

## MINUTA

---

### Acta correspondiente a la Sesión Ordinaria de Política Monetaria N° 39 celebrada el 8 de octubre de 2002

#### ASISTENTES

a) Consejeros, señores:

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

b) Otros participantes, señores:

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

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 octubre 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 octubre del 2002:

#### SINTESIS DEL MES

- El conjunto de noticias acumuladas desde el último *Informe de Política Monetaria* revelan que, por ahora, no hay modificaciones sustanciales en el panorama de crecimiento de corto y mediano plazo. Se anticipa un crecimiento del PIB ligeramente sobre 2% para el tercer trimestre y entre 3% y 3,5% para el cuarto, con variaciones del gasto interno de 2,5% y 3,5% para los mismos períodos. Así, para este año se mantiene la proyección de crecimiento de 2,2% y en torno a 0,5% del gasto interno. La inflación, en tanto, se estima que se ubicará, en el corto plazo, algo menos de medio punto por encima de lo proyectado hace un mes. Más hacia adelante, de mantenerse el panorama cambiario reciente, la inflación podría ubicarse en el cuarto superior del rango meta hacia la segunda mitad del año 2003, para disminuir lentamente hacia fines del horizonte de proyección.

- Las principales variables que inciden en la actividad, tales como las importaciones, exportaciones y la producción industrial, estuvieron, en términos gruesos, dentro de las previsiones del último *Informe* para agosto y septiembre. Luego de los planes de reducción de actividad de las principales cupríferas, la producción minera se mantiene estable, aunque sigue mostrando bajas en doce meses. Este es el principal factor tras la caída estimada de 2% del volumen exportado global durante el tercer trimestre: mientras las exportaciones de cobre caerían 18% en quantum, los volúmenes exportados distintos al cobre continúan creciendo, a una tasa anual estimada de 6,5% para el mismo período. Por ahora persisten las expectativas de aceleración relativamente importante de este sector en el último trimestre de este año y durante el año 2003.
- La actividad en el sector inmobiliario continúa dinámica, con niveles elevados de ventas y algo menos de dinamismo en los *stocks*, lo que indica que la debilidad de algunos indicadores recientes de la construcción puede ser un fenómeno más bien pasajero. Aunque algunos indicadores de consumo durable han tendido a caer en lo más reciente, las ventas de vehículos nuevos se han mantenido estables en los niveles de meses anteriores, bastante por encima de los alcanzados en el curso del tercer trimestre del año 2001, mientras que las ventas del comercio (supermercados y minoristas) han dejado de caer, situación que venía observándose en los últimos trimestres. La ocupación en su conjunto mantiene una trayectoria plana, mientras que las expectativas de los hogares siguen con la leve tendencia a la baja desde los niveles de mayo pasado.
- Esto por ahora revela que, a pesar del recrudescimiento de los riesgos en el escenario internacional, por la continuada incertidumbre política y económica en Brasil y Argentina, la posibilidad de guerra en Medio Oriente y el débil comportamiento de la economía global en general, no se aprecia un efecto depresivo, de magnitud comparable con lo ocurrido el año pasado, en las decisiones de gasto interno o la confianza de los consumidores. Ello, a pesar que medidas tradicionales de *stress* financiero, como los *spreads* soberanos regionales, han vuelto a niveles máximos similares o incluso superiores que los del año pasado, y se mantiene la sequía en los flujos de capitales unida a bastante incertidumbre en las bolsas. La moneda brasileña se ha ubicado por sobre R3,5 por dólar, llegando en algunos momentos a niveles cercanos a R4,0 por dólar.
- En Chile los mercados financieros han tendido a ajustarse a este escenario más turbulento. El tipo de cambio ha alcanzado niveles por sobre el escenario cambiario de mediano plazo utilizado en el reciente *Informe* para la elaboración de proyecciones de inflación y crecimiento. Ello ha impactado en las expectativas de inflación de mediano plazo, que han tenido un incremento del orden de 0,5%. Las tasas de interés de largo plazo han mostrado incrementos del orden de 70 puntos base desde su nivel más bajo hacia mediados de septiembre. Por su parte, las expectativas privadas ya no consideran la posibilidad de reducciones de la tasa de política monetaria en el corto plazo, apuntando más bien a su mantención en 3%, pero por un tiempo menos prolongado que el estimado hace algunos meses.
- Los movimientos anteriores se han dado justamente en un contexto en el que no se ha modificado el panorama de crecimiento doméstico del último mes, que ya estaba internalizado probablemente antes de la divulgación de las proyecciones del último *Informe*. Por su parte, las novedades en términos de política fiscal han estado en el anuncio de un recorte del gasto para este año de 0,3% del PIB, y en el proyecto de Ley de Presupuestos que apunta a un crecimiento del gasto con impacto macro de 3,4% real para el año 2003, junto con un déficit fiscal de 0,7% del PIB y el mantenimiento del superávit estructural de 1%. Esto es un reflejo de que en la medida que se mantenga el escenario de brechas de capacidad contenido en el *Informe* pasado, no es esperable el logro de un superávit efectivo similar al estructural antes del año 2005.

- En síntesis, no se estima que existan antecedentes sustanciales para modificar el escenario de crecimiento de mediano plazo, a pesar de que la encuesta de expectativas indica un leve deterioro del panorama para el 2003 y 2004 (3,3% y 4,2% *versus* 3,5% y 4,5% de hace un mes atrás). En este sentido, el débil comportamiento del precio del cobre por ahora sólo incrementa la probabilidad de un escenario externo más negativo. En el panorama inflacionario, en tanto, sí hay noticias, principalmente por el comportamiento del tipo de cambio. Ejercicios de proyección posteriores al *Informe* muestran que, de mantenerse el tipo de cambio en los valores actuales, la inflación anual del IPC convergería en el curso del próximo semestre hacia el cuarto superior del rango meta, para luego volver lentamente al centro del rango meta hacia fines del horizonte de proyección. Ahora bien, la información de precios más reciente reveló que las presiones inflacionarias subyacentes de corto plazo son menores a las proyectadas hasta hace una semana atrás, descartándose un tercer incremento del precio de la locomoción colectiva en el corto plazo (ahora se esperan dos aumentos en octubre y noviembre).
- Con todo, estas noticias apuntan a un perfil de inflación anual dos o tres décimas por debajo de las trayectorias previstas con anterioridad. Este panorama es consistente con el comportamiento reciente de las expectativas de inflación que se deducen de los mercados financieros, y supone que la trayectoria de costos laborales unitarios continúa con la moderada evolución de los últimos meses. La encuesta de expectativas, en tanto, muestra un incremento más moderado de la inflación esperada. Obviamente, de materializarse una corrección a la baja en el tipo de cambio nominal, este escenario de inflación se vuelve más cercano al centro del rango meta.
- Por el lado del balance de riesgos, los escenarios identificados en el *Informe* de septiembre se mantienen latentes, y con mayores efectos en los mercados financieros y de *commodities*, en la medida que se acercan las elecciones en Brasil y se consolida la posibilidad de guerra en el Medio Oriente.

## EVOLUCION RECIENTE DE LA ECONOMIA

### I. Escenario Internacional

- Durante el último mes se han incrementado las probabilidades de un escenario de mayor riesgo previstas en el Informe de Política Monetaria de septiembre, reflejadas principalmente en los precios de las principales materias primas relevantes para Chile.
- La recuperación más lenta de Estados Unidos, un precio del petróleo alto y el aún no resuelto panorama regional, son factores que apoyan esta evaluación. No obstante, el escenario base en términos de crecimiento mundial sólo ha sufrido una corrección marginal a la baja para el presente año. Desde el punto de vista financiero, las perspectivas de flujos de capitales siguen deteriorándose, en la medida que la situación argentina aún no se resuelve, mientras que en Brasil se han visto acrecentadas las turbulencias derivadas del proceso electoral.
- Las proyecciones de crecimiento mundial se sitúan en 2,5% ponderadas a PPC y 0,6% de acuerdo a los socios comerciales. Para el próximo año, las proyecciones se mantienen respecto de lo previsto en el *Informe* pasado, 3,5% y 2,4% (tabla 1). La dependencia que existe en el mundo respecto de la recuperación de la economía americana, hace mirar con preocupación el retroceso que han mostrado los indicadores de confianza de consumidores y la menor actividad industrial en ese país.
- Por otro lado, desde la reunión pasada, el precio del barril de petróleo ha promediado US\$28,4, acercándose hacia fines de septiembre a valores cercanos a los US\$30, debido al potencial conflicto bélico en Irak. Para los próximos meses se espera que el precio se mantenga oscilando en los niveles actuales, con lo que continúa vigente la proyección promedio para este año de US\$25 el barril. Hacia el año 2003 se mantiene la proyección de US\$24 el barril considerada en la reunión pasada, sin

embargo, de mantenerse los niveles actuales que reflejan la mayor probabilidad de ocurrencia de un conflicto armado en el Medio Oriente, esta proyección podría ser revisada al alza.

- Los mercados accionarios han sido fiel reflejo de la situación económica mundial, así como también el precio del cobre, que se ha mantenido en torno a los US\$0,66 la libra, mostrando hacia fines de septiembre niveles aún menores. Bajo este escenario, si los precios del metal continúan en torno a estos valores, el promedio del 2002 se ubicaría en US\$0,69-US\$0,70 la libra. Hacia el año 2003, se mantiene la proyección del escenario considerado en el Informe de Política Monetaria pasado, por cuanto las perspectivas de crecimiento mundial no han sido modificadas para ese año. Sin embargo, el menor nivel que registrará el precio del cobre en la última parte del año 2002, y la evolución de la actividad industrial en Estados Unidos, sugieren un aumento en la probabilidad que el precio sea revisado a la baja en adelante.
- Durante las últimas semanas, han continuado las disminuciones de los rendimientos de los bonos de mayor plazo en Estados Unidos. Adicionalmente, a raíz del sesgo a la baja en la actividad entregado por la Reserva Federal recientemente, el mercado espera un recorte en la tasa de interés de 25 puntos base hacia el final del presente año. Similar panorama muestra la zona euro, donde la dinámica de precios y la aún lenta actividad, llevan al mercado a incorporar un recorte en la tasa de interés de política en los próximos meses.
- En Brasil, el escenario financiero se ha tornado cada vez más complejo, lo que se aprecia en la fuerte depreciación del real durante los últimos días, con el consecuente impacto sobre el nivel de la deuda pública. Ciertamente el escenario futuro que se enfrentará dependerá de la interpretación que dé el mercado al resultado del proceso eleccionario. Argentina, por su parte, aún no da señales de una salida para su crítica situación. Como consecuencia de lo anterior, los *spreads* soberanos para estas economías, así como del resto de América Latina, han continuado incrementándose.

## II. Mercados Financieros

- En septiembre, las tasas de interés de mercado secundario de los documentos reajustables de largo plazo (PRC) promediaron valores inferiores a los de los meses anteriores, aunque con un comportamiento disímil al interior del mes. En efecto, hacia mediados de septiembre las tasas de interés de los PRC frenaron su caída, luego de alcanzar mínimos históricos: UF+2,07% y UF+3,2% a 8 y 20 años, respectivamente. Posteriormente se verificaron incrementos, los que estarían relacionados con la preferencia de los agentes por inversiones alternativas (moneda extranjera y otros instrumentos de renta fija). Así, el PRC a 8 años se encuentra en la actualidad en UF+2,8%, y el a 20 años en UF+3,8%. Estas tasas de interés se encuentran alineadas con las de los nuevos documentos para plazos equivalentes.
- Respecto de los documentos nominales, las expectativas de mayor inflación para los meses siguientes, han significado ajustes al alza en las tasas de interés a más de un año plazo, con aumentos del orden de 100 puntos base en el último mes (los documentos de menor plazo se mantienen en valores cercanos al de la tasa de política monetaria).
- Las expectativas respecto de la evolución futura de la tasa de política monetaria que se deducen de la curva *forward* indican una mantención de ésta en 3,0%, para tomar una senda al alza a partir de comienzos del año 2003. Similar evolución anticipa la encuesta de expectativas de octubre, aunque con una velocidad más moderada.
- Los agregados monetarios más líquidos continuaron mostrando expansiones anuales entre 12% y 17% nominal en septiembre. Asimismo, durante este mes destacó el crecimiento de las colocaciones efectivas, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera, impulsadas (principalmente las primeras) por la cada vez mayor transmisión de las rebajas de la tasa de política monetaria y por las recientes ofertas de créditos de consumo. En efecto, en septiembre, nuevamente se observaron

disminuciones en las tasas de interés de mercado, con mayor intensidad en las de a más de un año (pesos). Esto ha sido principalmente en las colocaciones para montos inferiores a 200 UF y a más de 90 días, asociados mayoritariamente a los préstamos de consumo.

- El recargo de los bonos corporativos por sobre las tasas de los documentos del Banco Central mantiene la tendencia al alza de los meses previos, la que sigue siendo explicada por la trayectoria decreciente de las tasas promedio de los PRC que es más acelerada que la de los bonos. En efecto, pese al aumento de emisiones de agosto, la TIR media de estos instrumentos se sitúa en torno a 6,1%, la menor cifra desde que se tiene registro de ellas. En el caso de las letras de crédito, las tasas de interés presentaron durante septiembre una tasa promedio en torno a 5,6%. Las letras con tasas de emisión menor al 6% mostraron niveles cercanos a 5,0%, en tanto que las con tasas superiores a 6%, en 6,0%, ambos valores inferiores a los de agosto. Durante las últimas semanas, el *spread* entre estos instrumentos de renta fija se ha reducido, debido a que el aumento de las tasas de interés de los PRC ha sido mayor al del resto de los títulos.

#### *Tipo de Cambio*

- Desde mediados de agosto el peso mantuvo una marcada senda de depreciación, pero con una volatilidad menor a la de junio pasado. Los eventos que provocan esta pérdida de valor del peso están asociados al empeoramiento de las perspectivas de los términos de intercambio para la economía chilena y, principalmente, a la persistencia del riesgo político y económico en Brasil. Las mayores turbulencias regionales también han afectado el resto de las monedas de la región.
- Durante septiembre el peso mostró una depreciación promedio de 3,5%. Esta dinámica se observó principalmente durante la segunda quincena del mes, período en el que el valor de venta de la divisa sobrepasó los \$750 por dólar y en que nuevamente se acentuó la correlación con el real brasileño. Sin embargo, en lo más reciente el TCO ha tendido a estabilizarse en aproximadamente \$745 por dólar.
- Como consecuencia de la menor preferencia de los inversionistas internacionales por activos de renta variable, a favor de instrumentos de renta fija, se ha observado una caída en las tasas de interés de largo plazo de este tipo de documentos en los mercados foráneos. Esta tendencia también se ha presentado en los documentos de largo plazo nacionales, persistiendo un diferencial real negativo del orden de 150 puntos base, que indicaría una leve apreciación esperada del tipo de cambio real. Similar resultado, aunque considerando sólo la mitad de las respuestas habituales, se deduce de la encuesta de expectativas de octubre, que señala un tipo de cambio de \$715 por dólar dentro de dos años. En contraste, según las cotizaciones de *Bloomberg*, se esperaría una depreciación del tipo de cambio nominal del orden de 4% en el mismo horizonte.
- Durante el año, la bolsa chilena ha continuado con la pérdida de valor generalizada de las bolsas del resto del mundo. En particular, el IPSA ha seguido la trayectoria del indicador industrial de Estados Unidos (*Dow Jones*), con una caída acumulada en el año de 24% y una variación negativa de 9% durante septiembre, período en el que se alcanzó el peor nivel anual (78 puntos). Asimismo, los montos transados se han visto afectados, ubicándose septiembre como el segundo mes con menor actividad del año.
- Por otro lado, el indicador de ADR nacionales también presenta caídas en septiembre del orden de 5%, la que pese a ser significativa, es inferior a la experimentada por el indicador agregado de América Latina, que presentó una variación de -18% en el mes.

### III. Actividad y Empleo

- Los antecedentes recogidos desde el *Informe* hasta ahora no indican cambios sustanciales en las perspectivas de actividad en el corto plazo. Para el PIB se mantiene una proyección similar a la considerada en el Informe de Política Monetaria: 2,1% para el tercer trimestre, 3,5% para el cuarto, cerrando el año con un crecimiento anual de 2,2%. En el caso del gasto, en tanto, se produjo una corrección al alza, debido al cambio en la estimación de precios previamente considerada. Así, para el trimestre recién finalizado se anticipa un aumento anual de 2,4% *versus* el 0,5% previsto en el pasado Informe de Política Monetaria. Para el cuarto trimestre se mantiene la estimación en 3,7% anual, que se explica fundamentalmente por una baja base de comparación.
- Respecto del sector industrial, el resultado de agosto estuvo por debajo de lo anticipado, en parte afectado por la paralización del transporte público en la Región Metropolitana. En todo caso, la diferencia positiva de días hábiles respecto del año anterior, anticipa un buen desempeño para lo que resta del año.

#### *Demanda interna*

- Luego de observar una desaceleración en el transcurso del segundo y comienzos del tercer trimestre, la mayoría de los indicadores de consumo sostuvieron un repunte en agosto. Las ventas de supermercados (Asach), que por más de un año habían tenido una evolución negativa, esbozaron una recuperación en agosto (0,2% anual). Asimismo, las ventas del comercio minorista de la CNC (0,7% anual), muestran un quiebre respecto de la tendencia negativa que se extendía desde principios de año. Las ventas de supermercados según el INE, por su parte, aumentaron en 14,6% anual en el mismo mes.
- Las importaciones de bienes de consumo también siguieron esta tendencia, con una importante recuperación en agosto luego de la caída del mes anterior. Datos preliminares de septiembre indican que esta tendencia se mantendría. Las ventas industriales de bienes de consumo habitual, por su parte, tuvieron un comportamiento diferente al del resto de los indicadores, con una caída anual en agosto de -2,9%, manteniendo una tendencia prácticamente plana durante todo el año.
- Por el lado del consumo durable, se observaron trayectorias discordantes. Mientras las ventas de automóviles nuevos tuvieron un incremento anual del orden de 10% —manteniéndose en valores del orden de las ocho mil unidades mensuales—, el componente durable de las ventas del comercio minorista (CNC) mantuvo una trayectoria plana. En tanto que el índice de ventas industriales (INE) para este tipo de bienes perdió los niveles de recuperación registrados en el primer trimestre, con una caída de 25% anual en agosto.
- Por el lado de la inversión, maquinaria y equipos es otro componente del gasto que mostró un comportamiento disímil en las cifras recientes. Mientras en agosto las ventas de bienes de capital (INE) cayeron 22% anual —mostrando una disminución en niveles por segundo mes consecutivo respecto del *peak* de junio—, las importaciones tuvieron una fuerte recuperación, con una expansión de 39% anual. Sin embargo, datos preliminares muestran que en septiembre se produciría una cierta reversión, tanto en nivel como en variación anual.
- El sector inmobiliario ha mostrado una fuerte recuperación en los últimos meses, siendo agosto uno de los meses más dinámicos al venderse más de 1.200 unidades. Así, las ventas crecieron en 20,8% anual, mientras que el *stock* aumentó 4,8%, con lo que los meses necesarios para agotar el *stock* existente disminuyeron a 11,9. Para septiembre, se espera nuevamente un fuerte crecimiento anual, dada la baja base de comparación y, de mantenerse las ventas en torno a las 1.100 unidades, el crecimiento en doce meses sería en torno a 60%.

- Indicadores de actividad futura de este sector, como los permisos de edificación y los despachos de cemento y hormigón muestran una caída en lo más reciente. No obstante, la trayectoria descendente que se aprecia en el *stock* de viviendas puede implicar una reversión de esta tendencia.

#### *Política Fiscal*

- El proyecto de Ley de Presupuestos para el año 2003 supone un balance global efectivo igual a -0,7% del PIB. Este déficit resulta de proyecciones de ingresos consistentes con un crecimiento en torno al 4%, no conociéndose aún los supuestos utilizados para tipo de cambio e inflación.
- Para el financiamiento de este déficit, el presupuesto permite un endeudamiento bruto máximo de US\$1,5 miles de millones. Además, se autoriza la sustitución de los pagarés en dólares del Fisco por otros documentos emitidos en moneda nacional.
- Por el lado de los gastos, aquel con efecto macroeconómico crecerá 3,4%. Si a esta cifra se le agregan los gastos que podrían efectuarse a raíz del plan AUGE de Salud y del Programa Chile Solidario —aún sujetos a la aprobación de su financiamiento por parte del Congreso—, el crecimiento máximo del gasto con efecto macroeconómico del gobierno central alcanzaría a 3,8% real. La inversión pública aumentará algo menos de 7% en términos reales, mientras que el gasto corriente se expandirá solo 2%.

#### *Sector Externo*

- Información preliminar indica que en el tercer trimestre se produjo una caída de 0,9% anual en el valor de las exportaciones. Pese al aumento de 2,7% en los precios de los envíos, un descenso de 3,5% en los volúmenes determinó el resultado final. Esta importante caída se debió a una reducción importante en las exportaciones de cobre (-18% en volumen respecto de igual trimestre del año 2001), derivada de una disminución drástica de la producción en la minería privada, información que, no obstante, está en proceso de revisión. Las restantes categorías, principales no cobre y resto, tuvieron aumentos de volumen del orden de 6,5%, algo sobre lo estimado en el Informe de Política Monetaria de septiembre.
- El volumen de las importaciones, por su parte, cayó 0,4% en el tercer trimestre, teniendo el mayor aumento las de bienes de consumo (8,1%), en tanto que las de capital fueron el componente menos dinámico (-0,5%). Los precios de las compras al exterior cayeron 2,2% en período, con disminuciones de 4,1%, 1,2% y 3,6% en los componentes consumo, intermedio y capital, respectivamente.

#### *Mercado Laboral*

- Durante el trimestre móvil finalizado en agosto, el mercado laboral continuó mostrando signos de deterioro. El empleo privado, eliminado el componente estacional, tuvo una caída del orden de 25 mil puestos de trabajo entre trimestres móviles, que fue en parte compensada por el aumento en los planes de empleo público. Con ello, la caída del empleo total se redujo a cerca de 15 mil plazas de trabajo.
- La menor ocupación, pese a una nueva caída en la tasa de participación, provocó que la tasa nacional de desempleo, en términos desestacionalizados, tuviera un quiebre en la tendencia decreciente registrada desde el segundo trimestre de este año. Más aún, la tasa marginal de desempleo registró una caída significativa (8,5% en julio *versus* 8,9% en agosto).

- Por sectores, la trayectoria del empleo es explicada principalmente por comercio, agricultura y construcción, que pierden alrededor de 22 mil puestos de trabajo en el período. Sin embargo, el sector industrial, que había presentado la mayor caída de empleo durante el año, registró un quiebre en la trayectoria decreciente registrada desde principios del año 2002.
- Por otra parte, durante septiembre el índice de vacantes muestra nuevamente una pequeña caída. De mantenerse esta tendencia podría configurar un factor de riesgo en la creación de empleo en un horizonte de entre seis meses y un año.

#### **IV. Precios y Costos**

- Un aumento de 0,8% tuvo el IPC en septiembre, acorde con la estimación realizada en el transcurso del mes, constituyendo el mayor incremento mensual del año, estando determinada por aumentos en el precio de los combustibles y de los perecibles. Esto significó que la variación mensual del IPCX fuera sólo 0,3%, bastante por debajo del valor alcanzado en igual mes del año anterior. Medidos en términos anuales, el IPC llegó a 2,3% y el IPCX a 2,0%.
- El incremento del valor del dólar y el aumento en el precio del petróleo han modificado las perspectivas de inflación en lo más reciente. Por un lado, las expectativas de inflación que se deducen del diferencial de tasas de interés entre los instrumentos nominales y reales muestran un aumento en las últimas semanas, situándose actualmente en niveles promedio de 3,5 y 4% para uno y dos años plazo. La encuesta de expectativas de octubre, habiéndose recogido sólo la mitad del número de respuestas habituales, indica una inflación esperada a un año de 2,9% y de 3,2% para dos años.
- En el corto plazo, se espera que el incremento del tipo de cambio impactará a los precios por la vía de los canales habituales, es decir, a través de los costos de los servicios regulados y combustibles. De esta forma, en agosto y septiembre ya se han verificado aumentos en los costos de la telefonía y el agua potable y se esperan aumentos adicionales en octubre. Se suma a ellos, el costo del pasaje de la locomoción colectiva, que luego de aumentos consecutivos en julio y agosto, se incrementará nuevamente en octubre y posiblemente en noviembre. Asimismo, en el transcurso del presente mes se dará a conocer el reajuste acordado para el precio de nudo de la generación eléctrica, valor que se ve afectado por el precio del dólar, y cuyo incremento se traspasa en prácticamente 50% al costo de las tarifas residenciales. Las primeras estimaciones apuntan a un aumento del orden de 5%.
- Otro factor que ha generado mayor inflación en el corto plazo y continuará haciéndolo en adelante, ha sido el precio de los combustibles. Por ahora, los mayores precios de importación en dólares de los combustibles han sido, en parte, amortiguados por la operación del FEPP, que a partir de la tercera semana de septiembre ha comenzado nuevamente a girar recursos en sus distintos subfondos (excepto el del gas licuado). No obstante, los recursos disponibles son bajos, por lo que de mantenerse la actual situación de precios internacionales por un tiempo prolongado, no puede descartarse un mayor traspaso hacia los precios minoristas.
- Durante agosto, el crecimiento anual de las remuneraciones nominales continuó mostrando la tendencia decreciente registrada desde comienzos de año. Ello debido a la evolución de la inflación a partir del cuarto trimestre de 2001, que es incorporada a los salarios vía cláusulas de indización. De esta manera, el incremento anual de las remuneraciones por hora llegó a 4,1%, y el del costo de la mano de obra a 4,4%. Los salarios reales, en tanto, aumentaron en agosto, aunque continúan con tasas de crecimiento anuales inferiores a las del primer semestre.

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 el análisis que se ha presentado destaca, principalmente, el deterioro del ambiente internacional relevante para la economía chilena, en particular, las turbulencias financieras de la región con sus repercusiones sobre el tipo de cambio. Desde el punto de vista inflacionario, las noticias muestran algunos aumentos, aunque los valores finales se encuentran dentro del rango meta, aunque la depreciación del tipo de cambio en el último mes, que alcanza a 3,5%, más la debilidad acumulada anteriormente, se considera que influye en algunas presiones sobre la inflación. Desde el punto de vista de actividad, las noticias son marginalmente negativas.
- Sin embargo, se manifiesta que existen razones suficientes para sugerir cautela y descartar una sobrerreacción a estos desarrollos que aparentemente son de carácter transitorio, los cuales podrían dar una mala señal sobre la conducción de la política monetaria o en particular, si después de un tiempo el peso se fortalece. A este respecto, se destaca que la depreciación de la moneda constituye un *shock* de oferta, el que, de persistir en el tiempo, debería por sí sólo reducir las presiones inflacionarias de mediano plazo, compensando en alguna medida el efecto directo sobre los costos. A su vez, la inflación continúa dentro del rango meta y tanto las expectativas privadas como las estimaciones oficiales indican la no existencia de desviaciones fuera de este rango. En este sentido, se destaca que en horizontes más cortos que el del objetivo inflacionario, debiera ser normal que, en el contexto de un régimen de tipo de cambio flexible, la inflación tenga espacios para fluctuar.
- Respecto del análisis presentado por la División Estudios, se indica que se pueden estar omitiendo algunos efectos importantes del actual escenario externo sobre la inflación. Se señala que es difícil que se mantenga el escenario central del *Informe* de septiembre con sólo un aumento leve de la inflación y un tipo de cambio algo más depreciado. En la actual coyuntura financiera se cree que existen dos escenarios posibles: 1) se mantiene la debilidad del peso con un debilitamiento adicional de la actividad o, 2) se revierten parcialmente los movimientos cambiarios, de modo que se concreta el escenario de actividad y de precios de activos del *Informe* pasado. En ambos escenarios las presiones inflacionarias se debilitan con respecto de las proyectadas, debido a que en el primer caso se daría un debilitamiento de la demanda o, en el segundo caso, existiría un fortalecimiento del peso.
- Con relación a las proyecciones de inflación, se señala que lo que ha cambiado es la probabilidad del escenario alternativo derivado del precio del petróleo y del cobre y por lo tanto, la expectativa incondicional de cuánto es el precio esperado, pues se considera que la información disponible no es suficiente para cambiar el escenario base del *Informe* de septiembre. Se considera que los cambios que han habido en los precios de estas materias primas son todavía marginales. En el caso del precio del cobre, se manifiesta que se acaba de obtener información de analistas que hacen nuevas proyecciones para el 2003 que indican precios proyectados entre 72 y 78 centavos de dólares en promedio, rango dentro del cual se encuentran las proyecciones de los oficiales. Considerando todo esto, puede concluirse que se trata de cambios relativamente marginales, que incrementan los riesgos, pero que no significan aún un cambio sustancial respecto de las proyecciones.
- Dentro del ámbito de las expectativas de inflación a más largo plazo, se quiere destacar el hecho que el documento nominal a cinco años emitido por el Banco Central ha sido calificado por algunos analistas como un cambio estructural importante en la política monetaria, siendo visto como un acto de audacia que tuvo efectos, porque emitir y colocar un papel nominal en cualquier país de América Latina, incluido Chile, a cinco años plazo, a tasas del orden del 6%, es considerado todo un éxito. Además este tipo de instrumentos facilita las transacciones de los documentos locales en el mercado internacional.
- Respecto de los escenarios de riesgo, se señala que siempre se ha mencionado al escenario externo como el más probable de empeorar, a lo que se adiciona la inquietud sobre la posibilidad de otro tipo de riesgos, provenientes del ámbito financiero interno. En general los riesgos de solvencia están bastante acotados, pues la cartera riesgosa de los bancos se ha mantenido constante y las instituciones

bancarias han realizado las provisiones correspondientes, por lo que presentan un adecuado coeficiente de Basilea. Adicionalmente, se indica que es conveniente profundizar en la evaluación de los riesgos de liquidez.

- Con relación a la política fiscal, se manifiesta que el escenario del *Informe* de septiembre, en el cual las brechas de capacidad se mantienen en torno a 4% en todo el horizonte, es perfectamente coherente con una situación de déficit fiscal del orden de lo que se informó en la reciente discusión presupuestaria. Incluso el supuesto de crecimiento del gasto, podría haber estado ligeramente por debajo de lo que se pudiese haber esperado luego que se evaluó un crecimiento del producto potencial de 4%. Se indica que lo que expresan las clasificadoras, es que los grandes problemas de Chile son básicamente el nivel de la deuda externa y la concentración de sus exportaciones en cobre, mostrando la economía chilena una destacada fortaleza en las cuentas fiscales y en los niveles iniciales de deuda pública.
- Existe la impresión que parte del alza que ha experimentado el tipo de cambio en las últimas semanas es un reflejo de un menor acceso al crédito internacional, lo cual, a pesar de no afectar los *spreads* soberanos, es otra forma de contagio por vías diferentes de la delicada situación financiera de la región. Al respecto se manifiesta que el escenario del Informe de Política Monetaria de septiembre es un escenario en que prácticamente no hay flujos de capitales, pero son flujos netos y, por lo tanto, es un escenario de cuenta corriente cercana a cero.
- Respecto del crecimiento que ha experimentado el dinero en los últimos meses, se señala que hay al menos tres argumentos para no considerar esto como de gran relevancia. Desde el punto de vista puramente conceptual, la demanda por dinero es la última ecuación del sistema y por lo tanto, completamente residual. De esta forma, siempre la oferta es igual a la demanda, y teóricamente no existen excesos de oferta de dinero en la economía. El segundo argumento es que si bien el dinero M1A está creciendo a tasas elevadas, a priori no se conoce cuál es el agregado relevante para analizar sus efectos en el resto de la economía, pues mientras la emisión está aumentando menos que el dinero, el M7 crece muy poco al igual que las colocaciones. Un tercer argumento es que las estimaciones de demanda por dinero no están mostrando errores de una magnitud ni de un signo particular.

## OPCIONES

1. En la reunión de política monetaria del mes pasado, el Consejo decidió mantener la tasa de política monetaria en 3% anual. Entre otros aspectos, en esta decisión se consideró que, en el escenario base del Informe de Política Monetaria de septiembre, las proyecciones de inflación eran coherentes con el centro del rango meta. En particular, se esperaba una trayectoria al alza de la inflación durante los meses siguientes hacia 3%, para luego mantenerse fluctuando en torno a ese número durante el resto del horizonte de proyección. Este escenario base consideraba un tipo de cambio *spot* en torno a \$700 por dólar y una apreciación del tipo de cambio real de aproximadamente 2% hacia fines del horizonte de proyección. Por el lado del sector real no existieron grandes noticias, aunque se reconoció que los riesgos latentes eran significativos, con un balance negativo para la actividad y neutral para la inflación.
2. Durante el último mes, el escenario internacional ha mostrado en el margen un deterioro, especialmente respecto de la situación regional. Las perspectivas para la economía global no han sufrido grandes cambios, aunque los escenarios de riesgo han tomado mayor preponderancia, particularmente los relacionados a la situación del Medio Oriente y sus implicancias para el precio del petróleo, y el panorama de la economía de Estados Unidos, donde subsisten amenazas. De hecho, para esta reunión se ha reducido marginalmente el precio esperado del cobre y se ha incrementado marginalmente el precio del petróleo para el año 2003. Principalmente debido a la situación política de Brasil, los mercados financieros de la región han mostrado una fuerte volatilidad durante las últimas semanas y las monedas de varios países han estado bajo presión, incluyendo el peso mexicano y algunas monedas sudamericanas. Se espera que esta volatilidad continúe por algún tiempo más.

3. Respecto de la economía nacional, los fuertes movimientos que ha sufrido el peso constituyen probablemente la noticia más importante. Desde la última reunión de política monetaria el peso se ha depreciado en un poco más de 3,5%, lo que se suma a una depreciación de casi 3% ocurrida entre las dos últimas reuniones. En este ambiente financiero más volátil, las tasas de interés de los documentos del Banco Central de más largo plazo han tenido un pequeño rebote, pero las tasas de interés de corto plazo se encuentran bien alineadas con la tasa de política monetaria. Destaca el hecho que, a pesar de esta volatilidad, las tasas de colocación y las tasas de letras hipotecarias han continuado disminuyendo.
4. Por el lado real las noticias han sido marginalmente negativas, lo que incluye una caída en la producción industrial, un menor dinamismo de las exportaciones y algo menos de medio punto de menor crecimiento proyectado para agosto. Ello, no obstante, es insuficiente para cambiar el panorama de crecimiento del último *Informe* para este año y el próximo, a pesar de que se mantienen latentes los escenarios de riesgo descritos en él. Mención especial merece en esta oportunidad el proyecto de ley de presupuesto, el que sería consistente con un superávit estructural de 1% del PIB y considera un déficit contable de 0,7% bajo un escenario de crecimiento similar al del *Informe*.
5. Nuevas proyecciones con un escenario de crecimiento similar al del Informe de Política Monetaria pasado, pero con un tipo de cambio nominal que persistentemente se mantiene en los niveles actuales, indican que la inflación podría llegar en el curso del próximo semestre hacia el cuarto superior del rango meta, para luego volver lentamente al centro del rango meta hacia fines del horizonte de proyección. Este escenario de mayor inflación esperada también se verifica en los diferenciales de tasas de interés. En el caso de la encuesta de expectativas, el aumento de la inflación esperada es sorprendentemente pequeño. De hecho, ésta ni siquiera sobrepasa el centro del rango meta en los próximos dos años.
6. Con este conjunto de antecedentes se propone descartar como opción un *recorte* de la tasa de interés. Un movimiento de este tipo no sería consistente con los riesgos inflacionarios que genera el escenario cambiario actual. Por otro lado, la disminución de las tasas de colocación es indicativa de que aún no concluye el proceso de traspaso del mayor impulso monetario.
7. Respecto de la posibilidad de *augmentar* la tasa de política monetaria, existen argumentos tanto para considerarla como para descartarla como una opción adecuada. Por un lado, el que la proyección de inflación amenace con acercarse al techo del rango meta —con un tipo de cambio nominal que se mantiene, persistentemente, en los actuales niveles— debiese ser una razón suficiente para pensar en reducir el grado de expansividad de la política monetaria.
8. Por otro lado, sin embargo, el argumento anterior se debilita al considerar que:
  - (i) La proyección de inflación se mantiene dentro del rango meta en el horizonte de proyección.
  - (ii) Las expectativas privadas se mantienen ancladas en torno a 3%: y ello se verifica tanto en la encuesta como en los papeles nominales de largo plazo. Siendo la depreciación del peso en lo fundamental un *shock* de oferta, la política monetaria debiera orientarse en este caso a resguardar la vigencia del ancla nominal, más que a neutralizar el eventual cambio de precios que por una vez provocaría el *shock*.
  - (iii) Es probable que el nivel actual que ha alcanzado el tipo de cambio nominal tenga un carácter transitorio, por lo que no se puede descartar que sufra una corrección durante los próximos meses hacia una trayectoria más cercana a la que subyace en las proyecciones del *Informe*.

9. En particular, respecto del punto anterior, las estimaciones de tipo de cambio real de equilibrio muestran que en la actualidad existe una subvaluación considerable, que los movimientos del tipo de cambio obedecen especialmente a que la región pasa por un período de extrema incertidumbre —la que necesariamente tenderá a despejarse— y que existe la experiencia de lo sucedido luego de la crisis argentina, cuando el tipo de cambio nominal sufrió una fuerte corrección a la baja. Adicionalmente, es posible argumentar que hay tiempo para evaluar la persistencia y efectos de estos movimientos cambiarios. Esta posibilidad —la opción de esperar— es especialmente valiosa en momentos como los actuales, cuando subsisten fuertes riesgos negativos por el lado de la actividad que posiblemente tienen consecuencias deflacionarias.
  
10. A la luz de estos argumentos se recomienda *mantener* la tasa de política monetaria en su nivel actual como la opción más adecuada.

## **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.