



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 41
DE POLITICA MONETARIA
celebrada el 10 de diciembre de 2002

En Santiago de Chile, a 10 de diciembre 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 y con la asistencia de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina, señor Jorge Desormeaux Jiménez y señor José De Gregorio Rebeco.

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

Asisten también los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Angel Nacur Gazali;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;
Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete;
Secretaria Ejecutiva del Gabinete de la Presidencia, doña 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 Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 40, celebrada el 7 de noviembre de 2002.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo el Proyecto de Acta de la Sesión N° 40, celebrada el 7 de noviembre de 2002, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

II. Resolución sobre Minuta del Acta correspondiente a la Sesión N° 39, celebrada el 8 de octubre de 2002.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo la Minuta correspondiente al Acta de la Sesión N° 39, celebrada el 8 de octubre de 2002, la que se aprueba sin observaciones.

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

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de junio de 2003, para el día 10 de ese mes.



IV. Exposición.

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

SÍNTESIS DEL MES

La trayectoria esperada para la inflación en el corto plazo ha retrocedido de forma significativa, luego del importante incremento de hace un mes atrás. Para la reunión de política monetaria de noviembre se esperaban cifras de inflación anual a diciembre de este año de 3,6%, mientras que en la actualidad se anticipa un 2,8%. De la misma forma, para el primer trimestre del año 2003 la inflación anual promedio del IPC se prevé en torno a 2,7%, en vez del 3,5% de la última reunión de política monetaria. En estas trayectorias han incidido algunos factores puntuales, en particular, el precio de los perecibles, la tarifa de la locomoción colectiva, el dólar y el precio del petróleo.

En el mercado cambiario la rápida depreciación del peso de octubre se deshizo con una velocidad similar en noviembre, lo que por ahora permite descartar escenarios cambiarios más extremos que pudiesen afectar la trayectoria de la inflación futura. Tendencias fundamentales han apoyado la apreciación del peso durante las últimas semanas, en particular el mayor precio del cobre y la estabilidad relativa de las condiciones financieras en Brasil. La depreciación del peso de días recientes, en todo caso, muestra la relevancia de las novedades en esa economía para la trayectoria de nuestra moneda en el corto plazo. En este sentido, cabe destacar que Brasil enfrenta importantes desafíos de estabilización macroeconómica durante los siguientes meses. Los riesgos inmediatos de guerra en el Medio Oriente y su potencial efecto en el precio del petróleo han tendido a disminuir por la menor posibilidad de acciones unilaterales en la región por parte de Estados Unidos. De todas formas, la posibilidad de conflicto sigue presente, lo que ha afectado el precio del petróleo durante las tres últimas semanas. Así, tanto por el lado cambiario como por el del precio del petróleo subsisten riesgos de que la tasa de inflación sea empujada hacia arriba.

Más allá de estos factores, las proyecciones internas de inflación para los próximos trimestres se han ajustado considerablemente a la baja, debido a que existen otros aspectos que han reducido las presiones de costos esperadas para 2003 y 2004. Al respecto, cabe señalar que, por una parte, la deflación externa en dólares ha continuado por sobre las proyecciones previas, lo que reduce las presiones inflacionarias importadas, dado el tipo de cambio, y por otra, los costos laborales muestran una desaceleración que, aunque puntualmente se puede asociar a un dinamismo probablemente transitorio de la productividad, tiene componentes más de mediano plazo, principalmente por el reducido reajuste del sector público. Estas menores presiones de costos, aunque persistentes, tienen en sí mismas un efecto sólo transitorio en la inflación anual. En este sentido, no se aprecia en esta oportunidad una trayectoria futura de brechas de capacidad y empleo significativamente distintas a las previstas algunos meses atrás.

Las noticias por el lado de la actividad global han estado principalmente radicadas en sectores de recursos naturales, los que por su naturaleza no afectan, directamente, las tendencias subyacentes de la inflación. En su conjunto, las noticias recientes se refieren a recortes en planes de exportación de cobre de BHP Billiton y CODELCO, pero no de producción en el caso de esta última empresa, lo que significa un efecto directo de menores envíos al exterior del orden de US\$500 millones, con una incidencia sobre crecimiento de la actividad de 0,2% a 0,3% del PIB para el año 2003, respecto de lo considerado en el Informe de Política Monetaria de septiembre (el doble si CODELCO finalmente decide reducir producción). El resto de la actividad interna ha continuado a *grosso-modo* las tendencias de expansión previstas en dicho Informe, y las noticias más recientes en este sentido tienden a reafirmar un panorama de gradual aceleración para 2003 y 2004, apoyado en el mejoramiento esperado en el escenario internacional, la actual política monetaria expansiva y un incipiente mayor dinamismo del mercado laboral y del consumo.

C.



Aunque con altibajos las novedades en el entorno internacional han tendido a reafirmar que la economía mundial, sobre todo por la situación en Estados Unidos, está en una senda de crecimiento moderado. Además, los efectos de la política monetaria expansiva se continúan apreciando en el nivel de las tasas de interés de largo plazo, evolución favorecida por un adecuado funcionamiento de los mercados financieros locales, y el mejoramiento de las condiciones en el mercado de créditos de consumo. Asimismo, diversas mediciones del nivel de empleo privado muestran un crecimiento en meses recientes, junto con un repunte de la participación laboral. Por último, un conjunto de indicadores de consumo privado, en particular de bienes durables, han mostrado una aceleración en los últimos meses.

Las expectativas respecto de la dirección de la política monetaria en esta ocasión son mixtas. Por un lado, los niveles de las tasas de los documentos nominales de corto plazo del Banco Central junto con la reducción en las tasas de interés nominales de mediano plazo son coherentes con expectativas de una próxima reducción de la tasa de política monetaria, y por otro, las opiniones de analistas y los resultados de la encuesta de expectativas muestran que, mayoritariamente, no se anticipan movimientos. De todas formas, no hay antecedentes que indiquen expectativas de alzas, existiendo además incertidumbre sobre la dirección de los movimientos cambiarios en el corto plazo.

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA

I. Escenario Internacional

El escenario internacional se visualiza sin cambios significativos respecto del presentado en la reunión pasada, no obstante, se percibe que los factores de riesgo considerados en ese momento se han visto aún más atenuados. En primer lugar, la información conocida hasta la fecha para Estados Unidos indica que la probabilidad de una nueva desaceleración de la actividad se ha reducido sustancialmente. Adicionalmente, los riesgos de un ataque militar sobre Irak han disminuido, al menos momentáneamente. Por último, la situación de Brasil aparece menos volátil, aún cuando se mantiene la incertidumbre acerca de la forma cómo se enfrentará la compleja situación fiscal, lo que se refleja en el aún elevado nivel de *spread* soberano para esa economía.

El escenario base de crecimiento mundial ha sufrido algunas correcciones a la baja en el último mes, debido a los efectos del menor crecimiento de Estados Unidos sobre el resto del mundo.

Durante el mes de noviembre pasado, el precio del cobre ha mantenido la tendencia de recuperación que comenzó a verificarse hacia fines de octubre (US\$0,70 por libra). Efectivamente, desde ese entonces la libra del metal ha mostrado una tendencia al alza para oscilar alrededor de US\$0,74 en la actualidad. A los aumentos de demanda provenientes de China y Corea, se suma la mayor probabilidad de una recuperación mundial hacia el año 2003. Adicionalmente, ha afectado el precio la decisión de Codelco de reducir en 200 mil toneladas métricas las exportaciones de cobre el próximo año, a lo que se agrega el reciente anuncio de reducción de la producción de BHP Billiton durante el año 2003. Así, el año 2002 se espera que cerrará con un precio promedio del cobre de US\$0,705 la libra en tanto que, para los próximos dos años, se mantiene la expectativa de un aumento gradual de este precio acorde con la dinámica esperada de la actividad mundial: US\$0,76 y US\$0,82 en 2003 y 2004, respectivamente.

En el caso del petróleo, luego de la reducción observada desde mediados de octubre, por la sobreproducción de la OPEP y la reducción de la probabilidad de un conflicto armado unilateral, el precio ha continuado oscilando en torno a US\$24 el barril. Se espera que hasta fines del presente año el precio continuará en niveles similares a los actuales, con lo que el barril de petróleo promediará US\$25, manteniéndose la proyección para 2003 y 2004 en US\$24 y US\$23, respectivamente.

La escasez de indicadores que confirmen de modo contundente el inicio de la recuperación económica en Estados Unidos y la mantención de los riesgos de guerra, si bien más reducidos,



mantienen a los agentes en un estado de cautela. Ello a pesar de los resultados mejores que los esperados en algunas empresas y señales en términos de indicadores económicos positivos, los que han tenido efectos en las bolsas y en los rendimientos de los bonos de gobierno. Con todo, luego de la reducción de 50 puntos base en la *Fed Fund* de Estados Unidos a comienzos de noviembre, el mercado estima que la tasa rectora se mantendrá estable en el nivel actual (1,25%), previéndose el inicio del ciclo de alzas sólo hacia mediados de 2003.

Con relación al accionar de la zona euro, hace solo unos días el Banco Central Europeo decidió reducir en medio punto porcentual su tasa referencial de interés, hasta 2,75%, ante la ausencia de grandes presiones inflacionarias y la fuerte corrección a la baja de las proyecciones de crecimiento de la región. Este es el primer recorte de tasa efectuado desde noviembre de 2001 y estuvo en línea con las expectativas del mercado.

En concordancia con la disminución de los riesgos del escenario internacional se han comportado las principales variables financieras durante noviembre, lo que pudiera estar asociado a una disminución de la aversión al riesgo por inversiones en mercados emergentes —que caracterizó gran parte del año 2002— luego de aclararse la situación política en Brasil. En efecto, durante las últimas semanas la menor volatilidad de esta economía se ha reflejado en alzas de la bolsa, apreciación de la moneda y descensos del *spread* soberano. Este último, en todo caso, se mantiene elevado, reflejando que existe un riesgo latente asociado a la abultada deuda pública de esa economía.

Esta relativa mayor calma en los mercados financieros, podría ser el inicio de una nueva fase de diferenciación que el mercado realiza en beneficio de aquellas economías de América Latina que muestran indicadores macroeconómicos más sólidos, como es el caso de Chile y México.

II. Mercados Financieros

A pesar de las turbulencias regionales de los últimos meses, el mercado financiero nacional ha continuado funcionando en un marco de normalidad, acomodando las fluctuaciones de las principales variables del escenario externo e interno vía ajustes del tipo de cambio. Así, pese a los vaivenes de los mercados externos, la política monetaria ha mantenido una instancia expansiva coherente con las actuales condiciones de crecimiento e inflación.

Las tasas de interés de los documentos reajustables de largo plazo (PRC/BCU) del Banco Central de Chile han mostrado un comportamiento acorde con las noticias coyunturales. Desde mediados de noviembre se observó una trayectoria al alza, registrando tasas promedio de UF+3,2%, para el PRC-8 y de UF+4,1% a 20 años. Esta evolución estuvo en línea con el alza de la tasa externa relevante, las menores expectativas de inflación para los meses venideros y la continuación de nuevas emisiones de bonos corporativos. Sin embargo, en los últimos días esta trayectoria se revirtió, manteniéndose, en todo caso, por sobre los niveles de comienzos de noviembre.

En las últimas semanas, la evolución de las tasas de los restantes instrumentos de renta fija también ha estado determinada por la esperada variación negativa de la UF en el corto plazo. En efecto, las tasas de interés de los bonos corporativos se incrementaron incluso en mayor magnitud que la de los PRC, con lo que el recargo sobre estos papeles aumentó en noviembre. Así, la TIR media de las transacciones realizadas en bolsa de estos instrumentos se situó en torno a 5,7%, cifra que pese a ser superior a la de octubre representa uno de los niveles más bajos alcanzados por estos instrumentos. También se presentaron alzas en las tasas de interés de las letras de crédito (desde 5,3% a 5,4%). Es así como las letras con tasas de emisión menor al 6% mostraron niveles cercanos a 5,3%, en tanto que las con tasas superiores a 6%, en 6,3%.

Además de perspectivas de menor inflación en los próximos meses, los mercados han tendido a reducir sus expectativas de inflación a plazos más largos. Las tasas de los BCP2 y BCP5 han mostrado reducciones desde la última reunión de política monetaria entre 50 y 80 puntos base, llegando a 3,85% y 5,46%, respectivamente.



Las perspectivas respecto de la evolución futura de la tasa de política monetaria que se deducen de la curva *forward* indican una reducción del orden de 25 puntos base en los próximos tres meses, valor que se mantendría hasta fines del primer semestre de 2003. Sin embargo, otras formas de medir estas expectativas estarían indicando estabilidad para la tasa de política monetaria en 3% en los próximos meses, resultado equivalente al que se extrae de la encuesta de diciembre.

Las tasas de las operaciones activas aplicadas por los bancos han ido consolidando el traspaso de las reducciones de la tasa de política monetaria, principalmente en las operaciones en pesos y en los segmentos de mayores montos de colocación (sobre 5.000 UF). Sin embargo, los *spreads* de las transacciones de menores montos se ubican por sobre los niveles promedio de 2001. En particular, las operaciones en pesos a más de un año, durante el año 2002 presentaron *spreads* del orden de 13%, que se comparan al alza respecto del 11% que registraron en 2001. Por lo anterior, en adelante, se pueden esperar reducciones adicionales de las tasas de colocación de estos segmentos.

El circulante y el dinero mantuvieron en noviembre expansiones en doce meses de dos dígitos (11% y 18%, respectivamente), aunque con un dinamismo menor al previsto inicialmente. En los agregados más amplios, M2A y M7, persiste la diferenciación en la composición de cartera de las AFP y el resto de los inversionistas privados. En efecto, los primeros han expandido su posición en activos más líquidos, de forma de acomodar un recambio de portafolio desde documentos del Banco Central y letras de crédito hacia bonos corporativos —debido a sus favorables características en términos de madurez y retorno—, hacia las inversiones en moneda extranjera y, últimamente, a una mayor exposición en activos de renta variable.

En términos de colocaciones, se mantiene la aceleración de los meses previos, explicada fundamentalmente por el dinamismo que muestran los créditos de consumo (que llegan a niveles similares a los de 1998) y el crecimiento, algo menor que en meses pasados, de las colocaciones para la vivienda. Las colocaciones comerciales, sin embargo, han visto una desaceleración, la que en todo caso es congruente con la mayor emisión de bonos corporativos.

Tipo de Cambio

Durante noviembre se observó una apreciación del peso, con una caída del orden de \$30 en el mes (desde \$735 a \$705 por dólar). En esta trayectoria confluyeron una serie de factores financieros y reales, tales como el incremento del precio del cobre; la menor probabilidad de un conflicto bélico en Irak; la recuperación de los *spreads* soberanos luego de un apaciguamiento relativo de la incertidumbre política en la región y las mejores condiciones bursátiles en las principales bolsas del mundo. Por su parte, el anuncio de eventuales intervenciones y las emisiones de BCD posiblemente evitaron la ocurrencia de escenarios más extremos hacia mediados de octubre.

Durante los primeros días de diciembre se ha revertido levemente la reciente apreciación del peso, debido especialmente a una peor percepción de la situación económica de Brasil. Se confirma así la importancia de las condiciones financieras de esa economía para la trayectoria de corto plazo del peso chileno. Con todo, la divisa se cotiza actualmente entre \$700 y \$710 por dólar, con niveles de volatilidad similares a los meses anteriores, aunque con alguna disminución de la correlación con los movimientos que experimenta el real brasileño. Finalmente, las expectativas para el tipo de cambio derivadas de las cotizaciones *Bloomberg* lo sitúan estable, finalizando el año 2002 en \$710 por dólar y el año 2003 en \$720 por dólar.

La mayor estabilidad en la trayectoria esperada del tipo de cambio es congruente con el menor diferencial real de tasas interna-externa de mediano plazo, el cual disminuyó considerablemente durante noviembre, alcanzando hasta 60 puntos base. Los motivos de esta convergencia son: 1) el fuerte ajuste a la baja que han experimentado los *spreads* soberanos y 2) el alza de las tasas internas expresadas en UF.



En las últimas semanas de noviembre la bolsa chilena no ha seguido con el mismo ímpetu la recuperación de los mercados accionarios en Estados Unidos, debido a la caída de algunos ADR en la bolsa de Nueva York. En todo caso, es positiva la exitosa colocación de acciones de Corpbanca, por un monto del orden de US\$150 millones.

III. Actividad y Empleo

Una leve corrección al alza sufrió la estimación de crecimiento del PIB para el año 2002, respecto de lo previsto en la reunión anterior. Un desempeño de la industria por sobre lo previsto en octubre llevó a corregir el crecimiento esperado de éste y otros sectores relacionados, como comercio y transporte. Con ello, el PIB del último trimestre de 2002 se estima aumentará 2,9%. Una primera aproximación para el crecimiento del PIB del primer trimestre de 2003 lo sitúan con una expansión anual de 3,6%, producto de una mayor actividad en sectores ligados a recursos naturales (electricidad, gas y agua, y minería) y de una base de comparación relativamente favorable.

Los anuncios recientes de recortes en la producción minera y de procesamiento de mineral de menor ley, podrían provocar un crecimiento menor al estimado para el sector. La estimación del primer trimestre ya consideraba una producción inferior a la programada, en línea con lo ocurrido durante parte de este año, por lo que estos anuncios no modifican mayormente el panorama esperado para este período. Para el año 2003 tendría una incidencia de 0,2% a 0,3% del PIB, respecto de lo considerado en el Informe de Política Monetaria de septiembre (el doble si CODELCO finalmente decide reducir producción).

Por el lado de la demanda, los datos de cierre de 2002 continúan indicando un crecimiento de 0,4% para el año, con un aumento de 2,3% en el último trimestre. Para el primer cuatrimestre de 2003 se anticipa un incremento de la demanda de alrededor 4,5%, basado en una aceleración importante de las importaciones de bienes y servicios.

Demanda interna

En octubre se produjo un conjunto de noticias positivas en los indicadores de consumo. Así, las ventas de bienes de consumo durable, tanto del comercio minorista, como de sectores específicos (automóviles), tuvieron una aceleración importante, mayor a la esperada.

A esto se agrega que las ventas de consumo habitual, si bien menos dinámicas que las de bienes de consumo durables, muestran un aumento sostenido desde mediados de año, especialmente notorio en las ventas de supermercados de la Asach.

Las importaciones de consumo, luego de un buen tercer trimestre, tuvieron una caída importante en octubre. Datos preliminares de noviembre y proyecciones para diciembre, indican incrementos de valor de dos dígitos, aunque bastante determinados por la baja base de comparación de los mismos meses de 2001. Con todo, se anticipa que noviembre y diciembre tendrían importaciones de consumo de entre US\$250 - US\$300 millones.

De otro lado, la información disponible de importaciones de bienes de consumo durables muestra una trayectoria acorde con el consumo de este tipo de bienes, con tasas de crecimiento anual, que tras caídas superiores a 20% en el primer semestre del año, en la segunda mitad del mismo se ubican entre 10% y 20%.

Parte importante de la evolución del consumo, en especial del durable, está apoyada por la mayor transmisión de los recortes de la tasa de política monetaria hacia las tasas de interés de mercado y el efecto que ello ha provocado sobre las colocaciones, en particular, las de consumo. Una mejor perspectiva respecto de la ocupación también es un elemento que podría estar tras estas mayores colocaciones, hipótesis apoyada con la reciente encuesta de ADIMARK (noviembre), que si bien mantiene estancada la apreciación global respecto de la percepción económica, registra signos positivos en materia de estabilidad laboral.



Por el lado de la inversión, el componente de maquinaria y equipos continúa con tasas de variación anual negativas. Es así como las ventas industriales de bienes de capital cayeron 28% en octubre. Las importaciones de bienes de capital, si bien se estima que crecieron cerca de 10% en valor durante noviembre (alrededor de US\$290 millones), y lo harían en una cifra similar en diciembre (aproximadamente US\$250 millones), permanecerán en niveles de tendencia por debajo de los meses previos.

Por último, el dinamismo experimentado por el sector inmobiliario en los últimos meses continuó en octubre. Las ventas de viviendas nuevas aumentaron en más de 30%, superando nuevamente las mil unidades, en tanto que el *stock* de viviendas cayó en doce meses y también en términos desestacionalizados. Así, los meses necesarios para agotar el *stock* descendieron desde 12,9 en septiembre a 11,8 en octubre.

Política Fiscal

Durante el tercer trimestre del año las finanzas públicas se ajustaron conforme con el presupuesto de 2002, jugando de esta manera un rol menos contracíclico en comparación con la primera mitad del año. De hecho, durante el tercer trimestre las cuentas fiscales arrojaron un balance global igual a -1,2% del PIB acumulado en términos anuales. Con este resultado, las cifras fiscales se acercan a los objetivos planteados en la reciente discusión presupuestaria (déficit de 0,9% para 2002), modificando la tendencia de incremento del déficit anual observada desde mediados del año 2001.

El gasto con efecto macroeconómico también estuvo sujeto a moderación, con un crecimiento anual de 3,8% en el tercer trimestre, frente al 7,7% del primer semestre. La trayectoria de la inversión pública, que luego de haber aumentado a tasas del orden de 20% en la primera mitad del año, cayó 0,4% en términos anuales durante el tercer trimestre, explicó parte importante del menor gasto con impacto macro. El cuarto trimestre del año anticipa una restricción adicional de este gasto de forma de cumplir con lo estipulado en la ley de presupuestos para el año 2002.

Por otro lado, se aprobó la ley de presupuestos 2003, el cual continuará enmarcado en la regla de superávit estructural de 1% del PIB. El presupuesto considera un crecimiento del gasto con efecto macroeconómico equivalente a 3,4%, y una inversión pública que aumentará algo menos de 7% en términos reales. Con ello, se espera un balance contable igual a -0,7% del PIB.

También fue aprobado un reajuste salarial del sector público de 3%. La menor magnitud de este reajuste marca un cambio respecto de las experiencias de años recientes.

Sector externo

La información más reciente indica que en noviembre las exportaciones tuvieron un crecimiento de valor del orden 20%, producto del aumento de los volúmenes cercano al 15% y de precios de 5%. El importante crecimiento de los quantum se dio en todas las categorías, siendo marginalmente mayor el aumento de las exportaciones resto (16,5%). Este resultado, ya considerado en las proyecciones de la anterior reunión, sumado a la estimación disponible para diciembre, cambió marginalmente la proyección para el cuarto trimestre, desde un incremento de valor de 11% la reunión pasada a uno de 12%, aumento basado en mejores precios. En este mismo escenario, los volúmenes de las exportaciones totales crecerían alrededor de 7%, con los envíos de cobre aumentando cerca de 11%, y las restantes categorías —principales no cobre y resto— entre 5% y 6%.

Las importaciones de bienes, en tanto, finalizaron noviembre con un aumento de 14% en valor, con aumentos en todas las categorías, en especial, en bienes de consumo que crecen del orden de 25%. Precios menores en cerca de 1% respecto del año pasado, significaron que el volumen de las importaciones totales aumentara 15% en doce meses. Con esto, en el cuarto trimestre del año 2002, se vería un aumento cercano a 8% en el valor de las importaciones, con aumentos de volumen próximos a 9%.



Mercado laboral

Durante el trimestre móvil finalizado en octubre, el panorama del mercado laboral continuó mostrando la tenue tendencia positiva del período anterior. En efecto, el empleo aumentó en alrededor de 20 mil puestos, explicado por expansiones en el sector privado. De hecho los programas fiscales se redujeron en aproximadamente 10 mil plazas. Como antecedente adicional, la información más reciente respecto de la ocupación que reporta la ACHS (septiembre) y la Asociación de AFP (agosto) tiene un crecimiento anual, medido como promedio móvil trimestral, en torno a 3% para ambas. Asimismo, las estadísticas de vacantes para noviembre tuvieron un incremento de 12%, con lo que retoma una senda de mayor crecimiento tras la desaceleración que tuvo en el tercer trimestre.

La mayor generación de empleo también ha favorecido un aumento de la tasa de participación, comportamiento no observado desde el tercer trimestre del año 2001. Con esto, y descontados los factores estacionales, la tasa de desempleo se ha mantenido estable.

En términos sectoriales, el comportamiento de la ocupación es explicado principalmente por servicios y comercio, que aumentan en cerca de 35 mil plazas entre trimestres. Luego de caer sostenidamente durante todo el año, el sector servicios comunales sin programas de empleo muestra una tendencia al alza a partir del tercer trimestre. El sector construcción, por su parte, mantiene la tendencia a la baja observada desde mediados de año, en tanto que la industria ha tendido a revertir las caídas previas, pero aún se ubica bajo los niveles de comienzos de año.

IV. Precios y costos

La inflación de noviembre registró una variación negativa de 0,1%, cifra aproximadamente en línea con la estimación manejada a contar de la segunda semana del mes, pero menor a la esperada con anterioridad. Con ello, el IPC acumuló una inflación en doce meses de 3,0%. El IPCX, en tanto, no tuvo variación en el mes, disminuyendo su incremento anual a 1,8%.

El cambio en la proyección de inflación durante el mes, tanto para noviembre como para fines de año, provino principalmente de que no se produjo el aumento de \$10 supuesto para noviembre en la tarifa de la locomoción colectiva (considerado en la proyección anterior). En contraposición, cambios en el valor de reposición del microbús derivaron en una caída oficial de \$10 en la tarifa, a los que se sumaron otros \$10 de rebaja determinados en forma anticipada por parte importante de la locomoción colectiva.

A su vez, en el transcurso de noviembre el precio del petróleo se ubicó en niveles del orden de US\$22,5 - US\$23,5 por barril, lo que se tradujo en una caída importante de los precios internos de los combustibles. Finalmente, desde mediados de noviembre se consolidó una tendencia del tipo de cambio de entre \$700 y \$710 por dólar, significativamente inferior al tipo de \$730 por dólar de fines de octubre, que fue el valor considerado en las proyecciones disponibles para la reunión anterior.

La suma de todos estos elementos provocó que, desde una estimación inicial de una variación del IPC de 0,3% en noviembre, se llegara al -0,1% de fines de mes. Por su parte, el mes de diciembre tuvo un ajuste de magnitud similar, desde una estimación de 0,1% a comienzos de noviembre, a la actual de -0,5%. En términos de la inflación anual, el IPC se corrigió desde 3,6% en diciembre a 2,8% en la actualidad. El IPCX, por su parte, tuvo un ajuste desde 2,5% a 1,9%.

Otro elemento que ha operado en la dirección de menores presiones inflacionarias es la evolución de la inflación importada. Pese a los vaivenes del tipo de cambio y a la apreciación del dólar en los mercados internacionales, se observa una menor inflación en dólares, ya que, considerando el efecto de la depreciación de las monedas de Argentina y Brasil, muestra tasas de variación anual del orden de -3% a diciembre.



Pese a que, considerando solo las cinco principales monedas, la inflación externa en dólares muestra un panorama diametralmente opuesto, con una aceleración hacia fines de año e incrementos cercanos a 4% para diciembre, la evolución de los precios de las importaciones resulta ampliamente favorable. En efecto, a lo largo del año 2002, el índice de valor unitario (IVUM) de las importaciones de consumo apunta a una profundización de las caídas de precios, desde tasas de variación negativas en torno a 4% a comienzos de año, hacia caídas de entre 6% y 7% para fines de 2002.

En cuanto a las remuneraciones nominales, octubre, al igual que septiembre, registró un mayor crecimiento que los meses previos. La mayor inflación anual registrada en el primer cuatrimestre del año explicaría esta aceleración en el incremento de los salarios nominales. La caída en la inflación en doce meses observada desde mayo en adelante debería operar en sentido contrario en los meses venideros. Con todo, en octubre las remuneraciones nominales mostraron variaciones anuales medidas por el Índice de Remuneraciones por Hora y el Índice del Costo de Mano de Obra de 4,4% y de 4,5%, respectivamente.

Los costos laborales unitarios industriales continúan con tasas de variación anual negativas, aunque de menor nivel que las de los meses anteriores. Este comportamiento obedece, fundamentalmente, a la evolución reciente de los salarios nominales. Las perspectivas a corto plazo, no obstante, indican una profundización de la caída en los costos laborales unitarios de la economía.

Al mismo tiempo, el reajuste de 3,0% acordado para las remuneraciones del sector público en el año 2003 —menor al del año anterior—, impactará sobre los reajustes de los salarios de servicios sociales, personales y comunales, que representan alrededor del 30% del total de las remuneraciones. A su vez, este menor incremento salarial ayudará a reducir la compresión de los márgenes, lo que se traduce en menores presiones inflacionarias de esta fuente.

Este conjunto de antecedentes es coherente con perspectivas de presiones inflacionarias, desde el lado de los costos laborales, considerablemente más reducidas que hace unos meses.

Las expectativas de inflación a un año recogidas por la encuesta indican una inflación de 3,0%, igual a noviembre. Para plazos más largos, y con algún grado de sobre-reacción respecto de las noticias cambiarias y de inflación más recientes, las expectativas deducidas de operaciones nominales y reajustables a dos y cuatro años, caen desde mediados de octubre, situándose cercanas a 2%. A dos años, la encuesta de expectativas permanece anclada al centro del rango meta.

PERSPECTIVAS DE CORTO PLAZO PARA LA INFLACIÓN

Como se señaló previamente, respecto de la anterior reunión se dio una corrección a la baja en la inflación estimada para diciembre. Así, la inflación del mes se ubicaría en torno a -0,5%. El descenso estacional en el precio de los perecibles, junto con una normalización más marcada de los precios de algunos productos específicos, forma parte importante de la inflación negativa del mes. La evolución en el precio de ciertos productos del rubro durante noviembre y la información disponible de diciembre, y su importancia dentro del resultado final, hace esperar una importante incidencia negativa de parte de los perecibles (aproximadamente -0,3 puntos porcentuales). Por lo demás, la situación actual de precios en el mercado mayorista permite esperar una caída importante de este componente de la inflación en diciembre y el primer trimestre de 2003. Se suma la baja promedio de los combustibles en noviembre que se traspaasa en parte para diciembre, y el descenso oficial de otros \$10 en la tarifa de la locomoción colectiva, que hará que todos los servicios uniformen su precio en \$300.

Se presenta como un factor de riesgo el efecto del precio actual del petróleo en el mercado internacional y su impacto sobre los combustibles en el mercado interno. En la última semana, el precio externo de la gasolina —el combustible con mayor ponderación en el IPC— muestra un incremento en torno a 4%, aumento que, dependiendo de la trayectoria del tipo de cambio, podría traspasarse al mercado interno a partir de la tercera semana de diciembre.



Respecto del primer trimestre de 2003, enero y febrero seguirían esta senda de inflaciones negativas, con variaciones inicialmente estimadas en -0,1% en ambos meses. Los habituales reajustes de los servicios de educación provocarían una mayor inflación en marzo.

Con todo, la inflación anual del IPC cerraría el año 2002 en niveles de 2,8%, para descender paulatinamente hasta 2,6% en marzo. El IPCX, por su parte, se ubicaría en valores marginalmente por debajo del 2% en el mismo período.

Tabla 2: Proyección de Corto Plazo IPC e IPCX

	% var. anual		% var. mensual		petróleo (US\$/baril)	TCO (\$/US\$)	micros
	ipc	ipcx	ipc	ipcx			
2002 Nov	3,0	1,8	-0,1	0,0	24,2	709	(-)
Dic	2,8	1,9	-0,5	0,1	25,0	705	(-)
2003 Ene	2,8	1,9	-0,1	0,2	24,5	705	
Feb	2,7	1,9	-0,1	0,1	24,6	705	
Mar	2,6	1,8	0,4	0,4	24,7	705	
Abr	2,3	1,9	0,1	0,0	24,6	705	
May	2,4	1,9	0,2	0,2	24,2	705	

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

El Consejero señor De Gregorio consulta cómo se apreció la situación con este shock de costos desde el punto de vista de los márgenes, y también pregunta acerca de las opiniones que han dado los analistas en los últimos días y si éstas concuerdan con la información obtenida en la encuesta del Banco Central que fue realizada con anterioridad a esas opiniones.

Contesta el Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, diciendo que existe un diagnóstico respecto al nivel actual de los márgenes que, esencialmente, tiene que ver con la trayectoria de la inflación externa, lo que indica que están menos comprimidos que lo que se esperaba. Señala que observando hacia delante, el factor principal es el reajuste del sector público que indica que la descompresión de márgenes que ocurra de aquí a los próximos dos años, va a tener un mayor componente de menores costos y un menor componente de mayores precios. Esos dos son, esencialmente, los factores que influyen en la trayectoria de los márgenes.

Respecto a la segunda consulta, señala el señor García que sería posible revisar si las opiniones que los analistas están dando a la prensa hoy, se condicen con la que entregaron en la encuesta hace unos días atrás, pero ello aún no se ha hecho.

Agrega el Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés, que las informaciones recopiladas por el Area de Comunicaciones mostraban que, aproximadamente, un tercio de las opiniones señalaban que se recortaba la tasa y los dos tercios restantes que se mantenía.



El Consejero señor Desormeaux consulta si se están superando los peaks históricos, desestacionalizados, en empleo. El señor García indica que, aparentemente, ello no ocurre pero señala que se está cerca, porque el peak histórico estaba entre 5 millones 600 mil y 5 millones 700 mil personas y hoy se está alrededor de cien mil empleos por debajo de eso.

El Gerente de División Política Financiera consulta si se tienen antecedentes sobre las utilidades y la rentabilidad de las empresas. Contesta el señor García diciendo que los antecedentes de márgenes respecto de las FECUS del tercer trimestre, muestran que en relación al año 1999 hay una recuperación de rentabilidad, pero que ésta se ubica todavía por debajo de los promedios de los años 1996 y 1997. La contraparte de eso es que hoy día los márgenes están más comprimidos. No obstante, en términos de información, no se puede evaluar si entre el segundo y tercer trimestre estas noticias referidas a costos han tenido efecto en los márgenes. Agrega que es un diagnóstico demasiado preciso como para poder hacerlo con las FECUS.

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

Al respecto, el señor Valdés señala lo siguiente:

1. En la reunión de política monetaria del mes de noviembre, el Consejo decidió mantener la tasa de política monetaria en 3% anual. En esta decisión se consideró que las perspectivas para la inflación se mantenían en línea con el rango meta, mientras se esperaba un transitorio aumento de la inflación IPC y una gradual aceleración de la inflación IPCX hacia el centro del rango meta. Esta decisión coincidió, además, con noticias de (i) relativa mayor estabilidad en los mercados financieros de la región, y (ii) riesgos del escenario internacional más atenuados. Por el lado del sector real se verificó que factores de oferta, ligados a sectores de recursos naturales, dilataban la esperada aceleración del crecimiento.
2. Durante el último mes, las noticias más relevantes han ocurrido en el ámbito de la inflación, especialmente en lo referido a presiones de costos, tanto actuales como previsibles. En efecto, además de anticiparse inflaciones reducidas para los próximos meses, derivadas de varias circunstancias puntuales, hay factores como la trayectoria que sigue la inflación externa relevante (medida por los IVUM), los costos laborales unitarios y el reajuste de salarios del sector público, que permiten conjeturar que, en la medida que estos factores persistan, la inflación se ubicará en la parte baja del rango meta durante algunos trimestres. A esto se agrega la trayectoria del tipo de cambio que ha retornado a los niveles previstos en el Informe de Política Monetaria de septiembre.
3. Los antecedentes respecto de las condiciones externas reafirman el panorama de relativa mayor estabilidad que se analizó en la reunión anterior, con lo que se delimitan cada vez más los riesgos que se enfrentan. La reducción de los spreads soberanos, el fortalecimiento de las monedas de la región, noticias en general positivas sobre la marcha de la economía de Estados Unidos, la rebaja de tasas de interés por parte del Banco Central Europeo, y el afianzamiento del gradual incremento de los términos de intercambio son todos antecedentes favorables. Con todo, el panorama de crecimiento de los socios comerciales en el escenario central para 2003 y 2004 no ha mejorado y subsisten los llamados riesgos geopolíticos. Más importante, los desafíos que enfrenta Brasil con respecto a su situación financiera continúan siendo sustanciales, lo que configura un escenario de riesgo relevante.
4. Respecto del sector real, los antecedentes acumulados confirman que algunos sectores específicos, en particular la minería, tendrán un menor dinamismo que el previsto con anterioridad durante éste y los próximos trimestres. Por el momento, esto no cambia el



panorama de un gradual cierre de las brechas de capacidad relevantes para las presiones inflacionarias durante los próximos dos años. De hecho, el cuadro de progresiva aceleración del crecimiento de la demanda interna, en parte, se ha fortalecido gracias a las noticias ligadas al consumo. Es probable, no obstante, que el escenario central de crecimiento total deba revisarse marginalmente a la baja por los factores puntuales descritos.

5. Con estos antecedentes parece difícil justificar un alza en las tasas de interés. Quizás el único argumento que recientemente se ha utilizado para sugerir un aumento de tasas es la evolución del dinero M1A. Sin embargo, la evaluación es que su trayectoria no representa ningún riesgo importante para la inflación. Las opciones relevantes, por lo tanto, son la mantención o una disminución de la tasa de política monetaria. Se argumenta, para la alternativa de una rebaja de la tasa, que lo más apropiado sería un recorte moderado de 25 puntos base.
6. Se podría argüir que la opción de recortar la tasa de interés es la alternativa más adecuada si se considera exclusivamente el escenario central como el más probable. De hecho, la trayectoria previsible de la inflación indica que tanto la inflación IPC como la IPCX se mantendrán próximas al piso del rango meta durante algunos trimestres, situación que no era prevista el mes pasado.
7. Sin embargo, al ser factores de costos los que impulsan esta evolución —que en principio afectan el nivel de precios por una sola vez en la medida que se mantenga el ancla de 3%— podría argumentarse que es innecesario incrementar el grado de impulso monetario. De hecho, las brechas esperadas de capacidad no se han modificado. Al igual que en ocasiones anteriores se evalúa que un aumento transitorio de la inflación (un "cerro") no requiere de acciones correctivas per se, en la medida que el ancla nominal se mantenga. Este mismo argumento podría justificar no reducir las tasas. Esta motivación, en todo caso, hasta cierto punto se debilita al considerar la evolución cíclica de la economía, pues, estrictamente, es válida en el caso en que el nivel de actividad es similar al potencial. Si el objetivo inflacionario está bien salvaguardado podría ser conveniente acelerar la velocidad con que se cierran las brechas.
8. Aunque las expectativas de inflación implícitas en los diferenciales de tasas de interés de mercado han tenido una reducción muy importante en las últimas semanas, estos vaivenes probablemente revelan una cierta sobre-reacción ante las noticias más recientes y aspectos relacionados al proceso de recomposición hacia una cartera con más instrumentos nominales. Por el momento no es posible atribuirle a estos movimientos indicios de un desalineamiento de las expectativas de inflación de mediano plazo respecto del 3%.
9. La justificación para un recorte se debilita en escenarios de riesgo o alternativos. En este sentido, la incertidumbre que existe respecto del rumbo que tome Brasil es particularmente relevante, y es probable que durante las siguientes semanas se deleve una parte de esta incertidumbre con el anuncio del gabinete del nuevo gobierno y su recepción por parte del mercado. Podría considerarse, por lo tanto, que existe un valor en la opción de esperar antes de decidir un recorte de tasas. Obviamente no se puede esperar que toda la incertidumbre se resuelva —los riesgos siempre existen— pero se puede argüir que en esta oportunidad las noticias que se generen serán muy importantes. Esto, en todo caso, debe evaluarse considerando los costos que involucra esperar, los que posiblemente no son elevados, y la posibilidad de que aún en un escenario negativo de Brasil, Chile no sufra efectos de consideración (como efectivamente ocurrió luego de que Argentina declarara la moratoria).
10. En el caso de decidirse recortar las tasas de interés, como es habitual, no es fácil determinar si un recorte de 25 ó 50 es más apropiado. El principal argumento a favor de un recorte más agresivo es que permite reducir los riesgos de que la inflación eventualmente



caiga por debajo del piso del rango meta, sobre todo si las expectativas privadas se sostienen de forma persistente en niveles inferiores al 3%. Sin embargo, cuestiones de corte estratégico, que revisamos a continuación, y las consideraciones de riesgo ya comentadas, hacen recomendable que un eventual recorte sea más acotado.

11. Respecto de fundamentos más estratégicos, un elemento que podría justificar postergar un eventual recorte de la tasa de interés es el proceso de intervención y de venta de documentos indexados al tipo de cambio que lleva a cabo el Banco Central. Más allá de que pueda o no existir una contradicción entre intervenir (o advertir que se hará) y recortar las tasas simultáneamente, existe un riesgo de confusión en la comunicación de las políticas del Banco. Ciertamente el hecho de haber disminuido a la mitad los cupos de los BCD ayuda a limitar este riesgo, pero no lo elimina por completo.
12. Con relación a lo que espera el mercado, las tasas de interés de corto y mediano plazo son coherentes con una reducción de 25 puntos base en el corto plazo, aunque no necesariamente en esta reunión. La encuesta, por su parte, muestra mayoritariamente expectativas de mantención, con un 15% de las respuestas esperando un recorte. En general, la información que aún no está disponible para el mercado no es especialmente influyente. Considerando estos parámetros, es razonable esperar que un recorte reducido no tenga consecuencias financieras desestabilizadoras. Un recorte mayor, no obstante, arriesga no ser bien comprendido.
13. Por último, respecto de los riesgos de entrar en zonas de tasas reales negativas con un recorte de tasas —con eventuales complicaciones financieras considerando que las tasas en UF no pueden ser negativas— cabe mencionar que, dada la volatilidad que tiene mes a mes la inflación, en la práctica la economía ya se encuentra en esa área, por lo que un nuevo recorte no cambia radicalmente esta situación. Basta una inflación esperada promedio de 0,3% por tres meses para que las tasas de arbitraje en UF deban ser negativas. Es justamente la nominalización de la tasa de política monetaria la que permite que exista la posibilidad de implementar eventuales tasas reales negativas.

El Presidente ofrece la palabra para comentar las opciones.

El Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel, manifiesta que a la luz de las proyecciones presentadas, lo natural sería considerar la reducción de la tasa de política, sin embargo, hay un argumento contrario para reducirla y es la incertidumbre asociada a las proyecciones de las variables exógenas que se movieron muy favorablemente en el último tiempo, al tipo de cambio y al precio del petróleo que sin duda, parcialmente, están sujetas al escenario eventual de riesgo que representa Brasil.

La segunda consideración está relacionada con la expansividad actual de las tasas de política que cree es muy elevada, muy intensa y muy justificada, pero también el nivel que se debería considerar y su distancia respecto a la tasa neutral, lo que constituye, en el margen, un freno al eventual recorte. Por tanto, hace suyo también lo que está implícito en lo que se ha planteado y sugiere mantener la tasa en su actual nivel.

El Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera, señala que en el ambiente hay ciertos elementos de incertidumbre que todavía están presentes, los que son relevantes, y en ellos se fundan los argumentos de la opción que se menciona en la minuta y que hacen que sea prudente esperar hasta que se resuelvan satisfactoriamente esos elementos de incertidumbre.

El señor Gerente General cree que no es conveniente hacer una rebaja adicional de tasa, porque en los últimos meses se ha completado muy razonablemente el traspaso de la



baja de la tasa de política monetaria a la tasa del mercado. Piensa que éste es un punto importante que hay que tener en cuenta para decidir que no es necesario una rebaja adicional.

El Consejero señor De Gregorio manifiesta que, tal como lo ha señalado la División Estudios, la noticia más importante durante el último mes ha sido en el ámbito inflacionario. Tal como se ha discutido a raíz de la preparación del IPOM, la positiva evolución de los costos laborales que se manifiesta en reducciones en el crecimiento de los costos unitarios, así como el bajo reajuste del sector público, han presionado hacia abajo la tasa de inflación. A esto se debe agregar la baja en la inflación importada, medida por los IVUM.

Señala que todos estos positivos desarrollos en materia inflacionaria hacen que nuestra mejor proyección de inflación, en el horizonte relevante para el objetivo del Banco Central, se ubicaría en torno a un 2,5%. Asimismo, se espera que en los próximos 24 meses la inflación trimestral promedio se ubique siempre por debajo del 3%, incluso cayendo por debajo del 2% en algunos trimestres específicos.

Esta evolución proyectada de la inflación es también consistente con las estimaciones del sector privado implícitas en la diferencia de tasas entre papeles nominales e indexados. La encuesta de expectativas, sin embargo, sigue anclada en 3%.

En consecuencia, desde el punto de vista del objetivo inflacionario y considerando la inflación esperada, se haría recomendable una reducción en la tasa de política monetaria hoy día. Esto se ve reforzado por el hecho que aún hay importantes brechas de capacidad que estarían contribuyendo a reducir las presiones inflacionarias, y por la favorable evolución del tipo de cambio que se ha observado, en la medida que hoy existe mayor estabilidad en los mercados financieros. De hecho, observando los últimos datos de inflación así como las probables variaciones negativas del IPC en los meses que vienen, se confirma la percepción de que se estará por un tiempo prolongado con tasas de inflación en la mitad inferior del rango meta hasta el horizonte de proyección.

Si se quiere reafirmar que el objetivo es la inflación en un rango de 2% a 4%, centrada en 3%, la reducción en la inflación proyectada requeriría de una reducción en la tasa, a menos que se pudiese argumentar que la tasa de interés de política monetaria vigente hoy está muy baja y ésta es una buena forma de alinearnos, lo que no le parece sea del caso.

Por otra parte y a pesar de que pareciera que es difícil argumentar contra la reducción de la tasa de política monetaria, cree que hay ciertos factores que es necesario ponderar y que pueden justificar una decisión prudencial de mantener la tasa de interés:

- 1) La información de que se dispone es aún prematura, y a pesar que el escenario central muestre cifras en la mitad inferior del rango meta, existirían fuentes de riesgo que podrían revertir este auspicioso escenario en materia de inflación. Es altamente probable que persista la volatilidad regional, y que incluso se pueda intensificar dependiendo de las señales que vaya entregando el futuro gobierno en Brasil.
- 2) Aparentemente una rebaja de tasa de interés en un contexto de intervención cambiaria puede ser contraproducente o confusa. Aunque no conoce argumentos contundentes para esta afirmación, se imagina que es posible que el mercado interprete mal esta decisión, lo que reduce la efectividad de una rebaja de tasas y enturbia la calidad del mensaje del Consejo al mercado. Se podría pensar que si se interviene por temor a que un desborde del tipo de cambio repercuta en la inflación, parecería inconsistente rebajar la tasa de interés porque no hay síntomas de inflación. Aunque no le parece que ésta sea una razón que se pueda esgrimir de manera general, hoy día, y dado que la incertidumbre aún no se resuelve, puede ser un motivo para mantener cautela.



- 3) La evolución de los agregados monetarios también podría ser otra razón para mantener cautela. Sin embargo, no le parece que ella sea atendible si precisamente se quiere reafirmar y transmitir al mercado que la evolución del M1A es plenamente consistente con el actual escenario macroeconómico, las perspectivas de baja inflación y nuestra mejor estimación de la demanda por dinero.
- 4) Otra razón de cautela puede ser el hecho que en la medida que se siga bajando la tasa de interés, se van achicando los espacios para relajar la política monetaria en el futuro, en escenarios verdaderamente complicados en materia de actividad y precios, los que en la actualidad no podemos prever.

Salvo la necesidad de esperar para que se reafirme la expectativa de menor inflación y la posible inconsistencia entre la intervención y una relajación de la política monetaria y que sugieren mantener la instancia monetaria, cree que también existen razones importantes que justificarían una reducción de la tasa de política monetaria.

La Ministra de Hacienda Subrogante, señora Wagner, manifiesta lo siguiente: Existe la presunción y los antecedentes de que la actividad estaría repuntando. Sin embargo, existen riesgos de que este repunte no se dé o de que su velocidad sea insuficiente. Por otro lado, no existen riesgos de una mayor presión inflacionaria provenientes de la vía cambiaria o del precio del petróleo y asimismo, el riesgo de mayores presiones inflacionarias producto de una mayor actividad es bajísimo.

Dado lo anterior, nosotros concluimos que es más probable que el producto esté por debajo de su potencial, que la inflación se ubique por sobre el centro de la banda. En este escenario, cualquier regla de Taylor indicaría que las tasas de interés deberían bajar. Esta es, a nuestro parecer, la razón para hacerlo ahora y para no esperar.

En el supuesto que se decidiera esperar lo que acontece en el futuro cercano para decidir y que luego el ritmo de expansión de la actividad resultara ser insuficiente, se corre el riesgo de perder tiempo y la consecuencia de ello habría sido una pérdida en términos de crecimiento.

Si, por el contrario, se bajan las tasas de interés ahora y posteriormente se demuestra que el impulso monetario previo era suficiente para acelerar la actividad, siempre es posible, en el futuro, si fuera necesario, disminuir la expansividad de la política monetaria.

La Consejera señora María Elena Ovalle señala que según el Informe de la División Estudios, la inflación negativa de noviembre y la inflación esperada para los meses siguientes, también negativa, llevaron a modificar la proyección de inflación para 2002 desde 3,6% a 2,8% y para el primer trimestre de 2003 de 3,5% a 2,6%, lo que indica que el repunte inflacionario de los meses previos fue una situación transitoria. De hecho, el IPCX se ha mantenido en torno a 2% y las expectativas de inflación, según la encuesta del Banco Central, se mantienen en el centro del rango en el corto y mediano plazo. Las presiones de costo se han reducido en el mediano plazo ya que ha continuado la deflación externa y los costos laborales muestran desaceleración, principalmente el reajuste del sector público que fue de 3%, cifra menor a la esperada.

En reuniones anteriores se han enfrentado escenarios con una inflación proyectada cerca del techo del rango meta, producto de shocks de oferta de carácter transitorio debidos, principalmente, al precio del petróleo y al tipo de cambio, y en esa oportunidad no se consideró necesario modificar la tasa de instancia. Bajo ese esquema, en la evolución actual de la inflación, tampoco se justificaría un movimiento de la tasa de política monetaria porque



son los mismos factores los que la afectan en el otro sentido. Además, las expectativas de inflación relevantes, las de IPCX de mediano plazo, se encuentran en 3% para todo el período de proyección, lo que reafirma la credibilidad que tiene el Banco en el control de la inflación. Lo deseable es que estas expectativas se mantengan en ese nivel, por lo que cree que una baja de la tasa podría interpretarse como una alteración de la función específica del Banco Central para ayudar al crecimiento, lo que produciría más bien incertidumbre.

El escenario internacional no presenta cambios significativos; sin embargo, los factores de riesgo que se visualizaban en reuniones anteriores están más acotados: probabilidad de una nueva desaceleración de la actividad de Estados Unidos, el conflicto bélico con Irak y la situación de Brasil, que será despejada, en parte, en las siguientes semanas. En el Informe de la División Estudios no se menciona la situación de Venezuela que podría afectar los precios del petróleo y le gustaría saber la opinión de la citada División sobre este hecho y sus posibles consecuencias.

Por otra parte, en el ámbito interno hay señales incipientes de dinamismo en algunos sectores: ventas inmobiliarias, ventas de autos nuevos y producción industrial. También, las colocaciones de consumo han mostrado un gran dinamismo, llegando a niveles similares a los de 1998. Otro signo positivo es que la demanda interna registró un crecimiento real de 2,6% en el tercer trimestre aunque para el cuarto se espera un aumento de 2,3%, con lo que en el año el crecimiento será de 0,4% tal como se había proyectado. A su vez, las últimas encuestas de expectativas reflejan mayor optimismo respecto al futuro de la economía.

En suma, no hay presiones inflacionarias por el momento ni en el corto ni en el mediano plazo y las expectativas de inflación se encuentran ancladas en 3%, ni más ni menos que ese nivel; el escenario internacional, por su parte, presenta perspectivas algo mejores. Además, hay que considerar que las últimas rebajas en la tasa de política monetaria se llevaron a cabo en julio (75 puntos base) y agosto (25 puntos base) por lo que todavía no manifiestan plenamente sus efectos. En el Informe de la División Estudios se advierte que se ha ido consolidando un traspaso de las reducciones de la tasa de política monetaria sobre todo en los segmentos de montos mayores de colocación y que se pueden esperar reducciones adicionales en las tasas de colocación de montos menores. También, es importante recordar que los cambios positivos mencionados se han dado en un escenario monetario estable y que a pesar de las turbulencias internacionales nuestro mercado financiero ha continuado operando con normalidad y haciendo los ajustes requeridos vía tipo de cambio. Esta normalidad se ha expresado en el traspaso de la tasa de política monetaria mencionado, en el aumento de las colocaciones de consumo, el lanzamiento de productos hipotecarios en pesos, en la apertura a bolsa que realizó Corpbanca, entre otros. Además, hay que considerar la situación del mercado cambiario el que recientemente, en el mes de octubre, fue afectado por un alza pronunciada del tipo de cambio, llegando a \$ 756 por dólar. Para corregir esta situación, se anunció una intervención cambiaria el día 10 de octubre, ya que, parte de la depreciación observada en ese mes, fue reflejo de la escasa liquidez y alta volatilidad del mercado, y algún grado de sobre-reacción. En razón de ello, se decidió proveer de una mayor oferta de instrumentos de cobertura cambiaria y liquidez en moneda extranjera, con el fin de facilitar el funcionamiento ordenado del mercado cambiario. Aunque esta oferta recientemente se redujo a la mitad y se ha producido un alza pequeña en el tipo de cambio, ésta es considerada transitoria y el mercado cambiario se ha mantenido estable. Cree que hay que tener cuidado con los efectos que una eventual rebaja en la tasa de política monetaria podría tener en la estabilidad del mercado cambiario.

Enseguida, la Consejera señora Ovalle hace las siguientes consultas:

- Según los modelos, ¿qué efecto tendría una baja de la tasa como la planteada sobre el PIB y la inflación y en qué plazo?



- ¿Qué antecedentes existen para que la inflación y la actividad sean más bajas de lo que anticipa el modelo? ¿Por qué la proyección de crecimiento es menor si el panorama, en general, parece más positivo?

El Consejero señor Desormeaux señala que comparte plenamente tanto el Informe como el fundamento de las opciones de política monetaria que ha presentado la División Estudios, señalando que todas las novedades están constituidas por shocks de oferta, no son shocks de demanda; por el contrario, la evolución de la demanda está andando de acuerdo a lo previsto. Cree que persiste mucha incertidumbre en el exterior, muchas de estas novedades que son shocks de oferta se podrían revertir si hubiera sorpresas negativas en Brasil o en Irak. Está el hecho que las expectativas mayoritariamente apuntan a la mantención de la tasa y también comparte la opinión de que la señal que daría el Banco Central al bajar tasas de interés, en el momento que está interviniendo en el mercado cambiario sería, cuando menos, confusa.

Por último, recuerda que también ha señalado en otras oportunidades que el Banco Central de Chile es la única institución en América Latina que está en condiciones de tener una política monetaria expansiva, una política monetaria muy contracíclica y eso es algo de lo cual hay que alegrarse, pero también es una responsabilidad muy grande y cree que éste es un momento en que la opción de esperar, como lo plantea la División Estudios, tiene un alto valor y no es la oportunidad para darle más impulso a la política monetaria.

El Presidente señor Massad manifiesta que de acuerdo a los datos que se tienen a la vista, se inclinaría por una rebaja de tasa. Sin embargo, también concuerda con que hoy día hay muchas incertidumbres en distintos aspectos. Al respecto, hace presente que si la inflación se encuentra por debajo del centro del rango se debe a circunstancias que podrían llamarse casi accidentales, al igual que el hecho de que hubiera altas tasas mensuales de inflación en meses pasados, pero no se sabe de qué manera se van a ir consolidando esas circunstancias que tienen que ver con precios internacionales, especialmente del petróleo, con devaluación en Brasil y en Argentina lo que produce también efectos sobre los precios de bienes importados, y que se reflejó, en particular, en el precio de los microbuses y en la rebaja de la tarifa de los pasajes de la locomoción colectiva, que explican una parte sustancial de la inflación negativa reciente. De modo que, teniendo a la vista el antecedente de que las proyecciones de inflación están por debajo del centro de la meta, en parte por razones accidentales que se han reflejado en los datos recientes y teniendo en consideración también de que aún no se expresa todo el efecto expansivo de las rebajas de política monetaria acordadas en el curso del año, piensa que bien vale la pena esperar y que el costo de hacerlo no es alto y representa beneficios importantes: primero, la consolidación de alguna información que se tiene a la vista, en particular, la que tiene que ver con las recuperaciones de algunos elementos de demanda que parecen estarse manifestando ya en la economía; en segundo lugar, por la consolidación o no de ciertos elementos que hoy día aparecen como accidentales por el lado de los costos y algunos que están todavía pendientes desde el punto de vista del nivel de actividad; y tercero, porque en enero se tiene la oportunidad de explicar mucho mejor un cambio de tasa, en conjunto con un cambio de proyecciones que estaría incluida en el Informe de Política Monetaria. Cree que la ocasión del mes de enero próximo es especialmente útil, porque da la oportunidad de explicar de manera muy detallada las razones por las cuales se ha adoptado esta medida, lo que facilita la comunicación con el público y evita interpretaciones equivocadas de lo que el Banco Central está haciendo. También ya en enero habrá suficiente información para tomar una decisión en relación con la intervención que se efectúa en el mercado cambiario.

A continuación, el señor Massad solicita al staff que conteste las consultas que han sido planteadas.



El Gerente de División Estudios, señor Valdés, respecto de la situación de Venezuela, señala que no tiene en este momento los datos exactos de producción, señalando que lo que es más relevante para el proceso de proyecciones es que los precios futuros siguen indicando una trayectoria coherente con nuestro escenario central, o sea, aún con la situación de Venezuela que ha implicado alzas, el mismo mercado lo considera como una cuestión más bien transitoria. Le dará la palabra al señor García respecto de los efectos de una rebaja de tasa de interés, pero sí desea precisar dos cosas. Es cierto, dice, que se está en presencia de un shock más bien de oferta, pero eso no quiere decir que sea transitorio en el tiempo. Hay un cambio de nivel de precios, por una vez, que es distinto a un shock, por ejemplo, de petróleo al alza que se suponía que además revertía su propio shock. Si se piensa que el reajuste del sector público del año 2004 va a ser muy alto y va a deshacer lo bajo que fue el del año 2003, el efecto va a ser muy transitorio y, también, el efecto deflacionario del reajuste del año 2003 sería muy pequeño o nulo a mediano plazo. Pero, algunos de los shocks que se están viendo son persistentes y no se van a revertir necesariamente; algo similar se puede decir de la inflación internacional y por lo tanto, no es estrictamente comparable a un shock transitorio, es más bien un shock por una vez en el nivel de precios, mediante un tratamiento distinto.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor García, manifiesta respecto de la incidencia de la política monetaria sobre el crecimiento y la inflación, que en el fondo no ha habido modificaciones importantes en los modelos de proyección y las cifras son similares a las que se han discutido anteriormente. El ejercicio siempre es un análisis de un movimiento de la tasa de política monetaria por ocho trimestres y no un cambio de una sola vez que después tienda a deshacerse. Suponiendo un movimiento, por ejemplo, de 50 puntos base por ocho trimestres, ello tiene un efecto en el crecimiento a 24 meses que se traduce para el año 2004 en alrededor de 0,4% y algo menos que eso en inflación, o sea, tres décimas. Para el año 2003, sería un par de décimas en crecimiento y también un par de décimas en inflación.

A continuación, el Consejo procede a votar.

El Consejero señor De Gregorio, la Consejera señora Ovalle, el Consejero señor Desormeaux y el Presidente señor Massad, votan por mantener la actual tasa de política monetaria.

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

41-01-021210 – Tasa de Instancia Monetaria.

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

IV. Comunicado

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

Aunque con vaivenes, producto de cambios en los precios del petróleo, en el tipo de cambio y en el precio de algunos productos perecibles, la inflación se ha mantenido en torno al centro del rango meta. La inflación subyacente (IPCX), en tanto, se ha ubicado cerca del piso de este rango. Las tendencias inflacionarias se mantienen acotadas dentro del rango meta, aunque se ubican por debajo de proyecciones anteriores. Las expectativas de inflación, por su parte, también se han revisado hacia abajo.



En el ámbito externo, se mantienen latentes los riesgos que enfrenta la economía internacional, así como aquellos más específicos que enfrentan varios países. Por su parte, existen señales incipientes de un mejor desempeño del consumo privado doméstico, apoyado por condiciones crediticias más favorables y mejores perspectivas en el mercado laboral. Al mismo tiempo, se espera que el menor dinamismo que muestran algunos sectores ligados a recursos naturales se mantenga por algunos trimestres.

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

El Consejo aprueba el texto del comunicado.

Se levanta la Sesión a las 17,10 horas.



MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera



CARLOS MASSAD ABUD
Presidente




JOSE DE GREGORIO REBECO
Consejero



JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero



MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe



MARIA EUGENIA WAGNER BRIZZI
Ministra de Hacienda (S)

