

MINUTA

Acta correspondiente a la Sesión Ordinaria de Política Monetaria N° 40 celebrada el 7 de noviembre de 2002

ASISTENTES

- a) Consejeros, señores:
Carlos Massad Abud
Jorge Marshall Rivera
María Elena Ovalle Molina
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);
Esteban Jadresic Marinovic (Gerente de División Internacional);
Pablo García Silva (Gerente de Análisis Macroeconómico);
Sergio Lehmann Beresi (Gerente de Análisis y Operaciones Internacionales);
Ricardo Vicuña Poblete (Gerente de Información e Investigación Estadística);
Cecilia Feliú Carrizo (Secretario Ejecutivo del Gabinete de la Presidencia);
Cecilia Navarro García (Jefe de Prosecretaría).
- c) Asiste también el señor Ministro de Hacienda, don Nicolás Eyzaguirre Guzmán.
-
1. ACUERDO : Se acuerda mantener la tasa de interés de política monetaria en 3,0% anual.
2. MATERIA : Reunión Mensual de Política Monetaria correspondiente a noviembre 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 noviembre del 2002:

SINTESIS 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 la 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. En 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 concurren 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 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.

MINUTA

Sesión Política Monetaria

07.11.2002

7

- 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 a la escasez de algunos productos específicos. Se sumó el aumento de los precios de los combustibles —debido a un mayor precio internacional y a 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. Los datos recogidos de las licitaciones de PDDB 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 aumentando 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 y de 4,5%, respectivamente; quebrando 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 indización.
- 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.

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.

- Se 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 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, no se afecta la evolución de la inflación subyacente, y por sobre todo, no se alteran las perspectivas inflacionarias en el horizonte de política, a pesar de una mayor inflación en el corto plazo. Más aún, se manifiesta que la encuesta de expectativas revela que las proyecciones privadas se encuentran ancladas en el centro del rango meta. Desde el punto de vista de actividad se observa una cierta mayor lentitud en el ritmo de crecimiento, sin embargo, 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.

- De esta forma, se indica que las mayores incertidumbres provienen del escenario internacional. Si bien el escenario central es muy similar al discutido en el último Informe de Política Monetaria, aumenta la probabilidad de materialización de los riesgos negativos, aunque como se señalara, 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 en el Medio Oriente se hace hoy más probable, aunque esto no se ha reflejado en el precio del petróleo, lo que 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 el ámbito cambiario se ha observado una mayor tranquilidad y una tendencia al fortalecimiento del peso desde la última reunión de política monetaria, el que se ha visto favorecido por la intervención en el mercado y la mayor tranquilidad en los mercados emergentes, en particular en Brasil. Sin embargo, se manifiesta que 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 en la actualidad 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 por el ambiente de turbulencia y las presiones cambiarias.

- Uno de los asistentes consulta acerca de cuál es el origen de los factores de oferta que están afectando a la actividad, ante lo cual se señala que existen dos factores fundamentales detrás de las noticias relacionadas con el PIB, referidas a minería y a pesca. Por un lado, Codelco no ha cumplido durante el año los programas de producción. Por otro, también relacionado con minería, se refiere a la fase cuatro de Minera La Escondida, que ha sido postergada para el 2003, principalmente por el escenario de precios internacionales. Respecto del sector pesca, se manifiesta que la información recibida recientemente de capturas resultó menor a la prevista, lo que modificó hacia abajo el Imacec de los meses anteriores.
- En relación con los meses venideros, se indica que van a continuar los signos contradictorios en distintas direcciones. Existe la impresión 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. Se considera que el juego de esos dos factores va a hacer aparecer signos relativamente volátiles e incluso difíciles de interpretar en los meses próximos.
- Se señala que en esta materia son muy importantes los datos que se tengan en el primer trimestre del 2003, en particular, porque también se ve relativamente compleja la salida de la situación de Brasil, agregando a los temas internos un factor adicional de incertidumbre. Se cree 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.
- Otro de los asistentes acota que en la actualidad no se está enfrentando un panorama de riesgo inflacionario, lo que es una importante señal que debe dar el Banco Central, pues el horizonte de mediano plazo, no se aprecia un problema de presiones inflacionarias preocupantes.
- En las actuales circunstancias, se indica que una posición conservadora es lo recomendable, porque se podrían generar condiciones de menor estabilidad en el ámbito financiero en un ambiente internacional de bastante incertidumbre. Por ende, se argumenta que lo que debe buscarse, para un mercado pequeño, es tratar de estabilizarlo y no generar condiciones que podrían producir una mayor inestabilidad a la ya existente. En ese sentido, pareciera ser más recomendable esperar que estos factores de incertidumbre y de volatilidad amainen.
- Otro de los asistentes considera que en términos de los riesgos, existe un mayor riesgo de desaceleración de la actividad que de presiones al alza de la inflación de demanda, aunque se considera que en términos agregados se encuentran

balanceados, pues los riesgos inflacionarios producidos por la depreciación del peso y el incremento del precio del petróleo continúan. Se considera como errónea la interpretación realizada respecto de que la presión actual que existe sobre los precios podría estar relacionada con la liquidez del mercado en pesos, pues el precio del petróleo está poco correlacionado con la tasa de instancia del Banco Central y el precio del dólar en países vecinos. Se considera que los factores de riesgo producidos en los mercados emergentes son absolutamente dominantes sobre la evolución del tipo de cambio.

OPCIONES

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 brasileño) 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 del peso iniciada a mediados de septiembre pasado, la moneda local 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 por dólar 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 2003.
6. Respecto de los indicadores sectoriales de gasto interno, cabe destacar el comportamiento de la inversión, que presenta en general un bajo 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, 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 de expectativas 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 no se esperan cambios en la tasa de política monetaria para esta reunión.

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.