



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 40  
DE POLITICA MONETARIA  
celebrada el 7 de noviembre de 2002

En Santiago de Chile, a 7 de noviembre de 2002, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Carlos Massad Abud, con la asistencia del Vicepresidente don Jorge Marshall Rivera y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina y señor José De Gregorio Rebeco.

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

Asisten también los señores:

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

I. Resolución sobre Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 39, celebrada el 8 de octubre de 2002.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo el Proyecto de Acta de la Sesión N° 39, celebrada el 8 de octubre de 2002, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

II. Resolución sobre Minuta del Acta correspondiente a la Sesión N° 37, celebrada el 5 de septiembre de 2002.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo la Minuta correspondiente al Acta de la Sesión N° 37, celebrada el 5 de septiembre de 2002, la que se aprueba sin observaciones.

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

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



#### IV. Exposición.

El Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés, entrega el siguiente Informe:

##### SÍNTESIS DEL MES

Respecto de la anterior Reunión de Política Monetaria, las mayores novedades se encuentran en el ámbito interno. Por un lado, la trayectoria de la inflación IPC en el corto plazo ha estado por encima de lo previsto, reflejando tanto los efectos del mayor tipo de cambio y su impacto sobre algunos precios regulados y combustibles, así como aumentos mayores que lo anticipado en el precio de algunos bienes perecibles. La inflación IPCX, en cambio, mantiene una evolución acorde con lo esperado. Se prevé que la diferencia entre estas dos medidas de inflación se mantenga e incluso se acreciente durante los meses siguientes. Por otro lado, el panorama de crecimiento de la actividad para este año se ha modificado a la baja, desde 2,2% a 1,9%, principalmente como resultado de cambios en el crecimiento esperado de sectores ligados a la oferta, como minería y pesca, y, en menor medida, en construcción, sector que ha visto postergado parte de sus proyectos, principalmente aquellos relacionados con obras de ingeniería. El crecimiento anual esperado para la demanda interna, en tanto, se mantiene en 2002 en los niveles previstos en septiembre, aunque con un perfil distinto al interior del año y con una mayor participación del consumo.

En el escenario internacional, no se observan mayores novedades con relación a lo previsto hace unos meses, lo que incluye la no materialización, por ahora, de escenarios de riesgo negativos. Persisten, no obstante, grados importantes de incertidumbre asociados a la recuperación de la economía norteamericana, la aún latente posibilidad de un conflicto bélico en el Medio Oriente y la todavía no resuelta situación de los problemas económicos de la región. En particular, en Estados Unidos las noticias recientes referidas a peores indicadores de confianza de los consumidores han volcado las expectativas de los agentes, persistiendo aún los elementos de incertidumbre, sin poder confirmarse del todo el inicio de la recuperación. Esto ha dado más fuerza a la posibilidad de tener nuevos recortes de la tasa de los *Fed Funds* en el corto plazo.

En términos generales, las proyecciones de crecimiento mundial medidas a paridad del poder de compra y sobre la base de los socios comerciales no presentan mayores cambios respecto de lo previsto en los meses previos. De igual forma, la evolución reciente de los valores de las principales materias primas confirman las proyecciones para el precio del cobre y petróleo, en línea con la evolución esperada de la actividad mundial. De todas formas, existe algún grado de mayor riesgo en el caso del precio del petróleo debido a la posibilidad de conflicto bélico en Irak.

Los mercados financieros emergentes durante el último tiempo han estado fuertemente influenciados por los eventos de Brasil. Una vez conocido el candidato ganador, persiste todavía la incertidumbre respecto del equipo económico que lo acompañará, junto con el aún complejo panorama de la deuda pública. En este último aspecto, cabe destacar que recientemente se realizó un exitoso *roll-over* de documentos con vencimientos durante la semana pasada, el que si bien correspondió a un monto muy pequeño de la deuda total, significó una clara señal de apoyo al nuevo gobierno que se reflejó en una importante apreciación de la moneda y la ubicación del *spread* soberano en valores del orden de los 1.700 puntos base (que se comparan con el máximo de 2.481 observado cuatro semanas antes).

Durante octubre el mercado financiero nacional se caracterizó por una trayectoria disímil del tipo de cambio. A comienzos de mes se registró una importante depreciación del peso, que



tuvo relación con lo que sucedió en los mercados financieros globales y regionales, y aparentemente se amplificó con la controversia respecto de las cifras de deuda pública. Esta evolución estuvo acompañada por un repunte de las tasas de interés de los documentos de largo plazo del Banco Central. Luego de los anuncios de intervención cambiaria el día 10 de octubre, el peso mostró una trayectoria importante a la apreciación, la cual también se vio favorecida por la menor volatilidad relativa de los mercados financieros regionales. Esto significó una reducción de más de \$35 por dólar entre este anuncio de las intervenciones y las primeras observaciones de noviembre. Todos estos eventos llevaron a que el tipo de cambio promedio de octubre presentara una depreciación promedio de 2% respecto de septiembre, cifra que se revierte a una apreciación por el mismo monto si se comparan los valores finales de cada mes.

El traspaso de las reducciones de la tasa de política monetaria hacia las tasas de interés de colocación de mercado continuó en la mayoría de los segmentos. Asimismo, destacó el significativo descenso en el recargo de los bonos corporativos por sobre las tasas de los documentos del Banco Central, hecho que ocurrió pese al aumento de emisiones realizadas en el mes. Las colocaciones mantienen la trayectoria de dinamismo que han mostrado durante los últimos meses, en particular aquellas destinadas a personas. Las colocaciones a empresas, en tanto, han reflejado el mayor crecimiento de las colocaciones de comercio exterior.

Las perspectivas de mercado respecto de la evolución futura de la tasa de política monetaria implícitas en la curva *forward* indican la mantención de la tasa de política monetaria en 3,0% hasta fines del primer trimestre del próximo año. Esta trayectoria se compara con los resultados preliminares de las encuesta de expectativas de noviembre, que señalan la permanencia de la tasa de política monetaria en el corto plazo.

Por el lado de la demanda interna se aprecian cambios significativos en la dinámica que siguen los distintos componentes. En particular, los indicadores de inversión, a excepción del sector inmobiliario, muestran un pobre desempeño. Al efecto, los indicadores de inversión en maquinaria y equipos, ventas e importaciones de bienes de capital, tienen fuertes caídas tanto en septiembre como en la información preliminar de octubre. Por su parte, los indicadores de consumo mantienen un relativo dinamismo, principalmente las ventas de supermercados y de automóviles, todo ello en un ambiente en que las percepciones de los agentes continúan sin recuperarse en forma clara y niveles de empleo que en el margen muestran un tenue dinamismo.

En el plano inflacionario no se observan aún mayores presiones subyacentes. En la inflación de octubre concurrieron aumentos ligados a los precios de los perecibles y combustibles, junto con el reajuste de algunos servicios públicos. Las perspectivas de corto plazo para la inflación, fin del año 2002 y primer trimestre de 2003, indican un alza respecto de lo previsto en la reunión anterior. El efecto de la mayor inflación de octubre se traduce en una mayor inflación anual, la que se acercaría a 3,6% para fines de año y disminuiría a 3,3% en marzo. Este aumento, no obstante, está ligado casi en su totalidad a factores coyunturales, por cuanto la inflación del IPCX se ubicaría durante todo el período cercana a 2,5%. Con el tipo de cambio en niveles de \$720-\$730, la inflación del IPC alcanzará valores máximos marginalmente por sobre 3,5% a mediados de 2003, principalmente por efecto de la base de comparación, período a partir del cual lentamente descenderá hacia el centro del rango meta.

## **EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA**

### **I. Escenario Internacional**

El escenario internacional en la actualidad se visualiza muy similar al del Informe de Política Monetaria de septiembre. Si bien durante octubre los factores de riesgo que se observaban al cierre de la reunión pasada se han visto relativamente atenuados, y por el momento no se han

e.



materializado, aún persisten grados de incertidumbre, relacionados con una recuperación más lenta de Estados Unidos, un precio del petróleo alto y el aún no resuelto panorama regional. Respecto de este último factor, a pesar de que la situación política de Brasil se ha aclarado, aún se mantiene la incertidumbre respecto del equipo económico que acompañará al nuevo Presidente así como la forma en que se enfrentará la compleja situación fiscal.

Con todo, el escenario base de crecimiento mundial ha sufrido correcciones a la baja, principalmente debido a los efectos del menor crecimiento de Estados Unidos sobre el resto del mundo. En el caso de Europa, se suma el bajo dinamismo de la demanda interna, y en el caso de América Latina, la significativa reducción que han mostrado los flujos de capitales hacia la región y sus magras perspectivas. Así, las proyecciones de crecimiento para el año 2002 se mantienen al ponderarlas a paridad del poder de compra y han aumentado en dos décimas de acuerdo a los principales socios comerciales (principalmente por un crecimiento menos negativo de Argentina). Hacia el año 2003, en tanto, se han reducido en ambos casos, dos décimas ponderado a paridad del poder de compra (3,3%) y una décima ponderado por los principales socios comerciales (2,3%).

Desde la reunión pasada, el precio del petróleo ha mostrado una clara desaceleración, principalmente desde mediados de octubre, cerrando el mes en torno a US\$25-US\$26 el barril. Esta evolución obedece principalmente a que la probabilidad de un conflicto armado inminente en Irak se ha reducido, y a que los inventarios de petróleo han comenzado a aumentar, debido a la sobreproducción de los miembros del cartel petrolero. En lo que resta del año 2002, se espera que el precio oscile en torno a los niveles actuales, manteniéndose la proyección promedio anual en US\$ 25 el barril. Para 2003, si bien se mantiene la estimación de septiembre (US\$ 24 el barril), existe un riesgo mayor al alza, por la mayor probabilidad de conflicto bélico en el Medio Oriente.

Respecto del mercado del cobre, en octubre se han apreciado señales de precios más promisorias. Luego de haber alcanzado niveles en torno a US\$ 0,65 la libra a comienzos del mes, el precio ha mostrado un repunte para alcanzar en la actualidad valores cercanos a US\$0,70 la libra. En esta evolución han influido señales algo menos inciertas respecto de la recuperación mundial, así como una mayor demanda proveniente de China y Corea, economías que representan más de 20% del consumo mundial de este metal y que compensan la menor demanda de Estados Unidos, debido al estancamiento de su actividad industrial. Con todo, se estima que los precios continuarán oscilando en torno a las cifras recientes, con lo que el promedio del año se ubicaría en US\$ 0,70 libra, en línea con lo proyectado en el pasado Informe de Política Monetaria. Para el año 2003 se mantiene la proyección de US\$ 0,76 la libra, acorde con la dinámica esperada para la actividad mundial.

Los mercados financieros internacionales han mantenido la volatilidad de los últimos meses. A comienzos de octubre se verificó una caída en las bolsas acompañada de una reducción importante en el rendimiento de los bonos del gobierno americano a 10 años, situación que pareció revertirse hacia mediados de mes, ayudada por los resultados de empresas del tercer trimestre mejores a los esperados. Sin embargo, peores indicadores de confianza de los consumidores volcaron nuevamente a los agentes hacia instrumentos de más largo plazo, persistiendo aún los elementos de incertidumbre, sin poder confirmarse del todo el inicio de la recuperación.

Respecto de la evolución futura de la tasa de política en Estados Unidos, se espera un recorte en la *Fed Fund* en lo que resta del presente año, el que sería del orden de 25 puntos base. Para Europa se mantienen las expectativas de una disminución similar, debido al bajo dinamismo de la demanda interna.

En los mercados financieros emergentes, los eventos políticos de Brasil se han reflejado en la volatilidad de su *spread* soberano, destacando recientemente la incertidumbre post-elecciones asociada a la falta de señales concretas en el plano económico, así como por el complejo



panorama de la deuda pública. La concentración de los vencimientos en la última parte del presente año requiere de un *roll-over* de al menos 65% para no caer en moratoria, lo que parece difícil de implementar, considerando que en los últimos tres meses el promedio de estas operaciones logró un monto de 30%.

Respecto de los flujos netos de capitales hacia economías emergentes, las proyecciones del Institute of International Finance se han ajustado a la baja, siendo América Latina la región más afectada, con una caída en los flujos del orden del 40% respecto del año 2001 (principalmente inversión extranjera directa).

## II. Mercados Financieros

Las principales novedades por el lado financiero provinieron del mercado cambiario. En efecto, durante octubre el peso presentó una depreciación promedio mensual de 2,1%, variación que al medirse entre fines de octubre y septiembre, arroja una apreciación del orden de 2%, situación que revela la inusual trayectoria que tuvo la divisa a lo largo del mes. Esta evolución, fue incluso considerada exagerada por el mercado, como lo expresa el diferencial con el tipo de cambio esperado a dos meses de la encuesta de expectativas. No obstante, la trayectoria del tipo de cambio al interior del mes estuvo determinada, principalmente, por el anuncio el día 10 de octubre de intervenciones cambiarias por parte del Banco Central, lo que significó pasar desde una cifra récord para el dólar de \$ 757 el día del anuncio, a valores en torno a \$ 720 en lo más reciente. Adicionalmente, la fuerte apreciación del peso en las últimas dos semanas ha estado aparejada con una mayor estabilidad en los mercados financieros de la región.

En términos de volatilidad cambiaria, durante octubre no se observaron mayores cambios respecto de lo registrado en los meses previos, no obstante el peso continuó presentando una alta correlación con la moneda brasileña.

Las cotizaciones informadas por *Bloomberg* sitúan al dólar en torno a los \$ 725 en los próximos seis meses. Dichos resultados se encuentran en línea con los resultados preliminares de la encuesta de expectativas de noviembre que señala una estabilidad del precio del dólar entre \$720-\$725 para los próximos veinticuatro meses.

El diferencial de tasas interna-externa de mediano plazo continúa presentando valores negativos, tendencia que se ha observado con más fuerza en el segundo semestre. Por su parte, estimaciones para el tipo de cambio real lo sitúan con una depreciación del orden de 1,5% promedio anual durante el año 2002.

Las tasas de interés de los documentos reajustables de largo plazo (PRC) registraron durante octubre una trayectoria en concordancia con los eventos del mercado cambiario. Es así como, tras presentar una caída hasta valores mínimos históricos a principios de mes, experimentaron una importante recuperación, del orden de 60 puntos base. De esta forma, el PRC a 8 años se encuentra en la actualidad en UF+3,1%, y el PRC a 20 años en UF+4,0%, valores similares a los de fines de agosto. Adicionalmente, la evolución de estas tasas de interés se ha visto determinada por la dinámica de la tasa externa relevante y la positiva percepción de los indicadores de actividad del Instituto Nacional de Estadísticas.

Durante octubre las tasas de interés de las licitaciones de los documentos con reajustabilidad en dólares (BCD) tuvieron incrementos del orden de 80 puntos base, lo que se asocia a la mayor oferta de este tipo de instrumentos programada hasta fines del presente año.

Los documentos nominales de plazo inferior a un año se mantienen en valores cercanos al de la tasa de política monetaria. Sin embargo, los de mayor plazo continúan con la trayectoria creciente de los meses previos, producto de las mayores expectativas de inflación. Este aumento, no obstante, no fue visible en todos los plazos puesto que los intermedios tuvieron una menor inflación esperada conforme se apreció el peso. De esta manera, las perspectivas



respecto de la evolución futura de la tasa de política monetaria que se deducen de la curva *forward* indican una mantención de la tasa de interés de política en 3,0% hasta fines del primer trimestre del año 2003. Del mismo modo, los resultados preliminares de la encuesta de expectativas de noviembre coinciden con dicha apreciación en el corto plazo.

En los agregados monetarios, tanto el circulante como el dinero continuaron en octubre con expansiones en doce meses de dos dígitos (12% y 17% nominal, respectivamente). En general, durante el presente año no se observan desequilibrios monetarios de magnitud, pues la evolución del M1A ha estado acorde con la trayectoria de la actividad y de las tasas de interés. Por una parte, las estimaciones para la demanda de dinero de corto plazo muestran una leve sobreestimación de los niveles, con una desviación estándar de los errores del orden de 1,4%. Por otra, en los últimos tres meses se aprecia una desaceleración importante de la trayectoria del dinero, lo que está en línea con la estabilidad de las tasas de interés nominales de los últimos meses.

Los agregados más amplios, en tanto, registraron importantes cambios de composición durante octubre al aumentar en forma considerable las inversiones de corto plazo mantenidas por las Administradoras de Fondos de Pensiones, que expandieron sus depósitos a plazo en 8,5% mensual. Este fuerte incremento se compara con la importante toma de posiciones de documentos del Banco Central por parte del resto del sector privado (26% mensual). Asimismo, en este mes sobresalió el incremento de las colocaciones efectivas en moneda nacional, cuyo principal destino ha sido financiar créditos a personas, y que tiene su mayor explicación en las disminuciones de las tasas de interés de mercado en todos los plazos. No obstante lo anterior, en las últimas semanas se han registrado leves incrementos en las tasas de interés de las colocaciones de menores montos. Los créditos a empresas durante septiembre arrojaron una leve recuperación respecto del mes anterior, aunque ésta estuvo determinada por préstamos relacionados con el comercio exterior, manteniéndose estancadas las colocaciones comerciales.

El recargo de los bonos corporativos por sobre las tasas de los documentos del Banco Central experimentó un significativo descenso en octubre. Ello se explicó por la evolución disímil de las tasas de interés a lo largo del mes, con caídas en las de los bonos y aumentos en los PRC. En efecto, pese al aumento de emisiones de deuda por parte de empresas durante el período (aproximadamente 10 millones de UF), la TIR media de estos instrumentos se situó en torno a 5,9% por debajo de los niveles de los meses previos. Estos valores han significado que las nuevas emisiones de bonos se hayan colocado con *spreads* por sobre los PRC del orden de 100 puntos base. En el caso de las letras de crédito, las tasas de interés también presentaron una disminución en la tasa promedio, llegando a 5,3% la TIR media, valor que representa una caída respecto del mes anterior. Para emisiones menores al 6%, el promedio fue 5,1%, en tanto que las superiores a 6%, el valor medio fue 6,0%.

La situación bursátil nacional presentó en octubre dos trayectorias diferentes y muy marcadas. Durante la primera quincena, contrariamente a lo que ocurría en los mercados internacionales, la bolsa chilena experimentó una fuerte caída, del orden de 3% en el caso del IPSA. Una reducción similar se registró en los ADR, aunque ello obedeció puntualmente a un ajuste de precios de algunas empresas eléctricas asociado a la toma de utilidades, junto con la liquidación de activos que realizaron algunos fondos extranjeros. Posteriormente, en paralelo con la apreciación del peso, la puesta en marcha de los multifondos de las AFP y la evolución de la bolsa norteamericana, se registró una recuperación del IPSA que finalizó con una variación mensual de 0,5%.



### III. Actividad y Empleo

Durante el último mes, las proyecciones de crecimiento para el PIB del tercer y cuarto trimestres, así como para el año, sufrieron una corrección. La incorporación de nueva información y la modificación de algunos supuestos previamente utilizados, explican el cambio, que no obstante se encuentra mayoritariamente en sectores eminentemente ligados a factores de oferta.

En primer lugar, existe una corrección a la baja en la estimación del crecimiento del PIB para el tercer trimestre, que se basa en nueva información del sector minero y pesquero. El primero de ellos, debido al incumplimiento de los programas de producción por algunas empresas del sector. El segundo, principalmente por un fuerte descenso de la pesca industrial en el período. Esto significa ajustar el PIB del tercer trimestre en dos décimas, situándose actualmente en 1,8%.

Se suma a lo anterior, un ajuste de la estimación de crecimiento del PIB para el cuarto trimestre, fruto de cambios en los supuestos iniciales respecto de minería y construcción. En el caso de minería, el grueso de su corrección se produce por el atraso en el inicio del funcionamiento de la etapa IV de la Minera Escondida, que representa cerca del 8% del total de la producción de cobre del período. Paralelamente, el incumplimiento sistemático de los planes de producción lleva a corregir a la baja el supuesto inicial para el resto de las empresas del sector minero, en especial de Codelco.

El sector de la construcción, por su parte, sufre ajustes a la baja debido, principalmente, al cambio en el catastro de inversión de septiembre de la Corporación de Bienes de Capital, que indica una caída de 2,5% del sector construcción (US\$109 millones) respecto de lo previsto en junio. Postergaciones en sectores de obras públicas, inmobiliario y energía explican el cambio.

Con esto, si bien el PIB mantiene una trayectoria creciente a lo largo del año, terminaría el año 2002 con una tasa de crecimiento algo por debajo de la estimada en septiembre (1,9%).

Por el lado de la demanda, la revisión de la información y supuestos respecto de la demanda externa neta y la ya señalada del PIB, también provoca modificaciones en relación con lo esperado anteriormente, aunque éstas afectan a la composición de los dos últimos trimestres de 2002, más que al año en su conjunto.

Por una parte, información más definitiva indica que existió un traslado, por problemas de registro, de las exportaciones de cobre desde el tercer al cuarto trimestre. Ello llevó a que el incremento esperado del gasto para el tercer trimestre fuera significativamente mayor en relación con lo esperado en septiembre. Este traslado hacia el cuarto trimestre, y la revisión a la baja del catastro de proyectos de inversión, explican un menor incremento de la demanda interna en la última parte del año respecto de lo anticipado anteriormente.

No obstante, sumados ambos efectos, el crecimiento anual de la demanda interna se mantiene en niveles similares a los previstos anteriormente, aunque con una composición distinta al interior del año.

#### Demanda interna

Los indicadores de consumo continuaron mostrando señales mixtas en septiembre, aunque en el margen con un escenario más alentador. Por un lado información de consumo habitual, tales como las ventas de supermercados y del comercio minorista, en especial estas últimas, muestran una recuperación desde mediados de año. La baja base de comparación que supone el mismo período del año 2001, restado el efecto de un día hábil más, hace esperar incrementos anuales positivos en lo que resta de 2002.



Al mismo tiempo, aunque en septiembre las importaciones de bienes de consumo tuvieron un crecimiento cercano a los dos dígitos (al igual que en agosto), datos preliminares de octubre indican una reversión de esta tendencia. No obstante, cabe señalar que la trayectoria del tipo de cambio en octubre y su impacto sobre el dólar aduanero, podría hacer retrasar internaciones para noviembre.

Un elemento de apoyo al comportamiento del consumo habitual es la evolución de las expectativas de los consumidores. En septiembre el índice de Adimark registró un cambio, aunque marginal, en la tendencia decreciente que venía mostrando. Por su parte, la encuesta realizada por la Universidad de Chile mostró en septiembre una tendencia similar a la del indicador anterior, con un leve retroceso respecto de junio.

Respecto de los indicadores de consumo durable, las ventas de autos nuevos señalan un importante aumento, siendo septiembre el mejor mes del año (cerca de 9.500 unidades *versus* 8.000 regularmente registradas) con un aumento anual de 37,2%. Por otro lado, las ventas de bienes durables (INE) muestran un crecimiento modesto (0,4%), pero en términos desestacionalizados profundizó la caída ocurrida en agosto, anulando casi por completo la recuperación mostrada en el segundo trimestre. Detrás de esta caída ha estado la evolución de las ventas de artículos eléctricos y de línea blanca, con descensos del orden de 17% promedio en el año.

Por el lado de la inversión, maquinaria y equipos tuvo un desfavorable comportamiento en septiembre. Es así como tanto las ventas industriales como las importaciones de bienes de capital tuvieron caídas de importancia en doce meses: 23% y 15%, respectivamente. Esto significó que se revirtieran los aumentos de mediados de año, en especial en el caso de las ventas industriales. Se añade el hecho de que datos preliminares de octubre muestran descensos del orden de 25% en las internaciones de bienes de capital respecto del mismo mes de 2001, valor que posiblemente también se ha visto afectado por la evolución del tipo de cambio a lo largo del mes.

Los restantes componentes de la inversión, el sector inmobiliario y de obras de ingeniería, muestran panoramas distintos. Por un lado, las ventas del sector inmobiliario han experimentado un creciente auge en los últimos meses, en que las más de mil unidades vendidas en septiembre correspondieron al *peak* del año en términos desestacionalizados. En tanto, el *stock* de viviendas aumentó levemente respecto de septiembre 2001, aunque aún en niveles por debajo de los meses anteriores. Así, los meses necesarios para agotar el *stock* aumentan de 11,9 en agosto a 12,9 en septiembre, pero debido solamente al efecto estacional. Por su parte, los permisos de edificación habitacional, pese a los menores *stocks*, no muestran incrementos, por lo que por ahora el dinamismo futuro del sector no es del todo claro. Cabe destacar que el componente inmobiliario de la inversión representa aproximadamente un sexto del total, razón que explica el hecho de que aun considerando su favorable evolución no sea capaz de contrarrestar el efecto negativo de los demás componentes de la inversión.

En efecto, la revisión a la baja de las obras de ingeniería es otro de los elementos que significa una corrección en la inversión. La postergación de una serie de proyectos que considera el nuevo catastro de la Corporación de Bienes de Capital, implica un ajuste en el supuesto de crecimiento de este componente. Son las obras públicas las que sufren el mayor ajuste (US\$152 millones) debido al retraso en proyectos de concesiones del ferrocarril a Melipilla y el mantenimiento de la ruta cinco norte.

### Política Fiscal

A mediados de octubre el Ministerio de Hacienda publicó el Informe de las Estadísticas de Deuda Pública para el período 1989-junio 2002, con el objetivo de establecer parámetros oficiales de medición. De este informe se concluye que la deuda bruta del Gobierno Central alcanzó en junio de este año a 17% del PIB, cifra que resulta superior al 12,8% que alcanzaba





en 1998, principalmente producto de la depreciación del tipo de cambio. También se entregó información respecto del nivel de deuda neta, la que a junio de 2002 equivale a 10,7% del PIB, cifra que se compara con el 3,7% del PIB que representaba en 1998.

En otro ámbito, a fines de octubre se realizó la reapertura en el mercado internacional del bono soberano Chile-2012 por un monto de US\$100 millones. Esta operación se realizó en condiciones más favorables que las obtenidas en la colocación original de esos títulos, emitidos hace un año. En efecto, la recolocación del bono, emitido originalmente a diez años, se realizó a una tasa de interés de 6,1%, con un *spread* de 215 puntos base. Estos valores se comparan favorablemente con la emisión original, que se hizo a una tasa de interés 7,1% y a un *spread* de 256 puntos base. En este resultado, sin embargo, hay que tener en consideración que en parte esta inferior tasa es atribuible a la existencia de un menor plazo en relación al bono anterior. Los fondos recaudados serán depositados en el Fondo de Estabilización del Cobre para financiar giros programados el año 2003.

#### *Sector externo*

Información preliminar indica que en octubre las exportaciones tuvieron un crecimiento de valor del orden de 2%, producto de una caída de los volúmenes de entre 4,5% a 5% y un aumento de precios en torno a 6,5%. La caída en la cantidad de exportaciones fue provocada por descensos en los envíos de productos principales no cobre y no tradicionales, que estaría provocada por una base de comparación inusualmente alta en el mismo mes del año 2001. Con esto, en el último trimestre el valor de las exportaciones crecería del orden de 11%, con aumentos de volumen de 8% y de precios de 3%. Pese a la caída proyectada en octubre para las exportaciones distintas de cobre, éstas y las del metal rojo, tendrían aumentos de cantidad de entre 5% y 6% en el trimestre, lo que es consistente con el escenario de PIB y gasto planteado previamente.

Las importaciones de bienes, en tanto, se estima finalizaron octubre con un descenso superior al 10% anual en valores, siendo el peor desempeño el de las internaciones de bienes de capital con una caída del orden del 20%. En cuanto a los volúmenes, el total de las importaciones cayó algo más de 10%, siendo la de bienes de capital, nuevamente, la categoría de mayor descenso (en torno a 20%). El cuarto trimestre tendría un aumento del orden de 12% en el valor de las importaciones, efecto sustentado de modo importante en la baja base de comparación del último bimestre del año 2001. Se estima que el crecimiento señalado sería totalmente aportado por los volúmenes de las internaciones, ya que sus precios tendrían una variación prácticamente nula.

#### *Mercado laboral*

Durante el tercer trimestre el mercado laboral mostró leves indicios de recuperación. El empleo total, en términos desestacionalizados, aumentó en alrededor de siete mil puestos entre trimestres móviles, comportamiento explicado tanto por un incremento del empleo privado como por un mayor número de programas fiscales.

Con ello, descontados los factores estacionales y considerando una nueva caída en la tasa de participación, la tasa de desempleo a nivel nacional tuvo un descenso adicional, llegando a 8,5%.

A estos antecedentes se sumaron los datos aportados para septiembre por la Universidad de Chile para el Gran Santiago, los que señalan que la tasa de desempleo en doce meses tuvo una caída de 1,4 puntos porcentuales. La relación de anticipación que esta medición posee respecto de la del Instituto Nacional de Estadísticas, señala la posibilidad de mejores perspectivas para el mercado laboral los meses próximos.



Asimismo, otro antecedente que podría reflejar un comportamiento positivo del empleo en el corto plazo, se refiere a la información de vacantes, que en octubre señaló una recuperación en la variación anual, con un aumento de 9,5%.

#### IV. Precios y costos

La variación mensual del IPC llegó a 0,9% en octubre, una décima por sobre la proyección que se manejó hacia fines del mes. Este incremento se explicó por el aumento de los precios del grupo perecibles —principalmente hortalizas—, debido al cambio de temporada y la escasez de algunos productos específicos. Se sumó el aumento de los precios de los combustibles —debido a un mayor precio internacional de estos productos y la evolución del tipo de cambio— y el alza de las tarifas de los servicios regulados (teléfonos, agua potable y locomoción colectiva). Fue este último componente el que determinó, en gran medida, el incremento del IPCX en octubre (0,4%). Así, medido en términos anuales, el IPC llegó a 3,0% y el IPCX a 2,0%.

No se anticipa que la baja reciente en el tipo de cambio, respecto de los valores máximos que alcanzó a mediados de octubre, tenga un efecto significativo en la inflación. Si bien puede impulsar bajas marginales en tarifas de teléfonos y agua potable, no tiene la misma capacidad de reacción en la locomoción colectiva. Cabe destacar que la información más reciente no es clara respecto de cuál sea la dirección futura de la tarifa de la locomoción colectiva. La inclusión de nueva tecnología ha hecho descender el precio de los microbuses en algo menos de 20%, elemento que al cierre de esta minuta no es posible determinar cómo afectará la tarifa, pero que de ser totalmente incorporado podría provocar un descenso de \$10.

En cuanto a la evolución de los precios internacionales de los combustibles, los últimos días han estado marcados por menores precios del crudo que podrían eventualmente traspasarse a sus derivados. Este es un factor que en el transcurso de los meses siguientes podría provocar una fuente de menor inflación. Por ahora, en la primera semana de noviembre se ha producido una baja en los precios internos que compensó el alza de fines de octubre, reduciendo marginalmente la proyección de inflación para el mes.

A partir de las transacciones del mercado secundario de fines de octubre, se observa que la inflación esperada a un año estaría entre 2,9% y 3,1%, lo que significa una baja respecto del 3,4% que mostró a comienzos de mes. El cierre conjunto de esta minuta y la entrega del IPC por parte del INE impiden, para esta instancia, conocer la reacción del mercado ante el IPC de octubre, la que debería ser de un aumento en la inflación esperada, dada la expectativa para el mes que maneja el mercado (0,6%). Por otro lado, los datos recogidos de las licitaciones de PDBC a dos años indican una inflación promedio esperada dentro de los próximos veinticuatro meses de 2,9%, 0,6 puntos porcentuales por debajo de lo que se anticipaba a comienzos de octubre. Información preliminar de la encuesta de expectativas, en tanto, señala un descenso de la inflación esperada a un año a 2,8% en noviembre, *versus* 3,0% en octubre, mientras que para dos años plazo se mantuvo en línea con el 3,0%.

Durante septiembre, las remuneraciones nominales continuaron mostrando aumento en las variaciones anuales medidas por el Índice de Remuneraciones por Hora y el Índice del Costo de Mano de Obra, los cuales registraron incrementos en doce meses de 4,0% y de 4,5%, respectivamente; estos incrementos quiebran la tendencia a la desaceleración registrada desde comienzos de año. Lo anterior fue explicado por la evolución de la inflación a partir del segundo trimestre del año 2002, que es incorporada a los salarios vía cláusulas de indexación.

Los costos laborales unitarios del sector privado crecen luego de presentar un descenso el mes anterior, mientras que los de la industria continúan disminuyendo. En lo más reciente, la evolución de ambos indicadores obedece, fundamentalmente, al comportamiento anual de los salarios nominales respectivos.

**Perspectivas de corto plazo**

Un cambio al alza se produjo en la expectativa de inflación anual para los meses venideros respecto de lo estimado el mes pasado. Esta modificación, sin embargo, está principalmente focalizada en el aumento que los precios de los perecibles tuvieron en octubre, incluso por sobre los patrones estacionales habituales, y que fue el responsable que desde una estimación inicial de inflación para el mes más cercana a 0,6% se finalizara en 0,9%.

En este contexto, los próximos meses no presentan mayores diferencias en relación con el escenario estimado el mes pasado. Noviembre y diciembre tendrían tasas de inflación de 0,3% y 0,1%, respectivamente. El rezago de los incrementos de precios en los combustibles, un nuevo aumento de \$10 en la tarifa de la locomoción colectiva y el comienzo de la estacionalidad favorable en los perecibles, conforman los principales elementos para la inflación del mes en curso. Quedan como elementos de incertidumbre que pueden alterar la proyección el efecto que el menor precio del petróleo tenga en el mercado interno, la posibilidad de que los aumentos de los precios de perecibles se reviertan con mayor fuerza que lo habitual y el ya señalado incierto escenario respecto de la tarifa de la locomoción colectiva. El escenario aquí considerado, contiene un aumento de \$10 en la tarifa, un escenario alternativo señalaría una caída de \$10, lo que provocaría alrededor de 0,3 décimas menos de inflación para fines del año 2003.

Con todo, y debido al efecto que la mayor inflación de octubre supuso, se espera que para fines de año la inflación anual de IPC se ubique en torno a 3,6%, acercándose a 3,3% para fines del primer trimestre del año próximo. La inflación subyacente, IPCX, en tanto se mantendría en niveles sustancialmente menores, aunque con un aumento desde el 2,0% actual a 2,5% en diciembre del presente año, producto de los cambios de base de comparación debido a las bajas inflaciones del mismo período de 2001 (Tabla 4).

**Tabla 4: Proyección de corto plazo IPC e IPCX**

	% var. anual		% var. mensual		petróleo (US\$/barril)	TCO (\$/US\$)	micros
	ipc	ipcX	ipc	ipcX			
2002 Oct	3,0	2,0	0,9	0,4	27,4	744	✓
Nov	3,2	2,2	0,3	0,3	25,8	730	✓
Dic	3,6	2,5	0,1	0,3	26,1	730	
2003 Ene	3,6	2,6	0,0	0,3	25,9	730	
Feb	3,5	2,6	-0,1	0,1	25,5	730	
Mar	3,3	2,5	0,4	0,4	25,0	730	

Hacia un plazo mayor, con un tipo de cambio en niveles de \$720-\$730 por dólar, la inflación del IPC alcanzará valores máximos marginalmente por sobre 3,5% a mediados de 2003, principalmente por efecto de la base de comparación, período a partir del cual lentamente descenderá hacia el centro del rango meta.

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

El señor Ministro de Hacienda consulta acerca de cuál es el origen de los problemas de oferta. Contesta el señor Valdés diciendo que hay dos factores fundamentales detrás de estas noticias: minería y pesca. Por un lado, Codelco ha incumplido sistemáticamente, durante el año, la programación de producción, especialmente la recuperación de los recortes. Señala que siempre ha estado la idea de que los recortes se van a dejar sin efecto, pero durante varios meses eso no ha sucedido, lo que hace cambiar el panorama hacia adelante. El segundo factor, en lo relativo a minería, es que la fase cuatro de



Minera La Escondida, que se suponía se iniciaba en octubre pasado, está partiendo a un ritmo considerablemente más lento, básicamente, por el escenario de precios. Y respecto de la pesca, hubo datos de capturas con los que no se contaba, que resultaron menores a las previstas y que modificaron hacia abajo el IMACEC de los dos meses anteriores en un par de décimas.

El Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña, agrega que cuando se ha consultado a Minera La Escondida, ha respondido que simplemente van a producir lo que tienen programado para noviembre y diciembre, pero dada la experiencia del año, su Gerencia ha usado un supuesto más bien pesimista y se ha castigado algo la proyección, por lo tanto, los datos de producción en minería son más bien conservadores. Lo mismo se aplica para el caso de Codelco.

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 octubre, el Consejo decidió mantener la tasa de política monetaria en 3% anual. En esta decisión se consideró que, si bien los riesgos de un escenario regional más negativo estaban aumentando, con consecuencias adversas para el tipo de cambio, no existían antecedentes suficientes para modificar la tasa de interés. Se reconoció que si bien la depreciación del peso incrementaba las proyecciones de inflación en el horizonte relevante por sobre el 3%, también las expectativas de inflación se mantenían bien ancladas y, eventualmente, el tipo de cambio podría sufrir una corrección. Por el lado real no se observaron hechos de relevancia.
2. Durante el último mes, el escenario internacional ha mostrado, en el margen, una mejoría, especialmente en lo referido a la situación regional (menores spreads soberanos y apreciación del real) y a los términos de intercambio (menor precio del petróleo y mayor precio del cobre). En todo caso, las perspectivas para el crecimiento de la economía global no han sufrido grandes cambios respecto de lo previsto en el Informe de Política Monetaria de septiembre, aunque se mantienen latentes los escenarios de riesgo. Además la situación financiera regional sigue presentando un alto riesgo político y financiero, especialmente en Brasil y Argentina.
3. Respecto de la economía nacional, las novedades más relevantes han sido la alta volatilidad del tipo de cambio, la evolución de la inflación IPC por sobre lo previsto, y la reducción del crecimiento proyectado para este año. En relación con el tipo de cambio, luego de una sostenida depreciación iniciada a mediados de septiembre pasado, el peso ha mostrado mayor fortaleza. Cabe recordar que el tipo de cambio promedio de los cinco días previos de la reunión de política monetaria anterior llegó a \$745 por dólar, aumentó a un máximo de \$757 (promedio diario) antes del anuncio de intervención del 10 de octubre, y descendió a un promedio de \$724 durante los pasados cinco días.
4. La inflación IPC, por su parte, ha aumentado hasta 3% en 12 meses y se espera que se acelere hasta aproximadamente 3,5% en los próximos meses, para luego comenzar a decaer hacia el centro del rango meta. Sin embargo, la inflación subyacente IPCX en 12 meses es de sólo 2% a octubre, proyectándose un incremento hasta 2,5% en los próximos meses. Estas proyecciones están sujetas a que los nuevos precios de microbuses no se incorporen en el polinomio que regula las tarifas del transporte público; de ser así, la inflación podría disminuir 3 décimas respecto de los números mencionados. La gran diferencia entre inflación total y subyacente refleja la influencia temporal de factores estacionales y de los aumentos pasados del precio del petróleo y del tipo de cambio, que se han revertido parcialmente en los últimas semanas.



5. La actividad, por último, ha sufrido una corrección explicada fundamentalmente por lo que sucede en los sectores minería y pesca y, en menor medida, por lo que sucede con la construcción. Con esto, se continúa postergando una aceleración manifiesta en el ritmo de crecimiento, con consecuencias negativas para las perspectivas de crecimiento para el próximo año.
6. Respecto de los indicadores sectoriales de gasto interno, cabe destacar el comportamiento de la inversión, que presenta en general un pobre desempeño (con excepción del mercado inmobiliario). Por el lado del consumo hay noticias mixtas, aunque en promedio existe algún mayor dinamismo que el observado en meses pasados. Por último, las importaciones de octubre estuvieron muy por debajo de lo previsto a comienzos de mes, con una caída de 14% en vez de una de 4%, mientras que las exportaciones estuvieron marginalmente por encima de lo esperado.
7. Con estos antecedentes, y a pesar del recorte de tasas en Estados Unidos, es difícil justificar como una opción adecuada un recorte de la tasa de política. De partida, la inflación IPC estará por sobre el centro del rango meta en el corto plazo. Esto no implica, de por sí, que existan presiones inflacionarias subyacentes para el mediano plazo —de hecho, estas presiones por ahora aparecen bien controladas— pero sí constituye un riesgo que debe ponderarse en una economía en que la indexación es aún relevante. Más importante es que subsisten riesgos como la situación de Brasil y una eventual guerra en el Medio Oriente, que elevarían la inflación aún más, aunque probablemente de manera transitoria, en la medida que la fortaleza del ancla nominal se mantenga. Otra fuente de riesgo inflacionario es el reajuste de sueldos del sector público, en discusión en estos días. Por último, cabe mencionar que la mayor debilidad de la actividad en el corto plazo tiene un efecto deflacionario particularmente pequeño, al concentrarse en sectores de oferta (minería y pesca) que no producen holguras en mercados que puedan afectar de manera relevante la dinámica de los márgenes de comercialización y/o de los salarios.
8. Ahora bien, tampoco es obvio argumentar a favor de un alza en la tasa de interés. Si bien la mayor inflación IPC que se ha observado podría justificar moderar el grado de impulso monetario, existen varias consideraciones que debilitan esta posición. En este sentido cabe destacar, primero, que las presiones subyacentes se mantienen moderadas. Por otro lado, dada la trayectoria que está teniendo el tipo de cambio, en comparación con la reunión pasada se ha tendido a atenuar el riesgo de que la inflación se acerque (o eventualmente traspase) el techo del rango meta, aún en forma transitoria, dentro de los próximos 24 meses. Este menor riesgo podría reducirse aún más con la rebaja de tasas por parte de la Reserva Federal y si efectivamente disminuye el precio de los pasajes de la locomoción colectiva. Tampoco es fácil argumentar con fuerza a favor de un alza de la tasa sobre la base de las consecuencias inflacionarias de escenarios de riesgo, como la situación de Brasil y/o una guerra en Irak. Por el momento, éstos se mantienen como escenarios alternativos y, dado que no tienen consecuencias inflacionarias especialmente persistentes, no parece necesaria una acción preventiva. En relación con las expectativas de inflación de mediano plazo, éstas se encuentran bien alineadas, tanto en la encuesta como en los diferenciales de tasas. A estos argumentos se agrega el hecho de que aún no existen señales concretas de un aumento en el ritmo de crecimiento. Por último, si bien el dinero muestra una trayectoria de fuerte expansión, su trayectoria es coherente con los fundamentos que lo determinan, tasas de interés y actividad.
9. A la luz de estos argumentos se recomienda mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual como la opción más adecuada.
10. Respecto de las opiniones del mercado, cabe destacar que mayoritariamente (salvo en la encuesta de expectativas en la cual, excepcionalmente, ello se estima de manera unánime) no se esperan cambios en la tasa de política monetaria para esta reunión.



El Presidente ofrece la palabra para comentar las opciones.

El Consejero señor De Gregorio señala que la actual coyuntura económica y el escenario central que ha estado subyacente a las últimas decisiones del Consejo no son significativamente diferentes de los antecedentes tenidos a la vista en la reunión anterior, aunque a su juicio, el balance de riesgos es negativo.

Desde el punto de vista inflacionario, a pesar de la sorpresa negativa del mes de octubre, la que fue causada por elementos transitorios, ésta no afecta la evolución de la inflación subyacente, y por sobre todo, no altera las perspectivas inflacionarias en el horizonte de política, a pesar de una mayor inflación en el corto plazo. Más aún, la encuesta de expectativas revela que las proyecciones privadas se encuentran ancladas en el centro del rango meta, lo que es consistente con las proyecciones propias.

Desde el punto de vista de actividad se observa una cierta mayor lentitud en el ritmo de crecimiento, pero, como muy bien se destaca en el análisis presentado por la División Estudios, ésta responde más bien a desarrollos por el lado de la oferta y, por lo tanto, sus consecuencias sobre las presiones inflacionarias son menores y de signo incierto.

Nuevamente las mayores incertidumbres provienen del escenario internacional. Si bien el escenario central es muy similar al discutido en el último Informe de Política Monetaria, en su opinión, aumenta la probabilidad de materialización de los riesgos negativos, aunque como señala la División Estudios, el hecho que no se materialicen aún es una buena noticia. Los riesgos quedan en evidencia por la última rebaja de tasa de interés de la Reserva Federal, la cual no era anticipada por el mercado hace unas semanas y muestra una percepción de que los riesgos de menor crecimiento mundial se han incrementado, o al menos siguen latentes. Esto seguirá manteniendo el precio del cobre deprimido y un lento crecimiento de la demanda externa. Asimismo, un potencial conflicto bélico se hace hoy más probable, aunque esto no se ha reflejado en los precios del petróleo, lo que sin duda es una buena noticia. Por último, no se ve en el horizonte cercano un resurgimiento de la oferta de flujos de capitales a las economías emergentes. En todo caso, como ya se destacó, el escenario central se mantiene.

En el ámbito cambiario se ha observado una mayor tranquilidad y una tendencia al fortalecimiento del peso desde la última reunión de política monetaria, la que ha sido consecuencia de una acertada decisión de intervención en el mercado y mayor tranquilidad en los mercados emergentes, en particular en Brasil. Sin embargo, hay que mantenerse muy alertas a las noticias externas y sus implicancias sobre la economía nacional, lo que no haría descartar a priori relajamientos futuros de la política monetaria, lo que aparentemente hoy día no sería conveniente dada la volatilidad financiera. Tal como se advirtió en ocasiones anteriores, la interdependencia de la economía chilena con las otras economías emergentes, en particular las de la región, pone límites a las posibilidades de efectuar cambios en la instancia de la política monetaria y es por ello que hay que aprovechar las ventanas de oportunidades que se abren, como se hizo en la primera parte del año. Si bien la rebaja de tasa de interés de la Reserva Federal abre espacios para rebajas globales de tasas, éstas se ven compensadas, en nuestro caso, por el ambiente de turbulencia, las presiones cambiarlas y nuestra política de intervención.

El Presidente señor Massad expresa que teme que en los próximos meses van a continuar los signos contradictorios en distintas direcciones. Su impresión es que la economía está sujeta a un ritmo de crecimiento relativamente lento, ya que si bien el impulso monetario todavía no se ha manifestado completamente, al mismo tiempo existen riesgos hacia abajo en la economía mundial que siguen presentes. Cree que el juego de esos dos factores va a hacer aparecer signos relativamente volátiles e incluso difíciles de interpretar en los meses próximos.



Al mismo tiempo ve que, a menos que el impulso monetario efectivamente prenda un poco más en los próximos meses, posiblemente la proyección de crecimiento que se ha efectuado para el año próximo resulte estar en la parte alta del rango y, por tanto, hay alguna probabilidad de que esa proyección tenga que ser revisada. Cree que eso hay que tenerlo presente para poder observar apropiadamente cómo se van desarrollando los acontecimientos en los próximos meses.

Señala que en esta materia son muy importantes los datos que se tengan en el primer trimestre del próximo año, en particular, porque también se ve relativamente compleja la salida de la situación de Brasil, agregando a los temas internos un factor de incertidumbre. Piensa que con los premios soberanos actuales es muy difícil que Brasil logre enfrentar sus problemas de deuda externa, de modo que ahí se puede tener - aún en igualdad de condiciones respecto de políticas a las que hoy día se aplican - algunas dificultades que seguramente pueden presentarse en los próximos meses.

Como ya ha dicho, estima que van a seguir presentándose indicaciones bastante volátiles y que no va a ser fácil deducir tendencias en tal contexto. Sin embargo, comparte la apreciación de que la tasa de interés podría tener que moverse hacia abajo, eventualmente, aunque también es posible lo contrario, si es que el impulso monetario empieza a tomar mayor fuerza y los acontecimientos externos no crean una situación demasiado compleja. Piensa que, en balance, se va a continuar enfrentando volatilidades en ambas direcciones, con muchas dificultades de interpretación, debiendo hacerse un esfuerzo importante para tratar de descubrir, dentro de factores que se van a mover de manera muy distinta, tendencias que puedan ayudar a tomar decisiones en la política monetaria.

El Vicepresidente señor Marshall discrepa parcialmente del planteamiento de la División Estudios. Agrega que comparte plenamente la conclusión, pero no así los argumentos que han sido también presentados por algunos Consejeros en esta reunión y en otras anteriores. Cree que hoy día no se está enfrentando un panorama de riesgo inflacionario y piensa que es importante transmitirlo por cuanto se puede dar una señal, a su juicio equívoca, respecto del sentido de la política monetaria. Señala que en el horizonte de mediano plazo, no se aprecia un problema de presiones inflacionarias preocupantes y si en el futuro las hubiere, prefiere observarlas primero y después ver qué decisión de política correspondería adoptar, porque si el Banco Central mantiene la tasa y transmite que lo hace porque está preocupado por la inflación, cree que se da una señal equivocada.

Manifiesta que bajar la tasa sería conveniente desde el punto de vista de un estímulo a la demanda, independiente de la magnitud que ello tenga. Estima que en las circunstancias generales del comportamiento de la demanda, en torno al 0% o al 1%, lo que necesita esta economía son políticas que la estimulen, independientemente de otras medidas que también se requieran. Se podría decir que una posición conservadora es lo recomendable en las actuales circunstancias, ello porque junto con estimularse la demanda, una baja de tasas podría generar condiciones de menor estabilidad en el ámbito financiero - precio, portafolio, decisiones, etc.- en un ambiente internacional de bastante incertidumbre, con movimientos de precios y de importantes decisiones de composiciones o estructuras de portafolios, en plazos, en monedas. Por ende, lo que debe buscarse, para un mercado pequeño, es tratar de estabilizarlo y no generar condiciones que podrían producir inestabilidad. En ese sentido, a su juicio, resulta más recomendable mantener la tasa hasta que estos factores de incertidumbre y de volatilidad amainen y permitan usar la tasa con el objetivo de impulsar o de apoyar la demanda, porque cree que las presiones inflacionarias están básicamente controladas. Hace esa diferencia, tal vez menor en el orden de los argumentos, pero que a su juicio es importante en la decisión que el Banco Central debe tomar y posteriormente será comunicada.

El señor Ministro de Hacienda señala que si le consultaran si cree que los riesgos de ulterior debilitamiento de la actividad económica y de inflación de demanda están balanceados, él respondería que no. Cree que claramente hay mayor riesgo de desaceleración



de la actividad que de presiones al alza de la inflación de demanda. Si le preguntaran si el total de los riesgos inflacionarios y los riesgos de desaceleración están balanceados, diría que sí, porque los riesgos inflacionarios producidos por el dólar y el petróleo lo están. Estima completamente errónea la interpretación que ha sido publicada en la prensa en el último tiempo respecto de que esta presión que se entiende transitoria - que otros ven menos transitoria - sobre los precios, podría estar relacionada con la liquidez del mercado en pesos. Manifiesta que el precio del petróleo está poco correlacionado con la tasa de instancia del Banco Central y, a su parecer, el precio del dólar en países vecinos - hablando en referencia a cambios relativamente pequeños de tasa de instancia - tampoco lo está. Piensa que los factores de riesgo producidos por los mercados emergentes son absolutamente dominantes sobre la evolución del tipo de cambio, mucho más allá de 100 puntos base más o menos de tasa de instancia. No cree que se observaría una trayectoria demasiado distinta del tipo de cambio en esos países porque se está hablando de cambios ya más grandes. Señala que es un dilema cómo enfrentar esta difícil situación en que hay mayor riesgo de desaceleración de actividad que de inflación de demanda, pero que no se pueden descartar riesgos inflacionarios producidos por factores que aparentemente no están - por lo menos en el corto plazo y dentro del rango moderado - correlacionados con la tasa de instancia.

Manifiesta que depende mucho cómo se entiendan tales factores; cree que sin duda alguna, un alza de la tasa de instancia en este momento, por todo el análisis anterior, sería inapropiada, incorrecta o correspondería a una mala lectura de la realidad. Pero una baja, con una tasa de instancia que es acomodaticia, podría ser leída como un cierto apresuramiento en un escenario no consolidado por lograr revertir los riesgos a la baja de la actividad en forma drástica. Cree que sería muy difícil de explicar en estos momentos un cambio de la tasa de instancia. Dicho lo anterior, piensa que es posible y hasta probable, que los escenarios de menor riesgo de aumento del precio del petróleo y del dólar vayan tomando más fuerza, en cuyo caso, quizás, podría abrirse un espacio menos comprometedor para alguna liquidez adicional.

Termina el señor Ministro diciendo que no es enteramente apropiado lo dicho en relación con la tasa de largo plazo. La interpretación que aparentemente efectuó la División Estudios de alguna mayor expectativa de reactivación, no parece estar confirmada por el sentido que tienen algunos elementos, ya que, entre otros, la inversión se ha revisado, más bien, hacia abajo que hacia arriba. Por lo tanto, cree que lo ocurrido con las tasas de largo plazo tiene más que ver con un problema de portafolio. A su juicio, pagarés largos y pagarés cortos, en pesos o en UF, no serían perfectos sustitutos, como tampoco lo serían los pagarés largos en dólares y la liquidez en dólares. Pudiera ser que en una teoría de habitat preferido acaso fueran más sustituibles pagarés largos en dólares y pagarés largos en pesos. Es simplemente una proposición, si eso fuera así, la regulación de la liquidez para ordenar la tasa de los pagarés cortos en pesos y la de los pagarés largos en dólares, podría ser consistente con una cierta presión al alza de los pagarés largos en pesos o en UF. No parece ser consistente el que se haya disminuido el tipo de cambio con el que no se haya rebajado en la misma magnitud, ni siquiera en la misma dirección, la tasa del pagaré largo en UF. Somete a estudio y a la consideración del Consejo si la composición de la oferta en dólares, con un cambio más sesgado hacia el corto plazo, pudiera no ser adecuada desde el punto de vista de la curva de la tasa de interés.

El Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera, en relación a este último punto, señala que la tasa a la que se han emitido los bonos en dólares del Banco Central, los BCD que reemplazan a los antiguos PRD, ha estado muy correlacionada y muy cercana con la tasa a la que se transan también los bonos soberanos de la República y que la emisión de BCD está siendo compensada gradualmente por menor emisión de papeles largos. Manifiesta que existe un programa para recomprar papeles largos que permite ir haciendo esa adecuación del portafolio y de esa manera mantener una composición relativamente estable entre papeles largos y más cortos. Indica que otro factor a considerar es la mayor oferta de deuda fiscal. La emisión proyectada de papeles del Fisco podría adicionar hasta 1.500 millones





de dólares en bonos nuevos, emitidos en Chile o en el exterior. Este último punto parece no ser muy importante considerando que hay una correlación, una sustitución muy cercana entre los bonos largos en dólares emitidos en Chile y los bonos soberanos. Por lo tanto, un efecto de primer orden es que está aumentando la oferta de bonos con riesgo soberano chileno. El cambio de composición, entre papeles largos y cortos, es efectivo en el margen pero se está compensando a través de este programa de recompra de papeles largos, y de hecho en el neto, antes de que se realizara esta emisión de BCD, la oferta de PRC ha venido decayendo sistemáticamente a lo largo de los últimos doce meses.

El señor Ministro de Hacienda manifiesta que, con todo, ello no le consta, porque se dice que el spread soberano tiene una rara distribución en su correlación con el tiempo, esto es, en la parte más corta de la curva está muy alto, mostrando una cierta insuficiencia de liquidez en dólares frente a frente con pagarés de más largo plazo en dólares. Hay un problema de composición de la oferta de instrumentos en dólares. Evidentemente, dice, que en efecto ayuda el que se haga más espacio al BCD largo vía menos BCU largo.

Sobre ese último punto, señala el señor Herrera que sus comentarios se dirijan a aclarar la percepción existente acerca de que la emisión de los BCD pueda ser considerada un factor que cause un mayor grado de iliquidez en el mercado. Independiente de eso, en periodos como el reciente, en que se observan aumentos del spread soberano, eso tiene una correspondencia también en un incremento en el costo de todas las líneas de financiamiento de corto plazo del mercado y eso puede generar cierta menor liquidez en el mercado de dólares. Señala que se ha tenido evidencia informal y también más formal, en orden a que fenómenos de ese tipo han ocurrido a lo largo de los últimos meses.

A continuación, el Consejo procede a votar.

El Consejero señor De Gregorio, el Vicepresidente señor Marshall, la Consejera señora Ovalle 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:

#### 40-01-021107 – 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.

Se retira de la Sala el señor Ministro de Hacienda, don Nicolás Eyzaguirre.

#### 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.

Los antecedentes acumulados en las últimas semanas no modifican, en lo fundamental, el escenario central de crecimiento mundial y de los precios de las principales materias primas descrito en el último Informe de Política Monetaria para este año y el próximo. Además, se mantienen latentes los riesgos de conflictos asociados a la situación en el Medio Oriente, aunque existe mayor cautela respecto de la fortaleza de la recuperación del mundo industrializado. Por su parte, los grados de incertidumbre en los mercados financieros regionales han sido menores durante las últimas semanas.




Respecto de la economía nacional, algunos sectores ligados a recursos naturales muestran un dinamismo algo menor al previsto. Ello podría implicar que el crecimiento de la actividad del segundo semestre sea levemente más débil que lo proyectado. La inflación, por su parte, ha registrado un aumento hasta 3% y podría aumentar transitoriamente a comienzos del próximo año. No obstante, las presiones inflacionarias subyacentes se mantienen acotadas, con lo que las perspectivas de inflación de mediano plazo continúan alineadas con el centro del rango meta.

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

El Consejo aprueba el texto del comunicado.

Se levanta la Sesión a las 17,30 horas.



JORGE MARSHALL RIVERA  
Vicepresidente




CARLOS MASSAD ABUD  
Presidente



JOSE DE GREGORIO REBECO  
Consejero



MARIA ELENA OVALLE MOLINA  
Consejera



MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI  
Ministro de Fe



NICOLAS EYZAGUIRRE GUZMAN  
Ministro de Hacienda