

MINUTA

Acta correspondiente a la Sesión Ordinaria de Política Monetaria N° 41 celebrada el 10 de diciembre de 2002

ASISTENTES

a) Consejeros, señores:

Carlos Massad Abud
María Elena Ovalle Molina
Jorge Desormeaux Jiménez
José De Gregorio Rebeco

b) Otros participantes, señores:

Camilo Carrasco Alfonso (Gerente General);
Miguel Angel Nacur Gazali (Fiscal y Ministro de Fe);
Rodrigo Valdés Pulido (Gerente División Estudios);
Luis Oscar Herrera Barriga (Gerente División Política Financiera);
Pablo García Silva (Gerente de Análisis Macroeconómico);
Klaus Schmidt-Hebbel Dunker (Gerente de Investigación Económica);
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).

Asisten la Ministra de Hacienda Subrogante, señora María Eugenia Wagner Brizzi y como invitada especial, la Asesora Macroeconómica del Ministerio de Hacienda, señora Bernardita Piedrabuena Keymer.

1. ACUERDO : Se acuerda mantener la tasa de interés de política monetaria en 3,0% anual.
2. MATERIA : Reunión Mensual de Política Monetaria correspondiente a diciembre del 2002.
3. GERENCIA : División de 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 diciembre del 2002:

SINTESIS 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, *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.
- 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 de 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 cambio 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.

A continuación, los participantes de la reunión analizaron las condiciones actuales de la economía y sus perspectivas a futuro, a partir de la presentación realizada por la División de Estudios.

- Uno de los participantes de la reunión manifiesta que, tal como lo señalara la División Estudios, la noticia más importante durante el último mes ha provenido del ámbito inflacionario. 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 salario del sector público, han presionado hacia abajo la tasa de inflación. A esto se debe agregar la menor inflación importada que es medida a través de los Índices de Valor Unitario de las Importaciones (IVUM). Se señala que estos positivos desarrollos en materia inflacionaria hacen que la mejor proyección de inflación, en el horizonte relevante para el objetivo del Banco Central, se ubicaría en torno a un 2,5%. Esta evolución proyectada de la inflación es también coherente con las estimaciones del sector privado implícitas en la diferencia de tasas entre papeles nominales e indizados. Se indica, en todo caso, que la encuesta de expectativas sigue anclada en el centro del rango meta (3%).
- En esta evolución de la inflación ha contribuido la presencia aún de importantes brechas de capacidad, junto con la favorable evolución del tipo de cambio en las semanas recientes, facilitada por la mayor estabilidad en los mercados financieros.
- No obstante las holguras existentes, se considera que hay ciertos factores de riesgo que es necesario ponderar y que pueden justificar un comportamiento más prudente. En efecto, la información sobre actividad que se dispone es aún prematura, y a pesar que el escenario central de proyección muestra cifras en la mitad inferior del rango meta de inflación, 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. Se indica que éste puede ser un motivo para mantener la cautela.
- Por otra parte, la evolución de los agregados monetarios también podría ser otra razón para ser más conservadores. Sin embargo, se argumenta que esta razón no es 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 la mejor estimación de la demanda por dinero.
- Además, otro de los participantes manifiesta que, si bien el escenario internacional no presenta cambios significativos, existen factores de riesgo que se visualizaban en reuniones anteriores que 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. A lo anterior, se adiciona la grave situación política por la que atraviesa Venezuela que podría afectar los precios del petróleo.

- Se señala que 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 principalmente en los segmentos de montos mayores de colocación y que se pueden esperar reducciones adicionales en las tasas de colocación de montos menores. También, se destaca el hecho que los cambios positivos mencionados en materia de actividad e inflación se han dado en un escenario monetario estable y que, a pesar de las turbulencias internacionales, el mercado financiero nacional ha continuado operando con normalidad y realizando los ajustes requeridos vía movimientos del tipo de cambio.
- Además, se cree que es necesario considerar la situación del mercado cambiario el que, recientemente en el mes de octubre, fue afectado por un alza pronunciada del tipo de cambio. Para corregir esta situación, se anunció una intervención cambiaria, 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 de los agentes. 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 y evitar riesgos de escenarios extremos.
- Otro de los participantes considera que aún persiste mucha incertidumbre en el exterior y que muchas de las novedades son *shocks* de oferta que se podrían revertir rápidamente si hubiera sorpresas negativas en Brasil o en Irak. Además se acota que las expectativas mayoritariamente apuntan a una mayor cautela, por lo que una señal diferente del Banco Central, sería interpretada como confusa por parte del mercado. Se manifiesta, además, que el Banco Central de Chile es la única institución en América Latina que está en condiciones de tener una política monetaria expansiva, muy contracíclica y eso es algo de lo cual hay que alegrarse, pero también es una responsabilidad muy grande.

OPCIONES

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 puntos base 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%.
11. 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 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.

ACUERDO

El Consejo acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 3% anual. Por lo anterior, los tramos de la línea de crédito de liquidez se mantienen inalterados.