

MINUTA

Acta correspondiente a la Sesión Ordinaria de Política Monetaria N° 54 celebrada el 14 de octubre del 2003

ASISTENTES

a) Consejeros, señores:

Vittorio Corbo Lioi
Jorge Marshall Rivera
María Elena Ovalle Molina
Jorge Desormeaux Jiménez
José De Gregorio Rebeco

b) Otros participantes, señores:

Camilo Carrasco Alfonso (Gerente General);
Jorge Court Larenas (Fiscal y Ministro de Fe Subrogante);
Rodrigo Valdés Pulido (Gerente de División Estudios);
Esteban Jadresic Marinovic (Gerente de División Internacional);
Luis Oscar Herrera Barriga (Gerente de División Política Financiera);
Pablo García Silva (Gerente de Análisis Macroeconómico);
Ricardo Vicuña Poblete (Gerente de Información e Investigación Estadística);
Cecilia Feliú Carrizo (Secretario Ejecutivo del Gabinete de la Presidencia);
Cecilia Navarro García (Jefe de Prosecretaría).

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

1. ACUERDO : Se acuerda mantener la tasa de interés de política monetaria en 2,75% anual.
2. MATERIA : Reunión Mensual de Política Monetaria correspondiente a octubre de 2003.
3. GERENCIA : División Estudios.
4. POLITICA : Análisis de la coyuntura económica y evaluación de la política monetaria
5. MINUTA : La sesión se inicia con la presentación de la Gerencia de División Estudios correspondiente a la Reunión Mensual de Política Monetaria de octubre de 2003:

Síntesis del mes

- Desde la última reunión de política monetaria ha habido varias novedades. Las más importantes son la trayectoria de algunos precios financieros internos claves —en particular, del tipo de cambio y las tasas de interés de largo plazo—, la inflación sorpresivamente baja de septiembre, un registro de actividad en agosto especialmente reducido, mejores perspectivas de la actividad mundial y una percepción de los hogares más favorable sobre cómo se desenvolverá la economía chilena en los próximos meses.

En su conjunto, estas noticias reafirman un escenario futuro de actividad más propicio, similar al descrito en el último *Informe*. En ello, influyen la evaluación de que las noticias negativas de la minería durante agosto constituyen por ahora un fenómeno transitorio y las mejores perspectivas internacionales, tanto para éste como para el próximo año. Asimismo, durante estas semanas se han ido afianzando las proyecciones de los términos de intercambio, observándose un precio del cobre sistemáticamente por sobre los US\$0,80, mientras las condiciones financieras externas se ven más positivas que hace algunas semanas. Por su parte, habiendo buenos motivos para evaluar la sorpresa inflacionaria de septiembre como transitoria, por ahora la tendencia subyacente prevista no se ve influida por este dato. No obstante, el efecto directo de la apreciación cambiaria observada sí modifica en el margen las proyecciones, aunque existe la habitual incertidumbre respecto de cuán persistentes serán los cambios observados.

- La actividad mundial ha experimentado ajustes al alza relevantes en lo más reciente, llevando la expectativa de crecimiento mundial a más de 4% para el próximo año, evolución en la que influiría de manera importante el crecimiento de Estados Unidos y Japón, así como el de Asia, que ha superado completamente el episodio del Síndrome Agudo Respiratorio Severo. Sin embargo, la debilidad del mercado laboral, junto con los desequilibrios fiscales y de la cuenta corriente que enfrenta la economía estadounidense, continúan siendo fuentes de incertidumbre respecto de la sustentabilidad de su recuperación. Las mejores perspectivas de actividad mundial han favorecido el mercado del cobre, con precios por sobre los US\$0,80 en las últimas semanas, factor que apoya mejores términos de intercambio a futuro, a pesar del incremento del precio del petróleo de los últimos días. En efecto, luego del sorpresivo anuncio de recortes de producción de la OPEP a mediados de septiembre, el precio del crudo se empinó a US\$30 por barril, y no está clara su trayectoria futura. En todo caso, la posibilidad de un retorno más rápido de la producción de Irak permite proyectar un precio más favorable a futuro.
- En los mercados financieros locales, las noticias de las últimas semanas se refieren al repunte de las tasas de interés de largo plazo, a diferencia de su referentes internacionales, y la marcada disminución del tipo de cambio. La trayectoria de las tasas de interés se explica principalmente por un mayor optimismo respecto del crecimiento local, menores expectativas de inflación en el corto plazo y el anuncio de emisión de deuda pública interna por parte del Gobierno. La divergencia entre las trayectorias de las tasas externas e internas, que alcanza niveles históricos, permite anticipar una depreciación del peso en el mediano plazo. Cabe consignar, además, que el movimiento de paridades explica que el tipo de cambio multilateral se haya apreciado sustancialmente menos que el tipo de cambio bilateral con Estados Unidos. Por su parte, durante las últimas semanas las condiciones del mercado del crédito han estado más expansivas, favoreciendo un mayor dinamismo de las colocaciones, en particular de consumo. A su vez, los indicadores bursátiles locales han alcanzado niveles récord durante los últimos días, fuertemente influenciados por las mejores expectativas sobre la situación económica futura de los hogares.
- La actividad interna del tercer trimestre no presenta una diferencia sustancial respecto de lo anticipado a comienzos de septiembre, pese a que las cifras sectoriales de agosto llevaron a corregir a la baja el Imacec de ese mes. Prácticamente la totalidad del ajuste de agosto se debió a la menor producción minera asociada a factores técnicos que no debieran perdurar. En contraposición, la actividad del sector industrial resultó ser más positiva de lo que se esperaba, en particular, por el desempeño de los sectores exportadores. Estos antecedentes, junto con algunos indicadores positivos del sector consumo y el afianzamiento de mejores términos de intercambio, permiten mantener la estimación de crecimiento del PIB para el conjunto del presente año dentro del rango anunciado en el *Informe* de septiembre (3% a 3,5%), con una cifra puntualmente menor por el registro de agosto. Aunque en lo inmediato no hay modificaciones notorias en las holguras de capacidad, situación que se ve ratificada por la evolución reciente del empleo, de mantenerse las mejores condiciones externas e internas, no se puede descartar un aumento del crecimiento esperado. En todo caso, por ahora, no hay datos efectivos que validen este escenario.

- El importante aumento de las exportaciones de bienes y servicios que refleja una baja base de comparación en el año 2002, significó un ajuste a la baja en las cifras agregadas de gasto del tercer trimestre. Se espera que la recuperación del último cuarto de 2003 se sustente en mayores importaciones, finalizando el año con un promedio similar al del PIB. Por su parte, los indicadores parciales de consumo habitual y durable señalan una recuperación marginal en lo más reciente, la que estaría en parte ligada a las mejores expectativas de los hogares. En todo caso, de mantenerse la debilidad en la generación de empleos que se arrastra desde mediados de este año, podría encender una luz de alerta que aminore la confianza de los hogares, y reducir la fortaleza de la recuperación del consumo. En tanto, los indicadores parciales de inversión durante el tercer trimestre muestran un debilitamiento, en especial en el componente maquinaria y equipos, determinado por la caída de las importaciones de bienes de capital durante el período.
- En materia fiscal, el recién anunciado presupuesto de la Nación para 2004 se enmarca en el cumplimiento de la meta de superávit estructural del 1% del PIB, por lo que no difiere de lo considerado en el escenario base de proyección de septiembre pasado. Los supuestos incorporados se encuentran en línea con las proyecciones del escenario central, aunque con una menor inflación promedio para 2003, corregida por las noticias recientes.
- La productividad del mercado del trabajo, luego de las inusuales caídas de comienzos de año, ha tendido a normalizarse, mientras los salarios nominales continúan moviéndose acorde con las cláusulas habituales de indización. Ello mantiene una evolución de costos laborales unitarios dentro de los márgenes previstos.
- En el ámbito inflacionario, por ahora se estima que la sorpresa que significó la baja inflación de septiembre no modifica las tendencias más subyacentes anticipadas en el *Informe* anterior. La menor inflación se concentró en un grupo particular de bienes que permite asociar esta noticia a la competencia que se está dando en el rubro de supermercados. La singularidad del *shock* en la inflación de septiembre también quedó reflejada en la evolución de las medidas subyacentes. Cabe destacar que, descontados los efectos estacionales, la variación mensual del IPCX1 estuvo por sobre los meses previos. No obstante, la reciente apreciación del peso sí tendría algunas implicancias para las proyecciones de inflación. De partida, en el corto plazo se traspasaría a la inflación a través de los precios de los combustibles, o de las cláusulas de reajuste automático de los servicios regulados. En un horizonte de seis meses, esto significa una menor inflación de aproximadamente una décima para el IPCX1 y tres décimas para el IPC (parte de la cual se explica por una rebaja adicional en el precio de la locomoción colectiva en noviembre). A un plazo mayor, en tanto, su traspaso efectivo dependerá de la evolución de la inflación importada, ya que parte de la apreciación obedece a un efecto paridades. *Ceteris paribus*, y suponiendo que toda la apreciación real observada se mantiene, la inflación en un horizonte de 12 a 24 meses disminuiría en torno a tres décimas respecto de lo previsto en el último *Informe*. No obstante, de mantenerse las condiciones que sustentan la apreciación observada, es probable que se dé una trayectoria de holguras de capacidad diferente, que compense parte de esta caída.
- Este cambio en la trayectoria de la inflación es confirmada por la disminución de los diferenciales de tasas de interés nominal y reajutable a dos y cinco años. Los resultados de la encuesta de expectativas de octubre, en cambio, indican una inflación acotada en 3%, tanto a uno como a dos años plazo.

I. Escenario internacional

- En las últimas semanas, las perspectivas de crecimiento del escenario internacional se han corregido al alza, tanto para este año como para 2004, balanceándose los riesgos previstos en el *Informe* de septiembre. Asimismo, las proyecciones para los términos de intercambio se han ido consolidando, mientras las condiciones financieras externas se ven aun más positivas que entonces.

- Las mejores perspectivas de actividad mundial se fundamentan en que tanto Japón como Estados Unidos han corregido al alza sus tasas de crecimiento del primer semestre, y muestran indicadores positivos para la segunda parte del año. En el caso de Estados Unidos, esto es reflejo de la acción expansiva de las políticas monetaria y fiscal, que se suman a una mayor productividad. En Japón, el sector externo sigue liderando el crecimiento. Cabe destacar que la encuesta de expectativas económicas *Tankan*, mostró valores positivos por primera vez desde el año 2000. A diferencia de los casos anteriores, el crecimiento de la zona euro se ha ido ajustando a la baja; no obstante, los indicadores de confianza y de actividad industrial están señalando alguna mejora.
- Se estima que los riesgos respecto al escenario base se han balanceado en relación con el mes pasado. Efectivamente, la recuperación económica estadounidense ya se está observando y las economías asiáticas han superado rápidamente el tropiezo que significó el Síndrome Agudo Respiratorio Severo, esperándose que para el próximo año lideren el crecimiento mundial. Adicionalmente, en el corto plazo, debieran observarse los efectos de segunda vuelta de la recuperación sobre las demás economías. Sin embargo, la debilidad del mercado laboral podría poner en duda la sustentabilidad de la recuperación en Estados Unidos, si esta tendencia no se revierte antes de que culmine el impulso fiscal dado por las medidas impositivas. A más largo plazo, los altos niveles de déficit público y la dependencia del ahorro externo de la economía estadounidense, son factores de preocupación; no obstante, la depreciación gradual que ha mostrado el dólar permitirá abordar el desequilibrio de las cuentas externas de manera menos traumática. Asimismo, la falta de cambios estructurales en Europa, y especialmente en Japón, principalmente del sistema financiero, además de la incertidumbre que existe en torno a la evolución futura del precio del petróleo, recomiendan mantener alguna cautela.
- En línea con la recuperación de la actividad mundial observada hasta el momento, el precio del cobre subió en el tercer trimestre del año, promediando US\$0,795 por libra. Para el último trimestre, con la recuperación en marcha, especialmente de los principales consumidores de cobre (China, EE.UU. y Japón), el precio debería alcanzar valores algo superiores a los proyectados en septiembre. Para el año 2004 y el año 2005, en tanto, de acuerdo con el mayor crecimiento de la economía mundial, las proyecciones se mantienen sin cambios en US\$0,83 y US\$0,86 la libra, respectivamente.
- En septiembre, el precio del petróleo mostró movimientos en ambos sentidos: en la primera mitad del mes, luego de disipadas las presiones de mayor demanda en Estados Unidos asociadas al período de vacaciones, el precio del crudo mostró una caída significativa, pasando desde niveles cercanos a US\$28 el barril al cierre de la reunión pasada, a US\$25 a mediados de mes. Posteriormente, los precios volvieron a empujarse por sobre los US\$28 el barril, luego del sorpresivo anuncio de la OPEP de recortes de producción de 900.000 barriles por día. Adicionalmente, autoridades del cartel advirtieron sobre la posibilidad de nuevos recortes, lo que se sumó a bajos niveles de inventarios de combustible para calefacción en Estados Unidos, que comienza a prepararse para la temporada invernal. De esta forma, se mantienen las proyecciones de septiembre: US\$28,5 por barril para el presente año, US\$26 para 2004 y US\$23 para 2005. Sin embargo, debido a la posibilidad de un retorno más rápido de Irak a los mercados internacionales, cabe considerar un riesgo a la baja en estas proyecciones.
- Respecto de la gasolina, durante el mes de septiembre el precio registró un alto grado de volatilidad, moviéndose en un rango entre US\$190 y US\$240 por mt³. Esta fluctuación fue coherente con la volatilidad mostrada por el precio del petróleo, así como con problemas transitorios en la refinación y distribución. Para el último trimestre del año, se espera que el precio se mantenga en torno a los niveles actuales (US\$220 por mt³).
- Por otro lado, las condiciones financieras internacionales mejoraron en el último mes, aunque se mantiene la incertidumbre. En primer lugar, las dudas sobre la sustentabilidad de la recuperación estadounidense han generado volatilidad en las tasas de largo plazo. Así, hacia el cierre de septiembre, la tasa del bono americano a diez años estuvo aproximadamente 60 puntos base por debajo del nivel prevaleciente al cierre del *Informe*

pasado, para luego, con las buenas cifras del mercado laboral, volver a subir y ubicarse en torno al actual 4,2%. Asimismo, la declaración del G7 (grupo de los 7) en favor de una mayor flexibilidad cambiaria, ha apoyado la depreciación generalizada del dólar. En segundo lugar, las bolsas mundiales han seguido con la tendencia positiva iniciada en marzo pasado, aunque con alguna mayor volatilidad en septiembre.

- Respecto de las tasas de política, el hecho de que la recuperación de Estados Unidos aún no sea lo suficientemente contundente, junto con lo señalado por la Reserva Federal en el sentido de que la inflación podría llegar a niveles muy bajos, ha retrasado las expectativas del mercado respecto del inicio del ciclo de alza de tasas hacia la segunda mitad de 2004. En la zona euro, tampoco cabría esperar movimientos adicionales, sino hasta el segundo semestre del próximo año. Aun así, en este caso no hay que descartar movimientos a la baja, en la medida que una mayor apreciación del euro reste dinamismo a la recuperación europea, al tiempo que reduzca las presiones inflacionarias.
- Las economías emergentes han evolucionado de manera favorable en los últimos meses, consolidándose el crecimiento en Asia emergente. En América Latina destaca Brasil con sus avances en el proceso legislativo relacionado con las reformas estructurales. El plan de reestructuración de la deuda argentina, por su parte, afectó negativamente el *spread* soberano de esta economía, pero no tuvo repercusiones sobre los demás países de la región. En concordancia con lo anterior, las condiciones financieras de las economías emergentes continúan favorables, lo que ha permitido la reducción de tasas internas y/o la apreciación de las monedas locales.

II. Mercados Financieros

- Desde la publicación del *Informe* de septiembre, las tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile de mediano y largo plazo han experimentado importantes incrementos, especialmente las de los bonos reajustables en UF. En efecto, las tasas de los BCU-5 han pasado desde 2,7% a fines de agosto a alrededor de 3,2% a la fecha, mientras que la variación de los BCU a 10 y 20 años ha sido algo menor, pero no menos significativa (30 puntos base), situándose hoy en torno a 4,3% y 5,2%, respectivamente. Estos movimientos de las tasas de interés de largo plazo se consideran normales, pues presentan niveles de volatilidad equivalentes a los de episodios pasados.
- Esta evolución, distinta de la de sus referentes externos, refleja un mayor optimismo de los mercados respecto del escenario de crecimiento local, menores expectativas de inflación en el corto plazo y el anuncio de emisión de deuda pública interna por parte del Gobierno. En todo caso, luego de que el Banco Central comunicara la reducción de la colocación de deuda por un monto equivalente a la colocación fiscal, las tasas de interés de largo plazo se han estabilizado, aunque siempre en niveles por sobre los de fines de agosto.
- Asimismo, las tasas de los documentos nominales de mediano plazo (BCP), en línea con las mayores tasas reales, aumentaron hasta situarse en niveles máximos del orden de 4,6% y 6,2% a dos y cinco años, tras lo cual han caído entre 50 y 100 puntos base. Las perspectivas de inflación, a su vez, se han mantenido en niveles acotados bajo 3%.
- Aunque se aprecia un empinamiento de la curva de rendimiento de los documentos del Banco Central de Chile a plazos más largos, la curva *forward* sigue indicando que el mercado esperaba un alza de la tasa de política monetaria de 25 puntos base hacia fines de año y de otros 50 puntos base a mediados del próximo. Por su parte, la encuesta de expectativas de octubre anticipa una tasa de política monetaria constante en los próximos tres meses, para llegar a 3,5% durante el tercer trimestre de 2004.
- En el último mes, las condiciones crediticias del sistema financiero han sido más expansivas, y se han reflejado en menores tasas de interés y en un mayor dinamismo de las colocaciones. Esta expansión se ha dado con mayor vigor en el segmento destinado a créditos de consumo, respondiendo a las ofertas de este tipo de créditos realizadas por la banca en las últimas semanas.

- Las colocaciones de bonos corporativos han mantenido la dinámica de los meses previos, con colocaciones totales superiores a 15 millones de UF entre agosto y septiembre, y con importantes anuncios de emisión para los meses siguientes. La TIR media de estos instrumentos ha aumentado acorde con la evolución de la tasa de los bonos del Banco Central de Chile, lo mismo que la TIR media de las letras de crédito, con lo que los *spreads* entre estos instrumentos se han mantenido estables.
- Los agregados monetarios continuaron con la normalización de los saldos mantenidos respecto de los niveles de los primeros meses de este año, lo que significó que el M1A creciera cerca de 17% anual en septiembre, influenciado por una baja base de comparación en su similar del año 2002. En los meses siguientes, se espera que la variación anual del M1A continúe normalizándose, y se ubique en niveles cercanos a 10% a fines de este año. Por su parte, los agregados más amplios durante los últimos meses han continuado con una moderada expansión, explicada principalmente por el comportamiento de los inversionistas institucionales, quienes se han ido retirando gradualmente del mercado local para tomar mayor protagonismo en la bolsa local y en el exterior.

Tipo de cambio

- Uno de los hechos más sobresalientes en los mercados financieros durante las últimas semanas ha sido la importante apreciación del peso respecto del dólar (cerca de 8% desde fines de agosto). Entre los fenómenos que han contribuido a esta trayectoria predominan, por el lado externo, la debilidad generalizada del dólar en los mercados internacionales (principalmente respecto del euro y del yen), junto con la mejora de los términos de intercambio de la economía chilena.
- En las principales economías de la región, también ha aumentado el valor de las monedas locales, gracias a condiciones financieras más favorables, aunque las apreciaciones han sido de menor magnitud que la del peso chileno.
- Por su parte, el tipo de cambio real, en sus versiones TCR y TCR-5, se movió en la misma dirección que el nominal, con apreciaciones de 5,3% y 4,5%, desde el último *Informe* a la fecha. Esto ha significado que el TCR se sitúe actualmente en niveles similares a los de fines de los dos años anteriores (alrededor del nivel 100). El hecho de que el nivel del tipo de cambio nominal de fines del año pasado (\$705 por dólar promedio la última semana) sea tan diferente al actual, deja en evidencia que hoy el TCR obedece principalmente a fenómenos de paridades de los socios comerciales.
- El aumento de las tasas de interés locales y la disminución de las externas, sumados al descenso del *spread* soberano, provocaron en las últimas semanas un marcado cambio en los diferenciales entre tasas de interés externas e internas, hasta mínimos históricos. No obstante, de acuerdo con las paridades de tasas de interés, este mayor diferencial no es capaz de explicar la totalidad de la apreciación real registrada recientemente. De hecho, el diferencial en pesos a cinco años indica que algo más de la mitad de la apreciación del peso observada desde fines de agosto, se explica por una apreciación del tipo de cambio real que se espera subsista en el largo plazo.
- Las expectativas implícitas en las cotizaciones de *Bloomberg* indican que el dólar se mantendrá en torno a su valor actual durante los próximos seis meses (\$650). Por otra parte, la encuesta de expectativas de octubre —informada con un tipo de cambio *spot* del orden de \$660 por dólar— señala que el tipo de cambio se situaría cerca de \$665 por dólar en once meses más, y en \$677 en 23 meses.

Bolsas

- Durante septiembre, las bolsas mundiales presentaron comportamientos disímiles, mostrando en promedio variaciones nulas respecto del mes anterior. Sin embargo, en los primeros días de octubre los principales indicadores bursátiles tuvieron una recuperación importante.
-

- Asimismo, las bolsas latinoamericanas tuvieron destacadas expansiones en las últimas semanas, en concordancia con las buenas perspectivas para la economía mundial y para las emergentes en particular. Las bolsas chilenas no han estado ajenas a este dinamismo, reflejando el mejor momento económico y las positivas señales económicas de los últimos días, validadas por los favorables indicadores de confianza del consumidor. Con todo, el IPSA acumuló desde agosto hasta los primeros días de octubre un aumento de 10% (19% en dólares), destacando los resultados de los últimos días que han sido históricamente buenos.

III. Actividad y empleo

- Una vez conocidos los datos de agosto, se corrigió a la baja la actividad del tercer trimestre. En efecto, la verificación de una actividad menor que la esperada en el sector minero, a la que en parte se contrapuso un relativo mayor dinamismo de la industria, llevó a estimar el crecimiento anual del PIB del tercer trimestre en 2,7%, esto es, 0,1 punto porcentual por debajo de lo considerado en el *Informe* de septiembre.
- La menor actividad minera respecto de la estimada hace un mes, responde fundamentalmente a una menor producción asociada a problemas técnicos en algunas compañías que no debieran repetirse en adelante. De hecho, para lo que resta del año la proyección del sector es conservadora, en cuanto a que no se anticipa una compensación total de la menor producción de agosto. Por su lado, la actividad industrial se estima más positiva que hace un mes, proyectándose una variación de 0% anual en el tercer trimestre, por sobre el -1,4% considerado en septiembre. En efecto, pese a que la actividad de los sectores que sustituyen importaciones —en especial prendas de vestir, calzados y textiles— ha continuado afectando negativamente el desempeño del agregado de la industria, el mayor dinamismo de algunas actividades ligadas al sector exportador trajo sorpresas positivas para el sector durante agosto, corrigiendo al alza la estimación para el tercer trimestre en su conjunto.
- En suma, el bajo crecimiento de agosto se estima esencialmente como algo transitorio. De hecho, las noticias de la industria apoyan un escenario de mayor crecimiento futuro.
- La demanda interna también tuvo una corrección a la baja en las últimas semanas. Desde un crecimiento anual de 0,7% estimado para el tercer trimestre en el *Informe* pasado, actualmente se espera que aumente solo 0,1%. Esta cifra, inferior a la de los trimestres precedentes, sigue afectada por el importante aumento que se espera de las exportaciones de bienes y servicios en el período (12% anual), principalmente por la baja base de comparación de igual período del año 2002. Para el último trimestre de 2003 se anticipa que la demanda interna recuperará un mayor protagonismo.

Consumo e Inversión

- En las últimas semanas han aparecido mejores indicadores de consumo y de expectativas de los hogares. En efecto, la encuesta de percepción y expectativas sobre la economía elaborada por *Adimark* mostró en septiembre cifras alentadoras, superando el nivel alcanzado en abril, el mayor desde comienzos del año 2000. La mantención de estas mejores perspectivas abre la posibilidad de una recuperación más rápida del consumo, en especial de su componente habitual. En efecto, la continuación de cifras positivas en las ventas de supermercados validan el mayor optimismo que arrojan las encuestas de confianza.
- A su vez, la porción de productos durables de las ventas minoristas (CNC) creció marginalmente durante agosto, en tanto las ventas de automóviles consolidaron más rápidamente de lo esperado el dinamismo previo, superando el *peak* producido a fines de 2002. Finalmente, las importaciones reales de este tipo de bienes crecieron en septiembre cerca de 16% (US\$89 millones).
- En cuanto a las existencias, la relación entre producción y ventas industriales tuvo una recuperación en agosto, tras sucesivas caídas a partir de fines del primer trimestre, aunque

permanece en niveles por debajo de los de comienzos de año. La información de la Fecus para el sector industrial muestra que en el segundo trimestre prosiguió una desacumulación de existencias, lo que podría apoyar un mayor dinamismo de la producción en lo venidero. A su vez, el total de las empresas —excluidas las de recursos naturales— volvió a mostrar un aumento de sus inventarios. En el agregado de la economía, es posible que las existencias tengan algún grado de reversión en el segundo semestre, en especial por la importante acumulación de ellas que el sector minero experimentó en igual período de 2002. Por último, en septiembre las importaciones de bienes de consumo, medidas en términos reales, recuperaron la tendencia creciente que exhibieron en la primera mitad del año, con un incremento en doce meses cercano a 9%.

Inversión

- Indicadores parciales confirman el debilitamiento de la inversión durante el tercer trimestre. En efecto, el componente de maquinaria y equipos y las importaciones de bienes de capital, a pesar de la recuperación parcial registrada en septiembre, se ubicaron en niveles por debajo de los de la primera mitad de 2003. A su vez, las ventas de bienes de capital (INE) acumularon cinco meses consecutivos de caídas.
- En cuanto al sector inmobiliario, la información de agosto indicó una leve desaceleración de los niveles de ventas de viviendas nuevas, las cuales se mantienen, en todo caso, en niveles elevados (sobre las 1.000 unidades vendidas mensuales). Los *stocks*, a su vez, tuvieron un descenso marginal, con lo que los meses necesarios para agotarlos se mantuvieron iguales a los de julio.
- Respecto de las perspectivas para el sector, en agosto los permisos de edificación continuaron con la tendencia decreciente observada desde el segundo trimestre. Cabe destacar que habitualmente se realizan correcciones a las cifras históricas de estos permisos, por lo que no es posible extraer una conclusión afinada sobre las repercusiones en el sector. En términos de empleo, en lo más reciente se observa una desaceleración del número de ocupados, aunque otros indicadores parciales estarían anticipando una reversión de esta tendencia. En efecto, los despachos de cemento y hormigón, señalan una recuperación en el último mes, luego de las caídas registradas durante el segundo trimestre.
- Con todo, se espera que la formación bruta de capital fijo presente una desaceleración durante el tercer trimestre, principalmente asociada a la caída de las importaciones de bienes de capital durante el período. En el cuarto trimestre, se anticipa una expansión importante de las obras de ingeniería, junto con una recuperación de las importaciones, todo lo cual redundará en un mejor desempeño de la inversión.

Política Fiscal

- El proyecto de Ley de Presupuestos para el año 2004 considera el cumplimiento de la meta de superávit estructural del 1% del PIB, junto con un déficit fiscal efectivo de 0,6% del PIB para el próximo año. Se considera un crecimiento del PIB de 4,4% para el año, junto con una inflación promedio de 2,4% y un precio del cobre de US\$0,83 la libra. Estos supuestos están en línea con lo considerado en el *Informe* de septiembre, aunque consideran una menor inflación promedio para este año, fruto de las noticias recientes en esta materia. El presupuesto contempla también un incremento real del gasto público con impacto macroeconómico en torno a 4%, además de una expansión de los ingresos totales de cerca de 6%. Respecto de la inversión, se considera un crecimiento real superior a 7% sobre el año 2003. Se debe notar que los lineamientos del presupuesto, que apuntan al cumplimiento de la regla de superávit estructural, no difieren de lo considerado en el escenario base de proyección de septiembre.
- En julio último, el balance global del Gobierno Central se hizo más deficitario que durante el primer semestre, trayectoria coherente con el déficit contable de 0,7% estimado para el año.

- Este mayor déficit fue el resultado, en parte, de una caída anual (en términos reales) de los ingresos totales, causada por la variación negativa de todas las subpartidas de los ingresos, salvo la de ingresos tributarios. Por su parte, tal como se esperaba, los gastos totales —en particular la inversión pública— continuaron mostrando una recuperación importante.
- En relación con la deuda pública, el Ministerio de Hacienda publicó en los últimos días de septiembre el tercer *Informe de Estadísticas de Deuda Pública de Chile* para el período 1990-junio 2003. De éste se concluye que a junio de 2003 la deuda bruta se mantuvo respecto del año 2002 (15,9% del PIB). Así, pese al aumento de la deuda externa —desde 5,8% a 6,9% del PIB— explicado por la emisión del bono soberano en enero de este año, éste fue compensado por la reducción de los pagarés fiscales con el Banco Central (desde 9,1% a 8,1% del PIB). En cuanto a la deuda neta del Gobierno Central, ésta llegó a 11,6% del PIB, por sobre el 10,8% registrado el año 2002, debido a la caída de los activos, tanto en pesos como en dólares, del Gobierno.
- Con todo, la deuda neta del consolidado Gobierno Central y Banco Central se incrementó desde 8,3% a 9,9% del PIB entre el año 2002 y mediados de este año. En cuanto al nivel de deuda bruta del consolidado, en junio de 2003 fue 37% del PIB, cifra levemente inferior al que alcanzó en 2002. En estos resultados tuvo incidencia la apreciación del peso que generó pérdidas de capital en especial en el balance del Banco Central. Finalmente, es de esperar que la deuda pública aumente durante el año debido a la emisión de nueva deuda por parte del Gobierno Central durante el cuarto trimestre de 2003.

Sector externo

- El valor total de las exportaciones alcanzó a US\$5.027 millones en el tercer trimestre, equivalente a un crecimiento de 22% anual. Este alto incremento se explicó en parte importante por la baja base de comparación que supone igual período de 2002. De esta forma, el valor de los envíos mineros, industriales y agrícolas al exterior creció 33%, 16% y 9%, respectivamente.
- Se estima que el volumen total de envíos exportados creció cerca de 14% en el tercer trimestre, con incrementos de dos dígitos en todas las categorías de exportaciones: agrícolas 19%, mineras 18% e industriales 11%. Estimaciones preliminares para el cuarto trimestre apuntan a un menor incremento de quantum respecto del tercer trimestre, esto influido por la base de comparación implícita en cada uno de ellos. Con todo, se estima que los volúmenes exportados crecerían en el orden de 2,9% en el período. Las exportaciones agrícolas continuarían con un dinamismo importante, aumentando alrededor de 21%. Los envíos mineros e industriales tendrían aumentos de volumen menores: 0,1% y 5,3%, respectivamente.
- Respecto de las importaciones, el valor total FOB de las compras al exterior alcanzó a US\$4.522 millones en el tercer trimestre del año, equivalente a un aumento anual de 8%. Por categoría, los bienes intermedios tuvieron el mayor crecimiento (13%) influido por el mayor precio promedio del petróleo y sus derivados en el período. A su vez, las importaciones de bienes de consumo crecieron 7% anual, mientras que las de capital cayeron 8%.
- En cuanto a los volúmenes importados, éstos crecieron 3,9% respecto de igual período de 2002. Las compras en el exterior de bienes de consumo crecieron 10,4%, mientras las de bienes intermedios lo hicieron en 6,5%. Las de bienes de capital, a su vez, cayeron 13,8%. Para el último trimestre se anticipa que las importaciones totales tendrían un aumento de volumen del orden de 10%, con incrementos de 21% en las de consumo, 12% en las intermedias y 1,5% en las de capital.
- Para octubre, las estimaciones preliminares indican que las exportaciones totalizarían valores del orden de US\$1.880 millones (17% de crecimiento anual), a la vez que las compras al exterior sumarían US\$1.720 millones (30% de crecimiento anual). Pese al

efecto positivo que podría tener el menor dólar aduanero sobre las importaciones de octubre, el aumento del IVA a partir del 1 de octubre elimina parte importante de este incentivo.

Mercado laboral

- La información del trimestre móvil finalizado en agosto de 2003 confirmó el decaimiento del mercado laboral iniciado en junio. Aunque el empleo total continuó creciendo moderadamente en doce meses (3,2%), descontando efectos estacionales registró una caída relevante con respecto a julio. Lo anterior ocurrió por la menor dinámica del empleo ligado al sector privado, que disminuyó en 22 mil puestos de trabajo, sumando dos meses consecutivos de caídas. Los programas de empleo, pese a que aumentaron en el mes, no lograron compensar el deterioro del empleo privado y, por ende, de la ocupación total.
- Por su parte, la tasa de desempleo desestacionalizada se situó en torno a 8,7%, el nivel más alto registrado en lo que va del año. En cuanto a la tasa de desempleo primaria —que considera solo a hombres de entre 25 y 54 años de edad— se mantuvo en torno a 6,5% (sin efectos estacionales) durante agosto. Cabe destacar que esta tasa venía registrando una trayectoria descendente desde principios de 2002, la cual ha tendido a estabilizarse en los últimos cinco meses, lo que da cuenta de una mantención de las holguras de capacidad.
- Por otro lado, en la encuesta especial a los desocupados de agosto (U. de Chile) destaca el cambio en la composición de la cesantía con respecto al año anterior. Actualmente, los cesantes se componen de 70,7% de personas despedidas y 18,3% de retiros voluntarios. Dentro de la primera categoría, si bien los despidos por reducción de personal continúan acaparando alrededor del 42% de los cesantes, destaca el aumento de los despidos por cierre de la empresa, aumentando 7,1 puntos porcentuales con respecto al año 2002 (13,3% contra 20,3%). Por su parte, los que buscan trabajo por primera vez se mantienen desde el año 2002 en alrededor de 11% del total de desocupados.
- Las vacantes, luego de dos meses de aumento en términos anuales, tuvieron una variación negativa en septiembre (-1,2% anual). Dada la conexión más directa entre vacantes y empleo de asalariados, empleadores y personal de servicio, si bien la información de los últimos meses de oferta de trabajo anunciaba alguna recuperación para los meses siguientes, el dato de septiembre no muestra perspectivas especialmente favorables.
- En cuanto a categorías ocupacionales, el empleo en sectores secundarios —trabajadores por cuenta propia y familiares no remunerados— moderó su tasa de crecimiento anual respecto de meses previos, aumentado 7,8% luego de tres meses de variaciones anuales por encima de 10%. En términos desestacionalizados, se confirmó la caída en el margen iniciada en junio. Por su parte, el empleo de asalariados, empleadores y personal de servicio continuó disminuyendo en el margen debido al recorte, entre los primeros, de alrededor de diez mil puestos de trabajo.
- Por otro lado, al desagregar el mercado del trabajo según grupos poblacionales, destaca el aumento del desempleo de las mujeres, luego de sostenidas reducciones desde abril. El dato de agosto confirma la caída en la fuerza de trabajo femenina y, por ende, de la tasa de participación de este segmento. Sin embargo, a diferencia de los últimos tres meses, el nivel de desocupación femenina aumentó fuertemente con respecto a julio (cercano a nueve mil puestos de trabajo), lo que provocó el alza de la tasa de desempleo. Por lo tanto, la menor participación de las mujeres y el descenso en la ocupación de trabajadores por cuenta propia y familiares no remunerados confirma lo anticipado en el último *Informe* en cuanto a que el repunte exhibido por el mercado laboral entre enero y abril de este año habría sido probablemente transitorio.

IV. Precios y costos

- En septiembre, el IPC tuvo una variación mensual de 0,2%, cifra por debajo de las

estimaciones que se manejaron internamente a lo largo del mes. En cuanto a la inflación subyacente, el IPCX aumentó 0,3% en el mes, mientras el IPCX1 lo hizo en 0,2%. Con esto, el incremento en doce meses del IPC llegó a 2,2%, mientras el del IPCX y el IPCX1 se mantuvieron en 2,3% y 2,4%, respectivamente.

- En la baja inflación de septiembre fue determinante la inusual e inesperada caída del precio de los alimentos no perecibles. Revirtiendo el aumento persistente de estos precios hasta agosto de este año, septiembre marcó una importante caída mensual (1,6%). Esta reducción fue generalizada a casi todos los alimentos de este grupo (28 de 30 categorías), por lo que es coherente con las condiciones de mayor competencia que se han observado en el rubro de supermercados desde fines de agosto a la fecha. Por ello, aunque se estima que este *shock* será permanente en niveles, no se anticipa que estos precios continúen cayendo en lo sucesivo.
- A lo anterior se contrapuso, en parte, el aumento del precio de algunos productos médicos. Estos productos, que en el pasado ya han protagonizado sorpresas inflacionarias, no tiene una trayectoria de precios que pueda ligarse directamente con variables exógenas. En ocasiones han sido vinculados al tipo de cambio; no obstante, la evolución reciente del peso no apoya un incremento de precios. Por ahora, no es posible evaluar con certeza la transitoriedad o permanencia de este aumento y no se descarta ninguna de las dos alternativas.
- Estas dos noticias afectaron en direcciones opuestas a la inflación del IPCX y del IPCX1, predominando el impacto de los menores precios de los alimentos. El descenso que este hecho supone sobre la inflación de estos índices, respecto de lo estimado para septiembre, no implica, por ahora, modificar la evaluación que se tiene de la trayectoria futura del componente subyacente del IPC.
- La característica particular del *shock* que afectó a la inflación en septiembre quedó reflejada en la evolución de las medidas subyacentes. Por una parte, descontados los efectos estacionales, la variación mensual del IPCX1 estuvo por sobre la de los meses previos. Por otra, la reestimación de la ecuación de precios del Modelo Estructural de Proyecciones, con datos a septiembre, muestra un error especialmente significativo para el tercer trimestre. Esto indica que la inflación de ese período no es explicada por los fundamentales definidos en el modelo.
- Un factor que constituye una innovación importante en relación con el *Informe* de septiembre, es la caída del tipo de cambio. En el corto plazo, su efecto se traspaasa a través de canales como los precios de los combustibles o las cláusulas de ajuste automático de los servicios regulados que lo incorporan directa o indirectamente. La caída del pasaje de la locomoción colectiva en noviembre, no considerada anteriormente, responde a la apreciación del peso. Se estima que el efecto de la apreciación del tipo de cambio en la inflación del IPC, de ser persistente, es cercana a 0,3 puntos porcentuales en un plazo de seis meses, cifra que baja a 0,1 punto para el IPCX1.
- A un plazo mayor, el efecto de la caída del tipo de cambio depende de otros elementos como la inflación externa en dólares y su persistencia. De mantenerse las condiciones que sustentan la apreciación observada, es probable que se dé una trayectoria de holguras de capacidad diferente que compense parte de estos efectos. Con todo, el efecto directo de la apreciación real observada desde el *Informe* de septiembre es de aproximadamente 0,3 puntos porcentuales en la inflación promedio en el horizonte de 12 a 24 meses (*ceteris paribus*).
- Por el lado de los salarios, en agosto las remuneraciones nominales revirtieron parcialmente la senda descendente mostrada desde mediados de 2002, con variaciones anuales, medidas por el índice de remuneraciones por hora y el índice del costo de la mano de obra, 3,9% y 3,5%, respectivamente. Lo anterior es coherente con los seis meses de desfase en las cláusulas de indización y con los crecientes niveles de inflación registrados durante el último trimestre de 2002 y principios de 2003.

- En cuanto a los costos laborales unitarios, agosto marcó el segundo mes consecutivo de caída en su tasa de crecimiento anual, luego de los *peaks* de mediados de año. Esta evolución, coherente con el escenario considerado en el *Informe* de septiembre, obedece principalmente a una normalización de la productividad medida. Destaca el hecho de que los CLU (costo laboral unitario) medidos a partir del empleo de asalariados, empleadores y personal de servicios —medida más cercana a los grupos sobre los que se basan las estadísticas de salarios— muestran tasas de crecimiento anual por debajo de las habitualmente utilizadas.
- Las expectativas de inflación del sector privado, deducidas del diferencial de tasas nominales y reales a dos y cinco años, muestran descensos que pueden estar asociados a las innovaciones sobre la inflación derivadas del menor tipo de cambio vigente. Por un lado, a dos años plazo se apreció una caída desde niveles en torno a 2,8% al cierre de la reunión anterior, hacia cifras más cercanas a 2,2% en la actualidad. A cinco años plazo, en tanto, las expectativas descendieron desde promedios de 3,2% a comienzos de septiembre a valores próximos a 2,8% a comienzos de octubre. Por su parte, los resultados de la encuesta de expectativas del sector privado indican una inflación de 3,0% para uno y dos años plazo, ambas cifras en línea con los resultados de meses anteriores.

Perspectivas de corto plazo

- La inflación de octubre y la del cuarto trimestre, estarán marcadas por el efecto que tendrá el aumento del IVA desde 18% a 19% sobre los precios incluidos en el IPC. Por el momento, un número importante de empresas ha señalado que no traspasarán dicho aumento a sus precios, a la vez que otro grupo anunció que sí lo hará. Información recogida por la Cámara Nacional de Comercio indica que, del total de empresas encuestadas, un 16,7% no aumentaría sus precios, mientras que del resto, un 22,2% lo haría inmediatamente y otro 33,3% en forma gradual. Por ahora, se estima una incidencia de 0,3 punto porcentual en el IPC de octubre a consecuencia del mayor impuesto, cifra que llegaría a 0,5 punto a fines del cuarto trimestre.
- No se descarta que, dado el *costo de menú* implícito en la decisión de remarcar precios, un número significativo de empresas opte por demorar —o no realizar— el ajuste al nuevo IVA, generando con ello un impacto menor al supuesto en el escenario base de proyección. Esto especialmente apoyado por la caída en el tipo de cambio y su efecto positivo sobre los márgenes.
- A su vez, las expectativas de inflación para el mes no entregan información clara respecto de lo que espera el sector privado como efecto del mayor impuesto. Las estimaciones aquí incluidas difieren significativamente de lo señalado en la encuesta de expectativas, y de lo recogido en las encuestas realizadas a las mesas de dinero, que sitúan la inflación de octubre entre 0,3% y 0,5%. Cuánto de esta diferencia responde a la percepción de un mayor efecto del IVA es difícil de precisar, pero no se descarta que los valores esperados por el mercado consideren un mayor traspaso del aumento del impuesto.
- Con todo, luego de ubicarse por debajo de 2%, la inflación anual del IPC retornaría a niveles dentro del rango meta, acorde con los cambios de base de iguales meses de 2002. El primer trimestre de 2004, en tanto, vería caer fuertemente la inflación del IPC incluso hasta por debajo de 1%, también por efecto de la base de comparación.

A continuación los participantes de la reunión manifiestan sus comentarios respecto de los antecedentes presentados por la División Estudios:

- Uno de los participantes considera que aún es prematuro sacar conclusiones respecto de la permanencia en el tiempo de las sorpresas inflacionarias de los últimos meses, por existir muy poca información. Asimismo, señala que el argumento de mayor competencia de países vecinos como causa de la menor actividad del segundo trimestre, podría tener el sesgo de estar asociado al muy corto plazo, por lo que habría

que tomarlo con cautela.

- Respecto de la recuperación de la actividad interna, se indica que han aparecido algunos dirigentes, especialmente empresariales, argumentando que es posible una recuperación más rápida, ante lo cual se desea manifestar que si bien es posible que haya argumentos a favor, también hay algunos que podrían operar en la dirección contraria. Se indica que los argumentos en la dirección positiva no están cuantificados, como el efecto de los tratados de libre comercio; el efecto del cambio en la infraestructura de Chile, el cual ha sido muy importante (reducción de costos y facilidad de ampliación de mercado por la revolución de infraestructura); a lo que se adicionan, los efectos de la reforma del Estado que han sido cuantiosos. Se manifiesta que todos estos factores de mediano plazo irán en la dirección de una reactivación más fuerte, sin embargo, hay otro factor que iría en la dirección de una reactivación más moderada, que es que la tasa de rentabilidad de las empresas, medida como la tasa el margen empresarial, que ha ido disminuyendo en los últimos cuatro o cinco trimestres. Si el margen de venta es bajo, no va a haber proyectos de inversión, que es algo que se ha observado en el último tiempo, incluso, parte de la inversión actual es financiada con recursos públicos, concesiones, etc. Lo anterior, lleva a pensar de que el proceso de identificación de nuevas oportunidades va a ser más lento, porque los márgenes son bajos.
- Otro de los participantes acota que la compresión de márgenes que está detrás de la sorpresa de inflación es pequeña comparada con la que hubo en los últimos años, por lo tanto, no cree que su persistencia sea clave en términos de decisiones hacia delante. Mucho más importante es si el total de la compresión observada en el último tiempo es persistente o no y cómo se amplían los márgenes que ya se comprimieron. Respecto del efecto de las depreciaciones de las monedas de los países vecinos, se estima que el argumento actual se puede afinar en el sentido que se trata de un problema de asignación de recursos, pues existen sectores sustituidores de importaciones que van a estar bajo presión por un buen tiempo y no es esperable que se recuperen en el corto plazo. Se indica que esta situación no tiene implicancias o un correlato macroeconómico, porque hay otros sectores que sí continúan siendo competitivos, pues hay comercio con otras zonas del mundo y con distintos tipos de bienes que sí están creciendo y, por lo tanto, no hay ningún problema respecto del encuadre macroeconómico general.
- En relación con los problemas de rentabilidades de las empresas planteados anteriormente, se manifiesta no estar del todo de acuerdo, pues lo que se ha visto durante los últimos meses, tanto desde la perspectiva de la Bolsa como de las expectativas de los empresarios y de los agentes económicos, ha sido muy favorable.
- Los argumentos anteriores hacen pensar a otro de los asistentes que no va a existir un rebote espectacular, pues hay un cierto grado de incertidumbre en el horizonte, particularmente en el escenario internacional. Todos dicen que el año 2004 está relativamente cerrado por el estímulo macro en Estados Unidos, pero que para el año 2005 existe incertidumbre en general y con la región en particular, por lo que no se considera que vaya a existir la sensación del camino despejado que se tuvo a principios de los años 90, lo que va significar que el crecimiento sea algo más moderado.
- Asimismo, se indica que parte importante de las sorpresas inflacionarias del último tiempo, no solo en Chile sino que en gran parte de las economías del mundo, tienen fundamento en la revolución tecnológica de los últimos años que está encontrando aplicación, lo cual ha beneficiado tanto a consumidores como a productores.
- Respecto de las rentabilidades operacionales, se indica que de acuerdo con la información de las FECUS no se han recuperado mucho desde el punto más bajo al que llegaron hace algún tiempo. Se señala, en todo caso, que la rentabilidad total sí ha mejorado, en parte reflejando las menores tasas de interés que han estado vigente en la economía en los últimos años. Además, hay que considerar que hay ganancias y

pérdidas de capital por variaciones cambiarias que pueden haber afectado el nivel de capital. Se cree, en todo caso, que el punto fundamental es el tema operacional, pues al final es una contraparte de los márgenes comprimidos que aparecen en el análisis de precios.

A continuación la División Estudios presenta las opciones de política monetaria:

1. En la reunión de política monetaria de septiembre, el Consejo decidió mantener la tasa de política inalterada en 2,75%. Mientras los antecedentes coyunturales del sector real nacional siguieron mostrando signos de debilidad, especialmente los del sector industrial, las economías de los países desarrollados, en particular Estados Unidos y Japón, presentaron un conjunto de señales positivas que consolidaban las perspectivas de aumento de las tasas de crecimiento en el segundo semestre y el próximo año. La inflación subyacente de agosto, en tanto, fue sorprendentemente baja. En esa reunión ya se percibía un mejoramiento de las expectativas privadas, el que se reflejó especialmente en el tipo de cambio y llevó a equilibrar el balance de riesgos para la actividad presentado en el último *Informe*. Las proyecciones de inflación consideraban un gradual aumento de la inflación del IPCX1 en los siguientes trimestres y una inflación promedio marginalmente por debajo de 3% en el horizonte de proyección.
2. Son varias las noticias relevantes desde la última reunión que se revisaron con más detalle en la Minuta preparada para esta reunión:

La inflación subyacente del mes anterior volvió a sorprender por lo reducida. Por ahora, este registro se evalúa como un *shock* por una sola vez, ligado a una compresión de márgenes en un sector particular. Por ello, reduce las proyecciones de inflación solo por su efecto base, pero no señala menores presiones inflacionarias futuras.

Si bien la situación financiera regional y mundial continúa mejorando, el tipo de cambio en Chile continuó la marcada tendencia hacia la apreciación que comenzó a mostrar antes de la reunión anterior. Aunque el importante aumento de las tasas de interés de largo plazo en Chile y la depreciación del dólar en los mercados internacionales explican parte de lo ocurrido, existe una apreciación real del peso que los mercados implícitamente esperan que perdure.

Las mejores perspectivas para la actividad mundial —hay nuevas revisiones al alza de las proyecciones de crecimiento—, un precio del cobre que continúa afianzándose y la percepción de que en este entorno la actividad interna tomará mayor dinamismo, son factores que apoyan esta apreciación.

Aunque los indicadores agregados de actividad en Chile siguen mostrando un bajo crecimiento, inferior al esperado, éste sería un fenómeno pasajero asociado al sector minería. De hecho, la confianza de los consumidores continuó aumentando el mes pasado y los datos industriales y de consumo más recientes muestran una recuperación importante.

Desde el punto de vista macroeconómico, el Proyecto de Ley de Presupuesto es coherente con la regla fiscal y no cambia las perspectivas.

3. Con estos antecedentes, las opciones de política monetaria que aparecen como más plausibles son *mantener* la tasa de interés o *aumentarla* en un monto acotado.
4. En la reunión del mes pasado se consideró la posibilidad de *reducir* la tasa como una opción que se calificó como “menos válida”. En esta oportunidad se considera que se justifica descartarla como opción. Primero, como se ha discutido, hay argumentos para pensar que las noticias de menor inflación y actividad son transitorias. Segundo, hay varios factores que hacen muy improbable que las holguras de capacidad se amplíen en los próximos trimestres. Entre ellos destacan la trayectoria de los términos de intercambio, el

crecimiento de los socios comerciales, el mejoramiento de las expectativas locales que se reflejan en la Bolsa, el tipo de cambio y las tasas de interés de largo plazo, y los indicadores de consumo. Tercero, es posible que de sostenerse en el tiempo las condiciones que están detrás de la apreciación del tipo de cambio, se genere un cierre de holguras algo más rápido que el esperado en el escenario central y presiones inflacionarias adicionales. Finalmente, desde el punto de vista táctico, una reducción de la tasa de interés arriesga ser contradictoria con lo anticipado en el Informe de Política Monetaria respecto del curso probable de la política monetaria en el escenario base. Más allá de los *shocks* comentados, la suma de antecedentes tiende a validar ese escenario base. Además, luego de un alza importante de las tasas de interés de largo plazo, un recorte de tasas sería aun más difícil de comprender.

5. La opción de *augmentar* la tasa de interés se puede justificar por el mejoramiento del escenario global y la buena recepción que está teniendo este escenario en la formación de expectativas por parte del mercado. Como se ha comentado en otras reuniones, y se ha hecho explícito en los dos últimos *Informes*, en el escenario base debería disminuir el estímulo monetario. Determinar cuándo se acumulan antecedentes suficientes para iniciar esta normalización sigue siendo la pregunta relevante. Al respecto, existen las noticias antes comentadas que hacen más probable que el escenario base se materialice. A esto se suma el hecho de que el nivel de la tasa es especialmente bajo y que, tal como se está comportando la economía, no se puede descartar un escenario en que la actividad y el gasto repunten aun más rápido de lo que supone el escenario base.
6. En contra de *augmentar* la tasa de interés en esta reunión está la opción de esperar a tener más antecedentes, lo que se puede justificar por varios motivos. Primero, si bien el escenario global se ha fortalecido, todavía no hay datos definitivos o duros en Chile que demuestren que este panorama de mayor crecimiento sea una realidad. De hecho, las mediciones de actividad continúan débiles, en el margen —aunque de acuerdo a lo esperado— el mercado laboral ha perdido vigor, y la inversión sigue dando señales de debilidad. Segundo, el escenario global aún presenta vulnerabilidades. Por ejemplo, no hay indicaciones concluyentes respecto del desempeño del mercado laboral en Estados Unidos; el precio del petróleo sigue mostrando volatilidad; y aún no se sabe cómo se ajustarán los mercados financieros a los marcados cambios que están mostrando las paridades. La expectativa de un aumento de tasas de interés en las principales economías recién adentrado el año próximo da cuenta de esta incertidumbre. Tercero, existe el riesgo de que el diagnóstico sobre la naturaleza de los *shocks* observados en la inflación sea equivocado y efectivamente la inflación subyacente continúe disminuyendo. Tampoco se puede descartar que la apreciación del peso sea en realidad coherente con un escenario de actividad como el delineado en el Informe de Política Monetaria, y no con uno mejor, con lo que se tendría una menor inflación por esta apreciación, sin compensaciones por el lado de menores holguras.
7. Además de estas consideraciones y factores de riesgo, cabe analizar también aspectos de táctica de política monetaria para determinar las ventajas de *mantener* o *augmentar* la tasa de política monetaria. A este respecto, probablemente lo más importante sea el contenido de información que transmite un cambio de la tasa de interés luego de un período prolongado de tasa constante y que, además, modifica la fase de la política. Como se ha comentado otras veces, aumentar la tasa de interés en las circunstancias actuales envía una señal más potente que cambios “intra fase”. Por lo tanto, un aumento de tasas debería sustentarse en suficiente información, de manera que nuevos aumentos sean probables en los meses sucesivos. En este sentido, no está claro que la información acumulada tenga esa característica.

A continuación los participantes de la reunión manifiestan sus comentarios respecto de las opciones planteadas por la División Estudios:

- En relación con las opciones planteadas, uno de los asistentes comparte que hay buenas expectativas de que la economía acelere y que los agentes económicos parecen estarlo internalizando en función del comportamiento de la Bolsa. Se está de acuerdo con que

hay algunas señales de la aceleración de la economía mundial que se prevé que continúen. No obstante, los hechos son que la economía nacional ha venido creciendo por cinco años debajo del potencial, esperándose que ello continúe en los próximos dos trimestres, que hay una leve desaceleración de la creación de empleo, que la demanda interna está creciendo muy poco, que la inflación está cercana al piso de la banda. Se considera que hay buenos antecedentes para pensar que la desaceleración de agosto fue transitoria, que la racionalidad indica que la economía va ir acelerando, y por último, que existe un grado de impulso monetario bastante abundante, por lo cual, cree que no obstante se obtenga crecimiento por debajo del potencial y tasas de inflación por debajo del piso, considerar seriamente una baja no parecería adecuado.

- Otro participante señala que la revisión de la evidencia presentada por la División Estudios permite concluir que el escenario base del *Informe* de septiembre, de una aceleración gradual del crecimiento, se está materializando, lo que significa que se deberían ir cerrando las brechas de producto e ir induciendo presiones inflacionarias, lo que debiera conducir a considerar seriamente la opción de aumento de la tasa de interés, lo que sería esperable en un escenario de normalización de la política monetaria. Se destacan algunos elementos que permiten llegar a esta conclusión:
 - 1) El crecimiento de agosto, que fue particularmente débil, fue causado puntualmente por problemas excepcionales en la producción de cobre. Por su parte, la actividad industrial estuvo mejor de lo esperado.
 - 2) Las expectativas sobre el desempeño de la economía mundial siguen mejorando, incluso para el año 2003, y de manera particular en Japón, lo que salvo la debilidad de la zona euro, muestra una economía mundial con mejores perspectivas de crecimiento.
 - 3) Estas mejores perspectivas y la depreciación del dólar ha llevado al precio del cobre a niveles que no se esperaban durante este período del año.
 - 4) Todos los precios de los activos financieros reflejan un optimismo importante. El dólar ha caído, las tasas de largo plazo han subido y las acciones siguen mostrando un sólido crecimiento. Esto no es más que un reflejo de las buenas perspectivas económicas.
 - 5) Los indicadores de expectativas de consumo mostraron en septiembre cifras alentadoras.
 - 6) Por el lado de la actividad, el consumo así como las perspectivas de producción que se ve por el lado de los inventarios, muestran una evolución marginalmente positiva.
- Se argumenta que contra este escenario, sin embargo, existe evidencia apuntando en la dirección contraria. Más bien, los datos duros de actividad, con la excepción de lo observado parcialmente en el consumo y el mejor precio del cobre, muestran aún signos de debilidad. Los aspectos más destacables para sustentar esta afirmación son:
 - 1) El valor central de la predicción sobre el crecimiento del PIB se ha reducido con respecto al *Informe* de septiembre.
 - 2) La inversión, componente importante que anticipa el dinamismo de la economía, se ha debilitado durante el tercer trimestre, tanto en lo que respecta a maquinaria y equipos como la inversión inmobiliaria. Las ventas de bienes de capital acumulan cinco meses consecutivos de caída y las importaciones confirman esta debilidad.
 - 3) Las cifras del mercado laboral, después de mostrar un sustancial dinamismo, han registrado un decaimiento desde junio. Las vacantes dejaron de crecer.
 - 4) Las cifras de gasto para el tercer trimestre se han ajustado a la baja.
 - 5) El dinero (M1A) está creciendo relativamente lento y para quienes usan el M1A, como indicador líder, esto puede ser un síntoma que prevea la mantención de un escenario de relativa debilidad.

- Se manifiesta que después de todos estos antecedentes, se podría concluir que se está frente a un escenario de mucho optimismo, con datos aún débiles. El público está optimista por lo que ve en el día a día, pero eso aún no parece en los datos. Esta sería una razón poderosa para pensar que se está cerca de un alza de tasas. Pero también existe otro escenario y es precisamente uno en el cual la recuperación efectivamente es mixta y aún no está consolidada. En este contexto, una reducción del impulso monetario podría ser perjudicial y terminar siendo una tímida alza que sea discontinuada, e incluso con posibilidades de revertirse en el futuro.
- Esta última consideración es importante, ya que una normalización del impulso monetario que se interrumpe da, *ex-post*, una mala señal de diagnóstico. Como ya se ha señalado anteriormente, cuando haya que subir las tasas, es deseable que sea un proceso continuado de normalización, ya que el alza de tasas representaría un giro importante en la dirección de la política monetaria. Algo así, por ejemplo, estaría internalizado en las tasas de interés de los papeles de largo plazo, los que tuvieron un fuerte retroceso después que aparentemente se ha considerado que el Imacec de agosto viene bajo, por lo que se esperaría que se postergue un alza de tasas para más adelante.
- Asimismo, se indica que todos los indicadores de inflación actual muestran una situación más confortable que hace unos meses atrás en todo el horizonte objetivo, lo que señalaría que aún existen holguras inflacionarias, posiblemente causadas por la aún débil actividad interna así como el positivo efecto sobre los costos del inesperado fortalecimiento del peso.
- A lo anterior se agrega que el mejor escenario internacional no se ha traducido todavía en una recuperación clara en la economía chilena, especialmente en el caso de la inversión y del empleo. Está el hecho de que el escenario internacional es un escenario que vislumbra todavía bastantes riesgos y, en particular, el riesgo que ésta sea una recuperación que no sea de muy largo aliento. Agregaría el hecho de que en el plano interno no hay ninguna variable que realmente hoy día esté preocupando en materia inflacionaria. Si se observan el salario y la productividad, que en algún momento fueron elementos de preocupación, hoy no lo son; tampoco por el lado de la inflación externa hay una amenaza muy seria, así como tampoco por el lado de las brechas.
- Además, se manifiesta que la recuperación se va a iniciar en el mundo desarrollado y en ese mundo existe un *statement* muy fuerte de parte de los bancos centrales, en el sentido de que ellos van a mantener sus tasas bajas por largo tiempo. Se dice que sería muy extraño que la economía chilena, que va a estar claramente detrás de ellos en el ciclo económico, empezara a hacer el ciclo de ajustes antes que los países desarrollados. Costaría mucho entenderlo y eso se va a ver agravado por el hecho de que las tasas de inflación de los próximos meses van a ser más bajas.
- Otro participante de la reunión señala que un punto importante es que existe riesgo que el diagnóstico sobre la naturaleza de los *shocks* observados en la inflación sea equivocado y efectivamente el IPCX continúe disminuyendo. A lo que habría que agregar la incertidumbre sobre la apreciación del peso con un escenario de actividad como el planteado en el *Informe* y no con uno mejor. También hacen fuerza los aspectos de táctica de política monetaria presentados, como lo es la transmisión de un cambio de la tasa de interés luego de un período prolongado de tasa constante, pues se entrega una señal muy potente y debe sustentarse en suficiente información, de manera que nuevos aumentos sean probables en los meses sucesivos. No se cree que la información acumulada a la fecha tenga esa característica.
- Se considera apropiado que se haya descartado la opción de bajar tasas, en el sentido que hay suficientes indicadores que hacen pensar que la economía mundial va a ser más favorable en los próximos seis a ocho trimestres, aunque queda la incertidumbre de ahí en adelante. Se estima también que después de haberse presentado la opción

de subir tasas, los argumentos que se dan para postergar esa acción son los apropiados, en el sentido que ve que va a venir en momentos en los cuales la economía ya esté moviéndose en forma que ya no va a requerir de este excesivo estímulo que existe hoy. Se considera que no hay duda que lo que se ve hoy día es que la inflación es mejor que lo que prevalecía en las cuatro o cinco reuniones anteriores, en el sentido que en el escenario de mediano plazo se está algo por debajo de lo que se estaba en septiembre, o sea, la inflación se ve controlada. Se argumenta que la recuperación se ve principalmente en la economía mundial y en los indicadores de expectativas internamente, no observándose actualmente en los indicadores duros de actividad.

ACUERDO

El Consejo, por la unanimidad de sus miembros, acuerda mantener la tasa de interés de política monetaria en 2,75% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez también permanecen inalterados.