la última encuesta del Banco Central.

Considerando las expectativas de inflación y de tipo de cambio de *Consensus Forecast*, se estima que desde diciembre a la fecha el tipo de cambio real se ha apreciado cerca de 9%, mientras que el TCR-5 —que incluye las variaciones del dólar de Estados Unidos y de Canadá, euro, yen y libra esterlina— presenta una depreciación de 4%. Esta importante diferencia se explica por la fuerte depreciación del peso argentino durante este año, y por la apreciación que ha tenido recientemente el euro, el yen y el dólar canadiense, respecto de la moneda norteamericana.

Durante mayo, la actividad bursátil chilena anotó un bajo desempeño, anotando caídas mensuales de 1,6% en el caso del IGPA y de 3,4% en el IPSA. Estos descensos fueron explicados, principalmente, por el pago de dividendos y por el desempeño de las empresas chilenas en Argentina. En efecto, al excluir a estas empresas, la disminución del IPSA sería del orden de 2%. En todo caso, el pobre rendimiento de la bolsa chilena de las últimas semanas, se encuentra acorde con lo ocurrido en la gran mayoría de las bolsas internacionales.

III. Actividad y Empleo

Las proyecciones de crecimiento para el segundo trimestre han sido corregidas marginalmente al alza, con una expansión de 2,7%, cifra que se compara con el 2,3% proyectado en mayo. Para la demanda interna, las estimaciones para el segundo trimestre son una disminución de 0,2% en doce meses, confirmando que el punto de inflexión de este componente del PIB ya se habría producido a comienzos del 2002, aunque la velocidad de expansión es más moderada que lo anticipado.

Demanda Interna

En el cambio de la tendencia de la demanda, los indicadores disponibles muestran una expansión relativamente menos dinámica del consumo habitual *vis-a-vis* al de bienes durables. Respecto del consumo habitual, que corresponde a 60% del PIB, las ventas del comercio minorista y de supermercados, tanto del INE como de la Cámara Nacional de Comercio, muestran una desaceleración con relación a la velocidad de la segunda parte del año pasado.

Por otra parte, el índice de ventas industriales de bienes de consumo habitual del Instituto Nacional de Estadísticas mostró en abril una expansión anual de 4,4%, configurando una tendencia más bien plana a partir del cuarto trimestre del año 2001.

En el caso de las ventas de bienes de consumo durable de la industria, luego de una sostenida caída durante todo el segundo semestre del año 2001 y parte del año 2002, comienzan a registrar los primeros signos de recuperación.



Otros indicadores parciales del consumo, como las ventas de vehículos nuevos, experimentan una variación en doce meses de $-1,8\%$ en abril, lo que denota una consistente recuperación respecto de comienzos del año 2002.

Las importaciones de consumo siguen manteniendo un dinamismo bastante elevado, lo que refleja en parte la recuperación del consumo durable, pero también la acumulación de existencias que está en marcha. La evolución de la producción y ventas totales de la industria confirma esta situación.

Siguiendo una tendencia similar al consumo durable, el sector inmobiliario también mantiene el dinamismo señalado. En abril, las ventas de viviendas nuevas caen $10,2\%$ en doce meses, aunque muestran una marcada tendencia al alza desde el cuarto trimestre del año 2001. De hecho, en abril la oferta de viviendas nuevas se expandió en $2,8\%$, con lo que el número de meses necesarios para agotar los *stocks* descendió a $13,7$, el más bajo desde agosto del año 2001. A su vez, los permisos de edificación habitacionales crecieron $30,2\%$ (doce meses) en abril, reforzando la recuperación comenzada el mes anterior. Respecto de los permisos no habitacionales, no se encuentra disponible la información para abril.

Las ventas de bienes de capital (INE), que mostraban desde principios de año una aceleración, sólo en abril tuvieron una variación anual positiva ($14,7\%$). Aunque la participación de este componente en la formación bruta de capital total es bastante marginal (algo menos de 10%), la incidencia de las fluctuaciones recientes no es despreciable. Esto compensa, en parte, el aplanamiento reciente de las importaciones de bienes de capital.

Sector Externo

Estimaciones preliminares del volumen total de exportaciones arrojan un aumento de $2,7\%$ en mayo, explicado por un incremento de $8,7\%$ en el componente distinto de cobre. De éstas, las exportaciones principales serían las que muestran el mayor dinamismo, con un crecimiento en volumen de $15,3\%$, mientras que el componente resto tendría una expansión menor ($5,5\%$). Los recortes de producción realizados por las grandes compañías productoras de cobre como respuesta a la baja cotización del mineral explican la caída de los volúmenes de este metal durante mayo.

Para las importaciones, aún no se dispone de la información de volúmenes para mayo. En abril, su volumen aumentó en $5,4\%$, que se desagrega en: $12,5\%$ consumo; $2,3\%$ intermedios ($-16,5\%$ en combustibles), y $10,6\%$ capital. En términos de valor, se estima que la variación de $-1,5\%$ observada en mayo estaría compuesta por un aumento de $13,0\%$ en bienes de consumo, y una disminución de $6,7\%$ y $10,7\%$ en intermedios y capital, respectivamente.

Política Fiscal

Durante el primer trimestre la política fiscal continuó impulsando la demanda agregada, con un gran dinamismo del gasto y en especial de la inversión pública. El balance global acumulado en doce meses es igual a $-0,9\%$ del PIB, rompiendo la tendencia mostrada durante los últimos dos años. Este déficit es el resultado tanto del negativo crecimiento en doce meses de los ingresos totales, como de la fuerte expansión real anual de los gastos totales.

El gasto con impacto macroeconómico anotó un alza de $8,1\%$ en términos reales durante el primer trimestre, en tanto que la inversión pública aumentó 30% en doce meses. Este aumento de la inversión pública fue producto de la anticipación en la ejecución de las inversiones (Ministerio de Vivienda, de Justicia y gobiernos regionales), lo que va en contra de la estacionalidad que tradicionalmente ha caracterizado a este componente del gasto.

Por su parte, los ingresos totales mostraron una caída de $3,3\%$ en términos reales respecto del primer trimestre del 2001, producto del prácticamente nulo crecimiento de los ingresos tributarios y de la evolución del tipo de cambio.

Con todo, se espera que en los próximos trimestres se modere el impulso de la política fiscal sobre la demanda interna, de forma de lograr las metas fiscales establecidas para el año. En efecto, el crecimiento anual promedio de los tres trimestres que quedan por cerrar para este año sería de 3,6% para el gasto con impacto macro y de 4,6% para la inversión.

Mercado Laboral

Durante el trimestre móvil finalizado en abril, el mercado laboral presentó indicios de recuperación, con una tasa de desocupación que se mantiene en 8,8% a nivel nacional, por debajo de lo proyectado por los analistas. Al aislar los efectos estacionales, el desempleo registró una leve caída respecto del primer trimestre del año 2002.

En términos desestacionalizados el empleo total, y en especial el privado, continuó aumentando respecto de los trimestres precedentes.

De acuerdo a información proporcionada por el Ministerio de Hacienda, para los próximos meses se espera que los programas de empleo fiscales registren un importante incremento. Se estima que los programas de empleo directo pasen de 35 mil en abril a más de 75 mil en julio y los subsidios a la contratación aumenten desde cifras casi nulas a más de 50 mil. Con ello, y extrapolando las tendencias recientes del empleo privado, se puede proyectar un incremento de la ocupación en términos desestacionalizados en torno a 100 mil personas en lo que resta del año.

En lo referente al análisis sectorial se verifica que la ocupación, en términos de tendencia, en la mayoría de los sectores económicos se ha mantenido relativamente estable. Aún así, destaca la expansión en términos anuales de la ocupación en comercio (+43.980 personas), industria (+22.010) y construcción (+14.540), que explican cerca del 80% del incremento del empleo en doce meses.

Asimismo, producto del mayor empleo en dichos sectores se continuó observando una aceleración de la masa salarial del sector privado, con un crecimiento en doce meses de 4,2%.

IV. Precios y Costos

Con un incremento de 0,1% finalizó el IPC durante mayo, valor que se encuentra en línea con las proyecciones que se manejaron a lo largo del mes. Si bien la mayor parte de los rubros incluidos en el IPC tuvieron variaciones acordes con lo anticipado, sorprendió el aumento de 0,4% en vestuario, que estuvo determinado por productos distintos a los habitualmente en liquidación. Esta situación produjo una variación del IPCX e IPCX1 mayor a la prevista: 0,1% y 0,2%, respectivamente. Medida en doce meses, la inflación del IPC descendió desde 2,5% a 2,1%, la del IPCX a 3,0%, mientras que la del IPCX1 subió desde 2,7% hasta 2,9%.

En cuanto a las expectativas de mercado, luego que los recortes de la tasa de política monetaria llevaran a la señal de inflación en doce meses —que se deduce del diferencial entre el PRBC-360 y las operaciones de PDBC-360 y la Tasa Activa Bancaria (TAB) a un año— de vuelta hacia 3,0%, en mayo sufrieron una marcada reversión. Así, en los primeros días de junio la señal de inflación a un año se ubicó en 2,0% para los PDBC y 1,6% para la TAB. En cuanto a la encuesta de junio, también se verificó una corrección a la baja en las expectativas inflacionarias, con un 2,6% para fines de este año y volviendo a 3,0% a fines del 2003. Estos valores están fuertemente influenciados por la evolución reciente a la baja del precio del petróleo.

Durante abril, las remuneraciones nominales continuaron con un descenso de sus tasas de crecimiento anual respecto de meses previos. Este hecho deriva de la menor inflación a partir del cuarto trimestre del año 2001, que es incorporada a los salarios vía cláusulas de indización.

Así, el incremento anual de las remuneraciones por hora llegó a 4,9%, mientras que el del costo de la mano de obra a 5,0%, correspondiendo a las menores variaciones observadas desde noviembre del año 2001. Paralelamente, esto determinó una trayectoria similar en el crecimiento de los salarios reales.

En lo más reciente, los costos laborales unitarios muestran una moderación en su ritmo de crecimiento, acorde con el incremento en la productividad del trabajo que se espera para el segundo trimestre.

PERSPECTIVAS DE CORTO PLAZO

Las perspectivas de inflación en los próximos tres meses indican aumentos promedio mensuales del orden de 0,2%, con una inflación algo mayor hacia agosto. En junio, se anticipa una variación del IPC en torno a 0,1%. Este incremento, no obstante, incorpora sólo parcialmente los posibles efectos que los temporales de comienzos de junio tendrían en los precios de los productos perecibles, considerando los precios de estos productos en feria la semana de 3 al 8 de junio. La posibilidad de que estos precios se mantengan o no, está abierta. Por un lado, puede darse el caso de una rápida caída a niveles previos, con lo que la inflación de junio no sería mayormente afectada. Por otro, es posible una mantención por mayor tiempo y con caídas concentradas más hacia julio, con lo que una mayor inflación de junio sería compensada en julio. En todo caso, experiencias anteriores no permiten establecer con certeza traspasos hacia precios, aunque se presume que estarían concentrados en las hortalizas, que representan el 40% del total de perecibles. Al mismo tiempo, no se observan aumentos significativos de estos precios de modo permanente, sino más bien incrementos puntuales que luego se revierten. De todos modos, un ejercicio que considere un caso más extremo, en el cual se supone un aumento de 50% en el precio de todas las hortalizas, tendría un efecto en el IPC de 0,5 puntos porcentuales.

Por otro lado, en los últimos días se ha configurado un panorama algo distinto al previo para el precio del petróleo, con valores que se ubican más cerca de los US\$23 por barril, y que de acuerdo a las perspectivas actuales, si bien aún no permiten modificar el escenario base de proyección, sí establecen efectos de corto plazo en la inflación. Es así como en las semanas más recientes se han verificado importantes caídas en los precios de los combustibles en el mercado interno (aproximadamente \$20 promedio para la gasolina), lo que hace disminuir las perspectivas de inflación para los meses venideros, y es uno de los factores detrás de la baja inflación esperada para junio y julio. Sumado a lo anterior, la permanencia de este menor precio puede retrasar los aumentos supuestos en la tarifa del transporte público hacia el cuarto trimestre, y afectar a otras tarifas en que se considera como mecanismo de reajuste indicadores afectados por el precio del petróleo y sus derivados (IPM). Con todo, las inflaciones esperadas para los próximos tres meses indican que, con altibajos de consideración, el incremento anual del IPC estaría en torno a 2,0% en el tercer trimestre. (Tabla 2).

Tabla 2: Proyección de Corto Plazo IPC e IPCX

	% var. anual		% var. mensual		petróleo (US\$/barril)	TCO (\$/US\$)	micros
	ipc	ipcx	ipc	ipcx			
2002 May	2,1	3,0	0,1	0,2	25,4	654	
Jun	2,2	2,9	0,1	0,1	23,2	660	
Jul	2,4	2,7	0,0	0,1	23,4	660	
Ago	1,9	2,5	0,3	0,2	24,0	660	
Sep	1,8	2,5	0,6	0,5	24,7	660	✓

**Proyección de Inflación IPoM Mayo 2002**

	2002				2003				2004
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
IPC	2,5	2,4	2,4	2,6	2,8	2,6	2,8	2,8	3,2
IPCX	3,3	3,0	2,6	2,4	2,6	2,7	2,8	3,0	3,2

Por el lado de la actividad, el desempeño de la industria en abril ha llevado a esperar un crecimiento del PIB para el segundo trimestre levemente por encima de lo considerado en el IPOM.

Proyecciones de corto plazo PIB y Gasto

	2002.T1	2002.T2	2002.T3	2002.T4	2002
IPOM mayo 2002					
PIB	1,5	2,3	3,6	4,3	3,0
Gasto	-2,5	1,3	5,0	10,0	3,4
VARs					
PIB	1,5	2,7	4,0	4,3	3,1
Gasto	-2,5	2,7	3,2	4,6	2,0
Proyecciones sectoriales					
PIB	1,5	2,7	-	-	-
Gasto	-2,5	-0,2	-	-	-
FBCF	-2,0	1,3	-	-	-
Resto	-2,6	-0,6	-	-	-
Exportaciones bs y ss.	6,0	8,7	-	-	-
Importaciones bs y ss.	5,5	0,5	-	-	-

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

El Gerente de División Internacional, señor Jadresic, manifiesta que tal como se dijo en la presentación, en las últimas semanas ha habido un incremento en el nerviosismo sobre la situación regional, en particular, en relación a Brasil y sobre eso entrega unos breves antecedentes respecto a medidas relevantes que se adoptaron hoy día y que han tenido efecto en el mercado. El anuncio hecho por las autoridades brasileñas consiste en un conjunto de medidas que incluye usar el crédito disponible del Fondo Monetario Internacional por 10 mil millones de dólares, de los cuales 3 mil millones se utilizarían para recomprar deudas de corto plazo. También incluye una petición al Fondo Monetario de reducir la meta de reservas en 5 mil millones de dólares y un aumento de la meta de superávit fiscal primario en 0,25 puntos del producto.

Señala que ésta es una noticia relevante porque ayuda a estabilizar; sin embargo, ciertamente, no garantiza un retorno de la calma a los mercados. De hecho, lo que se ha visto hoy en términos de reacción de los mercados es que se produjo una apreciación del real desde 2,79 por dólar que estaba en el día de ayer a un mínimo de 2,64, pero luego se revirtió y cerró en 2,72, es decir, un 3% de apreciación del real, menor al impacto inicial. En el caso de la deuda soberana de Brasil, indica que se produjo una reducción del spread soberano

30



de 1.296 puntos base que estaba ayer, llegó a un mínimo hoy de 1.170 puntos base, pero luego cerró a 1.250 puntos base, es decir, una caída de menos de 50 puntos base. En síntesis, se trata de una noticia positiva pero que no garantiza el retorno de la calma a los mercados ni la resolución de las dificultades económicas en Brasil.

El Consejero señor De Gregorio se refiere al cuadro sobre Brasil que incluye el tipo de cambio en Chile y en ese país, manifestando que le llama la atención las correlaciones entre el peso y el real a tres, dos y un mes, realizadas en base datos diarios. Señala que a mediados del año pasado, la correlación a un mes, era del orden de 0,60 en períodos bajos y de 0,50 a dos meses y a un mes. Hacia finales de año, cuando sobrevino la crisis en Argentina, la correlación a un mes era del orden de 0,70 y después de 0,50. Desea hacer un comentario del incremento que se observa de esa relación, la que ha empezado a aumentar desde abril de este año al rango de 0,60 – 0,70.

El Presidente señor Massad manifiesta que el cuadro parece mostrar que la actividad se mueve en su conjunto como estaba proyectado, pero con una composición algo distinta. El gasto interno un poco menos, y el efecto externo un poco más. Se va a tener en el resto del año, probablemente, como se decía, algún menor efecto fiscal que el que se ha presentado en la primera parte del año, ya que por lo menos medido desde el punto de vista del presupuesto, se ve un efecto algo menor. Al mismo tiempo se debería tener en la última parte del año el efecto de las bajas de tasa que se han ido acumulando, de modo que se debería esperar, en el conjunto, que el gasto interno se aproximara algo más a lo que se había previsto originalmente, mientras que el efecto de la economía internacional parece continuar siendo positivo. La única incógnita ahora algo mayor que antes, es la situación regional que se deteriora, ya que si ello no se produjera, seguramente nuestras proyecciones de crecimiento del producto de 3% serían bastante firmes a estas alturas. Al respecto, solicita la opinión de la División de Estudios al respecto y del resto de los participantes.

El Consejero señor Desormeaux estima que al leer la información internacional, su impresión es que, en el margen, los términos de intercambio están mejorando algo antes de lo esperado y como su efecto es tan significativo en la economía chilena cree que el impulso que viene del sector externo va a ser mayor o más temprano de lo que se anticipa. En segundo lugar, cree que la ponderación que se hace de los socios comerciales probablemente también subestima lo que va a ser el impulso externo, porque si los exportadores chilenos han cambiado la orientación de sus exportaciones, las ponderaciones del pasado no son muy apropiadas y es muy posible que hoy día tengan más peso aquellos países que están creciendo más rápido y que en realidad el crecimiento considerado de los socios comerciales subestime el verdadero impulso externo. En resumen, cree que la suma de todos esos efectos, probablemente en el segundo semestre y en el año próximo, va a ser más fuerte de lo que aquí se espera, así que la evolución del gasto hoy día se ve más débil pero no hay duda que las fuerzas que están en juego debieran traducirse en un impulso mayor en el futuro, marginalmente mayor, que el que se ha considerado hasta ahora.

El Gerente de División Estudios, señor Valdés, señala que está básicamente de acuerdo con lo expuesto anteriormente. Si bien es difícil establecer que el cuadro internacional esté sustancialmente mejor, por lo menos se puede afirmar que el escenario que se vio en el IPOM se está consolidando. Argumenta que quizás lo único verdaderamente nuevo es que los términos de intercambio están mostrando una tendencia a la recuperación antes de lo anticipado y, en la parte negativa, que los riesgos de Brasil pueden constituir un problema más cercano, por cuanto éste es un riesgo real mientras que hace un mes era una cuestión más lejana. Por lo tanto, cree que hay acuerdo en lo grueso respecto de la situación mundial, aunque Brasil va a seguir pesando y por consiguiente, en términos de mercados financieros y movimientos de capitales, la situación todavía puede ser compleja.



El Gerente de División Internacional, señor Jadresic, refiriéndose a lo anterior, señala compartir que hay un panorama algo mejor en materia de términos de intercambio, pero que también hay un elemento adicional que es un incremento, en el margen, en la aversión al riesgo de los inversionistas y los costos de financiamiento externo, el cual se refleja, en particular, en un aumento en el spread soberano desde el promedio del mes de abril hasta el promedio que va en el mes de junio de alrededor de 30 puntos base. Eso se compensa, en parte, por una caída de la tasa de interés externa de largo plazo, pero no completamente. En todo caso, de todas maneras, compartiendo la visión de que el escenario es algo más promisorio, hay que matizarla porque en lo neto tampoco todavía refleja un cambio de una magnitud sustancial.

El Gerente de División Política Financiera, señor Herrera, se refiere a que el eventual impacto de la situación brasileña sobre la economía chilena debe evaluarse en un contexto de mejores perspectivas para la economía internacional. Si se cumplen estas proyecciones y se produce una mejora en los términos de intercambio y la esperada recuperación de la economía mundial, los efectos de contagio de las turbulencias en la economía brasileña podrían ser moderados, al menos en comparación con la segunda mitad del año pasado en que, conjuntamente con el deterioro de la situación argentina, todo el resto de las variables externas también experimentó un empeoramiento.

El Consejero señor De Gregorio manifiesta que comparte el comentario del señor Herrera, no obstante que estima que ahora la situación Brasil será mucho más gravitante en Latinoamérica que lo que fue Argentina. Señala que desde el punto de vista de los inversionistas de empresas que están perdiendo dinero en sus subsidiarias en Brasil, es un impacto que puede ser también bastante más significativo considerando su efecto regional, ya que Argentina es algo mucho más aislado, en cambio Brasil es realmente importante en la región, tal como México, donde por su envergadura representan parte muy significativa de la región.

El Gerente de División Estudios, señor Valdés, respecto del mismo tema, señala que, a priori, si bien Brasil es más grande, su situación es bastante más sólida que la de Argentina. Los brasileños tienen válvulas de escape en términos de que tienen posibilidades de depreciar el tipo de cambio, capacidad de hacer ajuste fiscal, y carecen del desorden político con que se inició la crisis de Argentina, por lo tanto, tienen más espacio de maniobra. Más aún, en el caso de Argentina se cometieron gruesos errores de política que no debieran repetirse en Brasil. Concluye que si bien Brasil es más grande, y por lo tanto potencialmente más peligroso, sería muy extraño que cayera como ocurrió con Argentina.

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 de mayo, el Consejo decidió reducir la tasa de política monetaria en 75 puntos base a 4% anual. La decisión se fundamentó en el espacio que dejaban las menores perspectivas para la inflación, las que en parte se basaban en una velocidad de recuperación del gasto más lenta que la prevista con anterioridad. Se consideró, además, que una rebaja de esa magnitud entregaba un espacio para evaluar con mayor exactitud y por un tiempo mayor la marcha de la economía. Aunque el mercado recibió la rebaja de tasas como algo más agresiva que lo previsto, no generó reacciones adversas.



2. Desde la última reunión de política monetaria se han acumulado antecedentes que en general son consistentes con una trayectoria de la actividad marginalmente más dinámica que la proyectada en el Informe de Política Monetaria pasado, aunque con un componente de gasto interno más débil. La evolución esperada de la inflación en el mediano plazo, por su parte, se mantiene dentro de los rangos previstos el mes pasado. La trayectoria de corto plazo de la inflación total presentará importantes altibajos, los que se derivan tanto de movimientos recientes en el precio internacional de los combustibles como de fuertes efectos de base de comparación. La inflación subyacente se mantendrá fluctuando en el rango 2,5%-3,0% durante los siguientes meses y cerca del rango 2,8%-3,2% entre el tercer trimestre de 2003 y el primero de 2004.
3. Dos son los desarrollos más importantes en el escenario internacional. Primero, a la trayectoria de paulatina recuperación de la economía mundial y de los términos de intercambio, se añade la depreciación más persistente del dólar en los mercados internacionales y una trayectoria negativa de las bolsas, en especial en Estados Unidos. En segundo lugar, durante las últimas semanas la situación regional, y en particular la de Brasil, ha evolucionado negativamente. Si bien por ahora este último factor no ha provocado signos de contagio financiero relevante—el peso mantiene cierta correlación con el real, pero sus movimientos son desde abril sustancialmente menores a los de esa moneda—el riesgo que los tipos de cambio se acoplen nuevamente no es despreciable.
4. En el ámbito interno los indicadores muestran que se mantiene la trayectoria de crecimiento prevista en el Informe de Política Monetaria como escenario central para el corto plazo. Especial mención merece el IMACEC de abril, con un crecimiento estimado en 12 meses de 3,9%, casi un punto más elevado al esperado un mes atrás. Indicadores de gasto como las ventas de casas y departamentos, importaciones de bienes de consumo y ventas de bienes de capital, señalan que el gasto se continúa expandiendo, aunque a una velocidad moderada, algo menor a la prevista en el Informe de Política Monetaria. Un foco de preocupación que ha emergido más recientemente es la desaceleración que muestran los indicadores de consumo de bienes habituales, a pesar de la evolución positiva del empleo. Las proyecciones de actividad de los analistas, por otro lado, han sufrido correcciones a la baja, especialmente para este año.
5. En vista de los antecedentes revisados, se proponen en esta reunión de política monetaria las alternativas de mantener la tasa de política monetaria o disminuirla en 50 puntos base.
6. Se propone descartar como opción un alza de la tasa de política monetaria ya que no existen antecedentes que ameriten una decisión de esa naturaleza. Se propone descartar como opción una rebaja mayor a los 50 puntos base, porque la información disponible no indica una desaceleración manifiesta de la actividad o del gasto, mientras que los riesgos que la inflación se mantenga en la parte inferior del rango meta de manera persistente son acotados. Se sugiere desechar una rebaja de 25 puntos base por considerarse que un movimiento de esa magnitud es algo pequeño que resulta de difícil comprensión, considerando la evolución reciente de la TPM. Asimismo, podría interpretarse como corroboración de piso para la tasa de política monetaria, lo que es inconveniente comunicar, considerando la incertidumbre reinante respecto de la evolución futura de la economía.
7. La mantención de la tasa de política monetaria aparece como la opción más apropiada, en la medida que se considere: (i) que la situación regional impone riesgos relevantes para la evolución de los distintos indicadores financieros, en particular del tipo de cambio, lo que a su vez tiene implicancias inflacionarias en un ambiente de márgenes que se mantienen comprimidos; (ii) que es más probable que la evolución reciente de los términos de intercambio y de recuperación internacional no sufra una reversión significativa; y (iii) que la evolución reciente de los indicadores de actividad son consistentes con una ulterior aceleración del gasto (y no viceversa).



8. Por el contrario, una reducción de la tasa de política monetaria sería la opción más apropiada si se piensa: (i) que los shocks regionales pueden tener efectos reales en la actividad más importantes que los efectos inflacionarios que genera el contagio financiero (es decir, que los shocks pueden ser en realidad deflacionarios); (ii) que el repunte en los precios de los commodities de exportación puede ser más bien transitorio y/o que se considera que existen riesgos relevantes de una trayectoria más negativa en la economía mundial; y (iii) que los indicadores parciales de gasto, en particular, del consumo habitual, que indican una mayor debilidad de la demanda interna, son consistentes con expectativas más pobres para la evolución futura de la actividad.
9. Una rebaja de la tasa de política monetaria también podría ser consistente con un enfoque más activista de la política monetaria. En este caso, en el escenario central se reducirían las tasas por un plazo más bien reducido.
10. En esta oportunidad existen varios temas de corte estratégico para la decisión de política monetaria. Primero, como es habitual, es relevante considerar las expectativas privadas. En la actualidad éste no es un elemento esencial, porque, aunque la encuesta a analistas y las tasas de interés de mercado indican que no se esperan cambios en la tasa de interés, un porcentaje de analistas (minoritario pero significativo) considera probable una rebaja de la tasa en los próximos meses. Luego, por este factor ninguna de las dos alternativas propuestas debiera producir sorpresas.
11. En segundo lugar, y más importante que lo anterior, se da el caso en esta coyuntura que la información que maneja el mercado respecto de la evolución de la actividad en el más corto plazo es particularmente distinta a la que maneja el Banco Central. Específicamente, el IMACEC que se publicará tres días después de la reunión de política monetaria sorprenderá, lo que dificultará la comunicación de un movimiento agresivo de tasas. Asimismo, la segunda quincena de importaciones de mayo es mayor a la que en general esperan los analistas.
12. Y en tercer lugar, considerando la diferencia de proyecciones de crecimiento que existe para el año próximo, la lectura que puede dar el público a una rebaja de tasas puede ser confusa—por ejemplo, ser entendida como que el Banco Central tiene información que sustenta una visión más pesimista. En otras palabras, el análisis presentado en el último Informe de Política Monetaria, la información acumulada, y una rebaja de tasas son realmente consistentes sólo si el Banco Central manejara nuevos antecedentes que sustentaran una visión más pesimista.

El Presidente ofrece la palabra para comentar sobre la exposición.

El Consejero señor De Gregorio señala lo siguiente:

Las cifras que nos presenta la Gerencia de División Estudios muestran, básicamente, la visión de la economía en general, consistente con lo que se tenía. Al igual que en meses anteriores, estamos enfrentados básicamente a dos alternativas: una, bajar la tasa de interés y la otra, mantenerla.

En el Informe de Política Monetaria presentamos proyecciones por sobre lo que el mercado espera para el crecimiento de este año, pero en particular para el próximo año. Si decidiéramos bajar la tasa de interés en un mes, en el cual el IMACEC sea muy superior a lo esperado por el mercado, podemos dar la sensación de que disponemos de antecedentes muy negativos sobre la evolución de la economía, lo que no es efectivo. O podría parecer una ratificación de que nuestras estimaciones han sido muy optimistas y hoy solo queremos validar dicha predicción agregando un mayor impulso monetario, lo que tampoco es efectivo. Por lo



dicha predicción agregando un mayor impulso monetario, lo que tampoco es efectivo. Por lo tanto, la lectura de una baja de tasa podría enviar señales confusas e interpretaciones que en mi opinión no son convenientes. Estas señales podrían, además, reducir la efectividad de una baja de tasa y dañar la credibilidad de nuestras políticas así como la de nuestras proyecciones. Sin embargo, creo que también hay razones para bajar las tasas. La única evidencia importante que se separa de nuestras proyecciones es que la demanda agregada está creciendo más lento de lo esperado, y en consecuencia, la recuperación del PIB está viniendo por el lado de las exportaciones. Por consiguiente, y en la medida que no se aprecien presiones inflacionarias significativas, habría espacios para reducir la tasa de interés. Sin embargo, al analizar los escenarios de riesgo, creo que las razones para bajar las tasas de interés se ven reforzadas, en primer lugar, por el mayor riesgo que enfrentamos en la economía doméstica de que la recuperación sea más lenta de lo esperado. Esto es lo que ha estado ocurriendo con bastante regularidad desde mediados del año pasado, en consecuencia, corremos el riesgo que la inflación, durante el próximo año, baje a niveles por debajo del 2%, lo que sería una desviación indeseada y se podría mal interpretar por el mercado.

El mayor escenario de riesgo desde el punto de vista externo, más allá de una desaceleración de la economía mundial aunque tal como se señalaba los indicadores de la economía mundial parece que están anticipando buenas noticias, son las repercusiones que pueda tener sobre la economía chilena una creciente turbulencia financiera en Brasil y en este sentido deberíamos anticiparnos a una situación como la ocurrida el año pasado. Durante el segundo semestre del año pasado, aún cuando todos los indicadores internos justificaban una baja de tasa de interés, el contagio de la situación argentina nos indicó ser prudentes y mantener la tasa de interés para evitar presiones adicionales sobre el tipo de cambio. Esta fue una señal de cautela en un escenario que, agravado por los sucesos del 11 de septiembre de 2001, era extremadamente inestable. En consecuencia, en un par de meses más podríamos vernos en una situación similar a la anterior, en el sentido de que aunque todos los indicadores de actividad sugieran un relajo monetario adicional, la turbulencia financiera promovería mantener la tasa de interés y eso es un problema. El problema es que a diferencia de Estados Unidos, por ejemplo, la inestabilidad financiera actúa como un shock de oferta muy negativo, deteriora la producción e introduce riesgos inflacionarios, además del shock de demanda. Sin embargo, algo que le agrega gravedad a este tipo de fenómenos es que si bien en el corto plazo parecen shocks de oferta, en un plazo mayor la desaceleración de la demanda, inducida en parte por el temor que surge en situaciones de alta incertidumbre, puede resultar además en presiones inflacionarias, aumentando el riesgo de no cumplir la meta en su parte inferior. Hay un sesgo conservador razonable en el corto plazo, que puede resultar exagerado mirado desde un plazo mayor.

Y esto me lleva a un último punto que quisiera enfatizar y es el impacto negativo que un desborde cambiario, como el que vivimos el año pasado, puede producir sobre la recuperación de la economía nacional. Le pedí a la Gerencia de División Estudios, hace un par de días, analizara el impacto sobre el escenario central de una desviación transitoria pero severa en el tipo de cambio. En particular se ha estado analizando un aumento del tipo de cambio del 10% en dos trimestres que se revierte completamente hacia el tercer trimestre en el escenario central. Mi impresión es que puede ser altamente contractivo y deflacionario, a pesar de ser un shock cambiario, los resultados aún no son definitivos pero claramente habría una reducción del crecimiento del PIB y tal vez más fuerte la reducción en el crecimiento del gasto, incluso después de que el shock ha pasado. Sospecho que este shock con demanda deprimida puede terminar reduciendo la inflación en el mediano plazo y es por ello que, tal como señalé ayer en la sesión de Pre Consejo, es importante tener una evaluación cuidadosa de la intervención cambiaria del año pasado y estar preparados e intervenir en los meses venideros, un período en el cual difícilmente enfrentaremos condiciones financieras externas más adversas. Es importante tener un mecanismo que evite lo que yo llamo la "adicción a la intervención", que es naturalmente indeseable, pero que fortalezca la efectividad de la política monetaria y por ello discutir la conveniencia de un mecanismo transparente, que constituya una política de reservas que propenda a la estabilidad, más que un intento de fijar un valor para el



tipo de cambio, lo cual es hoy día de suma importancia. Este punto no es menor ya que estamos en un período en el que la política monetaria debe ser el puntal de la recuperación de la economía, sin pretender afectar fuera de su ámbito las tendencias a largo plazo. En estos momentos está en juego la efectividad de la política monetaria como "el" instrumento de estabilización macroeconómica y debemos permitir que ello ocurra en el máximo grado posible. Eso no sólo incluye el nivel de tasa de interés sino la forma y el contexto en que esta baja se ha ido dando, así como las medidas que acompañan a un escenario de recuperación en un ambiente de inflación baja. Considero que en estos momentos es necesario tener más información para validar un escenario de riesgo como el que acabo de señalar, que tiene una cierta probabilidad, pero no me atrevería en estos momentos a afirmar que sea un escenario demasiado seguro que pueda justificar una baja de tasa y por eso creo que es prudente mantener la tasa de interés.

El Presidente señor Massad, sobre la base que las Minutas se publican tres meses después de la respectiva sesión, solicita la autorización del Consejero señor De Gregorio para que las referencias a la intervención cambiaria del año pasado no sean incluidas en la minuta de la sesión, pero sí que queden en el acta. El Consejero De Gregorio manifiesta su conformidad a lo solicitado por el Presidente.

El Gerente de Investigación Económica, señor Schmidt-Hebbel, señala lo siguiente:

Quiero referirme a la actual posición y a las opciones de política monetaria, considerando dos conjuntos de antecedentes: las novedades (news) producidas con respecto a la información disponible hace un mes atrás y las proyecciones de mediano plazo de crecimiento e inflación del aún inalterado escenario base del IPOM de mayo.

En relación a las novedades sobre la economía internacional, los últimos 30 días han traído innovaciones en variables internacionales relevantes para la economía chilena. Por su magnitud e implicancias para Chile, me referiré sólo al deterioro de América Latina.

En primer lugar está el deterioro financiero de Brasil, reflejado en un aumento de 300 puntos base en el spread de su deuda soberana, producto de una percepción más negativa de la doble sustentabilidad fiscal y externa del país y particularmente, de las mayores probabilidades de elección del candidato presidencial Luis da Silva. A esto, se agrega un deterioro creciente en otras economías latinoamericanas, entre las cuales destacan Venezuela, Uruguay y Perú. Más aún: Argentina se sigue deteriorando en el margen, lo que queda reflejado en un aumento de 700 puntos base en el premio de su deuda soberana durante los últimos 30 días. Finalmente, las probabilidades de una crisis bancaria generalizada están aumentando en varios países del Cono Sur, particularmente Argentina, Uruguay y Paraguay. En resumen, la proyección de crecimiento para 2002 del PIB de América Latina se ha corregido desde $-0,1\%$ a $-0,6\%$ en apenas 30 días y el spread soberano promedio de América Latina ha aumentado en más de 100 puntos base.

Como nos enseña la experiencia argentina que observamos desde comienzos del año 2001, el deterioro real y financiero de nuestros vecinos tiene cuatro efectos con potenciales implicancias para la conducción de la política monetaria:

- (1) contagio cambiario, reflejado en devaluación del peso chileno,
- (2) contagio financiero, reflejado en menores entradas netas de capitales y mayores premios al riesgo soberano chileno (que ya ha aumentado en 20 puntos base en el último mes),
- (3) menores exportaciones netas por caída en el crecimiento de nuestros socios vecinos, y
- (4) pérdidas de capital en las inversiones directas chilenas en dichos países y pérdidas accionarias de títulos nacionales.



Sólo el primero de los cuatro efectos tiene un impacto inflacionario, que justificaría, bajo ciertas condiciones (alto coeficiente de traspaso, elevada indización e inercia inflacionaria y luego importantes efectos de segunda vuelta, baja credibilidad de la meta de inflación) adoptar una política monetaria restrictiva. Los tres efectos siguientes que he mencionado tienen un impacto deflacionario, afectando negativamente el gasto interno y la inflación. En suma, la respuesta óptima de política monetaria a un deterioro de América Latina (con efectos financieros y reales sobre Chile) es ambigua pero, a la luz de nuestra experiencia del año pasado, podría motivar una política monetaria más expansiva

En cuanto a novedades de la economía chilena, cabe señalar que el mayor temporal del siglo de la zona central de Chile refleja un clásico shock temporal de oferta, cuyas consecuencias inflacionarias sobre los perecibles son revertidas en pocos meses. Más aún, éste constituye un shock favorable de mediano plazo sobre la actividad y los precios, particularmente en los sectores de electricidad y agricultura. Por tales razones, no corresponde reaccionar al temporal.

De mayor relevancia son las novedades referidas a las proyecciones de corto plazo para el producto, el gasto y la inflación. La proyección de crecimiento del PIB para el presente segundo trimestre de 2002 se ha corregido al alza, de 2,3% a 2,7%. Pero en sentido contrario, y en una magnitud mucho mayor, se ha ajustado la proyección de crecimiento del gasto para el segundo trimestre de 2002, desde +1,3% a -0,2%. Más aún, las expectativas de inflación se han ajustado hacia abajo. Las expectativas implícitas de mercado en los PRBC a un año han caído de 3,0% a 2,0% y las de nuestra encuesta se han ajustado a 2,6% en 2002 y 3,0% en 2003.

Ello plantea un creciente deterioro en las condiciones de demanda y, luego, menores presiones inflacionarias que las previstas en mayo.

Eso me lleva al tercer tema: las implicancias de la actual posición de política monetaria para las proyecciones de inflación de mediano plazo (2003), consistentes con el horizonte para el cual la política monetaria es efectiva. Nuestra proyección para el crecimiento en 2003 (5,8%) nos sitúa cada vez más fuera de línea con las del sector privado (y ciertamente con el 5% proyectado por el Ministro de Economía), y algo similar ocurre con las proyecciones de gasto e inflación. A la luz de las debilidades del gasto detectadas para el presente trimestre, estimo que los riesgos están crecientemente desbalanceados, por debajo de las identificadas en el escenario central del IPOM, para las variables gasto, producto y precios en el período 2002-2004.

Por otra parte, nuestra posición monetaria actual es claramente expansiva, con una tasa de política monetaria real ex ante de 1,0%. Más aún, a dicha tasa, proyectamos una inflación IPC e IPCX que se eleva levemente por encima del centro del rango meta, a 3,2%, hacia el final de nuestro horizonte de política.

En resumen, considerando la conjunción de las debilidades de la economía latinoamericana y sus posibles efectos de contagio sobre Chile; las mayores debilidades del gasto doméstico; la posición expansiva de la política monetaria; y la dinámica de fuertes rebajas de la tasa de política monetaria adoptadas en meses recientes; lo hacen estimar que se justifica mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual.



El Gerente de División Internacional, señor Jadresic, comparte las recomendaciones que se han hecho en el sentido que las opciones relevantes son las de mantener o reducir la tasa y que dentro de ese contexto hay más fundamento por la mantención de la tasa de interés en sus niveles actuales.

El único punto que, dentro de este contexto, cree que es necesario mencionar, es que le llamó la atención la recomendación de no considerar cifras de 25 puntos base en vez de 50 puntos base. Esto lo plantea desde un punto de vista no de la discusión particular de hoy día sino que como un punto general de decisión de política monetaria. En particular, el hecho de que el standard de modificaciones de la tasa de interés en las últimas reuniones de política monetaria haya sido de montos importantes y significativos, no tiene por qué ser un precedente para que, a futuro, necesariamente, se tenga que hablar siempre de ajustes mayores, tal como antes, el hecho que se habían hecho reducciones o aumentos menores no llevó tampoco a una inflexibilidad en el sentido de no poder hacer cambios un poco mayores. Supone que esa recomendación se refiere a este caso en particular y no en general, pero en caso contrario, expresa que en su opinión no debiera entenderse ésa como una recomendación más general respecto a cómo obrar en política monetaria.

A continuación y efectuada la votación correspondiente, se resolvió unánimemente mantener la actual tasa de interés de política monetaria.

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

34-01-020613 – Tasa de Instancia Monetaria.

Mantener la tasa de interés de política monetaria en 4% anual. Asimismo, los tramos de la línea de crédito de liquidez permanecen inalterados.

IV. Comunicado

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió mantener la tasa de interés de política monetaria en 4% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez también permanecen inalterados en los niveles prevalecientes desde la reunión anterior.

En el ámbito internacional, la situación regional se ha tornado más incierta, lo que se ha reflejado tanto en la evolución de las monedas como en los premios por riesgo soberano de algunas economías. Sin embargo, las mejores perspectivas de crecimiento de la economía mundial se mantienen, observándose una paulatina recuperación de los términos de intercambio.

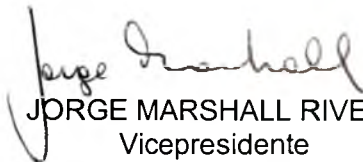
En el lado interno, los antecedentes más recientes sobre la evolución de la actividad son coherentes con el escenario central presentado en el último Informe de Política Monetaria, más que con escenarios alternativos. Las presiones inflacionarias se mantienen reducidas, previéndose algunos altibajos para la inflación anual durante los próximos meses. La inflación subyacente, en tanto, se mantiene bien asentada dentro del rango meta.



El Banco Central continuará usando la política monetaria con flexibilidad de modo de confrontar las desviaciones que, en cualquier dirección, se proyecten 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 17,20 horas.


JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente


CARLOS MASSAD ABUD
Presidente


JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero


MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera


JOSE DE GREGORIO REBECO
Consejero


MARIA EUGENIA WÄGNER BRIZZI
Ministro de Hacienda (S)


MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe

