



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 31  
DE POLITICA MONETARIA  
celebrada el 9 de abril de 2002

---

En Santiago de Chile, a 9 de abril de 2002, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Carlos Massad Abud, con la asistencia del Vicepresidente don Jorge Marshall Rivera y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina, señor Jorge Desormeaux Jiménez y señor José De Gregorio Rebeco.

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

Asisten también los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;  
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Jorge Carrasco Vásquez;  
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;  
Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic;  
Gerente de División Política Financiera Subrogante,  
don José Manuel Garrido Bouzo;  
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;  
Gerente de Análisis y Operaciones Internacionales,  
don Sergio Lehmann Beresi;  
Gerente de Información e Investigación Estadística,  
don Ricardo Vicuña Poblete;  
Secretaria Ejecutiva del Gabinete de la Presidencia,  
Señora Cecilia Feliú Carrizo;  
Jefe de Prosecretaría, señora Cecilia Navarro García.

Se encuentra también presente, especialmente invitada, la Asesora Macroeconómica del Ministerio de Hacienda, señora Bernardita Piedrabuena Keymer.

I. Resolución sobre Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 30, celebrada el 12 de marzo de 2002.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo el Proyecto de Acta de la Sesión N° 30, celebrada el 12 de marzo de 2002, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

II. Resolución sobre Minuta del Acta correspondiente a la Sesión N° 29, celebrada el 19 de febrero de 2002.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo la Minuta correspondiente al Acta de la Sesión N° 29, celebrada el 19 de febrero de 2002, la que se aprueba sin observaciones.

fs



BANCO CENTRAL DE CHILE

III. Fecha Sesión de Política Monetaria del mes de octubre de 2002.

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de octubre de 2002, para el día 8 de ese mes.

IV. Exposición.

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

SÍNTESIS DEL MES

En el último mes han continuado apareciendo indicaciones en orden a que la economía de los Estados Unidos está en un proceso de expansión. Esto ha empujado al alza las proyecciones de crecimiento mundial, pero todavía el efecto de la crisis de Argentina lleva a mantener el crecimiento ponderado de los socios comerciales en sólo algunas décimas por sobre lo considerado hace algunos meses. Se aprecian, en todo caso, señales claras de diferenciación de Argentina respecto del resto de las economías emergentes, lo que ha redundado en caídas sin precedentes en la mayoría de los *spreads* soberanos y una incipiente recuperación de los flujos de capitales a la región. Este mayor dinamismo mundial ha inducido un incremento en el precio del cobre y del precio del crudo, este último potenciado aún más en días recientes por el conflicto bélico del Medio Oriente.

En todo caso, las últimas estimaciones respecto de la evolución del gasto y la actividad doméstica en el primer trimestre se han corregido con bastante intensidad a la baja. En efecto, la estimación de crecimiento del PIB para el primer trimestre del 2002 se ubica más cerca de 2% que del 3,2% que se esperaba en el Informe de Política Monetaria de enero, mientras que la proyección del gasto interno ha empeorado hacia un valor del orden de -2%, desde cifras cercanas a 2,5% del Informe de Política Monetaria pasado. Esta nueva revisión a la baja en las proyecciones de corto plazo responde al muy débil comportamiento de las importaciones en el mes de marzo y al desempeño de la industria durante febrero, que estuvo por debajo de lo proyectado previamente. A lo anterior se agregan correcciones a la baja en las estimaciones trimestrales de minería y transporte.

Las modificaciones a las proyecciones del PIB del primer trimestre del 2002 no están relacionadas directamente con el cambio del año base. En efecto, del análisis de las tendencias de las series de PIB calculadas con base 1986 y 1996, se observan trayectorias similares para los últimos trimestres.

En el caso del gasto los resultados son diferentes. De acuerdo a las proyecciones del último Informe de Política Monetaria se esperaba una trayectoria de la demanda interna que implicaba una recuperación acelerada a partir del tercer trimestre del 2001. Al incorporar la nueva información disponible se observa un cambio fundamental en la evolución del gasto, trayectoria que también se ve alterada parcialmente al incorporarse el efecto del cambio de base. Con todo, el gasto ha mostrado una evolución decreciente desde comienzos del 2001, situación que se ha estabilizado recientemente. Esta trayectoria estuvo de alguna manera ya incorporada en las expectativas de los agentes del mercado. En efecto, la fuerte caída en las tasas de largo plazo durante el primer trimestre del 2002, y el hecho que las reducciones en la tasa de política fueron anticipadas parcialmente, son indicaciones que el mercado ya internalizaba una situación de menor dinamismo en la economía.

Por ahora, las expectativas privadas no indican reducciones adicionales en la tasa de interés de política, lo que se aprecia en la curva de tasas *forward* y en la encuesta de expectativas



**BANCO CENTRAL DE CHILE**

mensual del Banco Central. Por otro lado, los analistas privados han continuado con una revisión al alza en las proyecciones de crecimiento para el 2003, acercándose en todo caso a las proyecciones del Banco Central contenidas en el Informe de enero. Finalmente, a pesar que el empleo agregado sigue con una trayectoria a la baja, ello se explica sólo por la menor cantidad de empleos de emergencia en la actualidad. El empleo en la construcción ha continuado con una tendencia creciente, en tanto que el empleo industrial ha mostrado un leve estancamiento en relación con el dinamismo de los meses previos .

Los permisos de edificación se mantienen en niveles bajos, sólo con un leve repunte en las últimas cifras. En todo caso, el bajo nivel que presentan en la actualidad, pudiera estar asociado a la mantención de un *stock* de permisos rezagados por un período más prolongado que lo habitual. Esto validaría el relativo mayor dinamismo del sector inmobiliario de los primeros meses del 2002, donde se ha verificado una disminución de los meses requeridos para agotar los *stocks* vigentes, respecto de los últimos valores del año anterior.

Las presiones inflacionarias siguen alineadas con el centro del rango meta. En marzo la inflación fue superior a la de los meses previos, aunque en línea con la estacionalidad propia de este mes. De hecho, la tendencia desestacionalizada de la inflación subyacente continúa entre 2% y 3%. Luego de mantenerse en niveles reducidos, las expectativas de inflación se han vuelto a acercar al 3%, luego de la reducción de la tasa de política monetaria en marzo. En el corto plazo la trayectoria del precio del petróleo implicará incrementos puntuales en la inflación del IPC, y probablemente un reajuste de las tarifas de la locomoción colectiva hacia el mes de junio. Sin embargo, y como ha sido la experiencia en los últimos años, en la medida que no se produzca un cambio de proporciones y sostenido en el panorama mundial para el precio del petróleo, el incremento en la inflación sería un fenómeno más bien puntual.

## ***EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA***

### **I. Escenario Internacional**

Los indicadores de actividad que ha revelado la economía de Estados Unidos en el transcurso del primer trimestre del 2002, han consolidado las expectativas de la mayoría de los bancos de inversión, en cuanto a que la recuperación ya está en marcha. A esta percepción más optimista han contribuido las correcciones al alza que han tenido las cifras de producto del cuarto trimestre de 2001. Este escenario contempla, además, tasas de interés históricamente bajas, así como una agresiva política fiscal. Estos factores, junto con una importante recuperación de los niveles de inventarios en el primer trimestre, han significado revisiones al alza en las proyecciones de crecimiento para esa economía, estimándose en 2,7% para 2002, por encima del 2,1% que se consideraba en la reunión de política monetaria pasada y el 0,7% estimado en el Informe de Política Monetaria de enero.

Estas correcciones al alza han generado una revisión en la actividad de las economías emergentes, particularmente de Asia, cuyo sector externo está fuertemente ligado a la economía norteamericana. Así, la actividad mundial este año presenta un crecimiento de 2,7%, superior al 2,1% estimado en enero. Sin embargo, el crecimiento de los principales socios comerciales es sólo 0,2% superior al del Informe de Política Monetaria de enero, por cuanto América Latina, en particular Argentina, ha registrado significativas revisiones a la baja. Al excluir Argentina, el crecimiento de los socios comerciales llega a 1,8%, el doble que el estimado en el Informe de Política Monetaria de enero.

La recuperación de la demanda mundial, más rápida y profunda de lo que se anticipaba, ha llevado a correcciones en las proyecciones de precios de los principales productos de exportación, en particular del cobre. Sin embargo, el nivel de inventarios que registra este metal, no permite anticipar un incremento muy pronunciado en su precio. En efecto, el nivel

msd  
L2



**BANCO CENTRAL DE CHILE**

actual que presenta el precio del cobre, en torno a US\$0,74 la libra, representaría un techo para su recuperación, lo que llevaría al promedio anual del 2002 en torno a ese nivel. Hacia 2003 se observaría un aumento gradual, en línea con la recuperación de la actividad mundial, para promediar en torno a US\$0,83 centavos la libra.

Respecto del petróleo, el precio *spot* durante los últimos días se ha situado en torno a US\$27 el barril. Ello se sustenta en: i) los acuerdos exitosos de recorte en las cuotas de producción, las que se mantendrían, al menos, hasta junio próximo, ii) la recuperación en la actividad mundial y III) las tensiones en Medio Oriente. Este último factor se ve minimizado ante la posible utilización de los inventarios estratégicos de Estados Unidos.

Como consecuencia de lo anterior, el precio promedio se situaría en US\$24 el barril el 2002 y 2003. La proyección del 2003 se sustenta en que si bien se espera que se fortalezca la demanda mundial del combustible, se estima que Rusia no mantendría los recortes comprometidos el 2002.

Respecto de la política monetaria de las economías desarrolladas, no se prevén cambios durante el primer semestre del año. Por su parte, los rendimientos de los bonos de mayor plazo de Estados Unidos y la zona euro han mostrado incrementos durante las últimas semanas, acorde con las mejores perspectivas de los agentes.

En relación con el desempeño de los *spreads* de deuda de países emergentes, se registró una sostenida disminución durante las últimas semanas, en particular en los casos de Chile y Brasil, y en menor medida de México. Asimismo, se observa que los flujos hacia fondos de deuda emergente se han mantenido en rangos positivos.

En cuanto a la situación argentina, se ha verificado un fuerte aumento del riesgo percibido por los inversionistas externos, reflejado en un *spread* soberano que sube del orden de 1.000 puntos base en el último mes. Asimismo, el peso argentino se ha depreciado marcadamente, a consecuencia de la agitación política, falta de confianza en el sistema financiero y ausencia de ayuda financiera internacional.

## **II. Mercados Financieros**

Durante marzo las tasas de interés de los documentos reajustables del Banco Central continuaron con la trayectoria descendente, acorde con la evolución de la tasa de política monetaria y con una mayor demanda por este tipo de documentos, ante la ausencia de colocaciones de bonos corporativos. En efecto, los PRC alcanzan en las transacciones de bolsa valores en torno a UF+4,0% y UF+4,9% para 8 y 20 años, respectivamente. Los documentos nominales, en tanto, descendieron hasta 90 puntos base durante el mes, sin embargo en las últimas licitaciones mostraron una leve recuperación, conforme a las mayores expectativas de inflación para los meses siguientes, asociadas a las recientes alzas de los precios de los combustibles. Los recortes de la tasa de política monetaria, a diferencia de los meses anteriores, han comenzado a ser traspasados a las tasas que el sistema financiero aplica a sus operaciones con el público. Así, las tasas de colocación, en particular en los plazos superiores a un año han mostrado reducciones considerables, lo que se ha reflejado también en los *spreads*. Esto se ha evidenciado con mayor fuerza en el segmento de medianas y grandes empresas debido a los altos montos involucrados en estas operaciones y a la posibilidad de diferentes alternativas de financiamiento.

Handwritten notes and signatures in the bottom left corner.



**BANCO CENTRAL DE CHILE**

Las expectativas respecto de la tasa de política monetaria que se deducen tanto de la curva forward como la encuesta mensual de abril, no incluyen nuevos recortes en la tasa de política monetaria. Por el contrario, los precios de mercado anticipan aumentos del orden de 50pb. hacia fines del 2002. Esto probablemente se basa en las mejores perspectivas para la economía de Estados Unidos, junto a un escenario de mayor inflación futura.

Durante marzo la diferencia entre los retornos promedio de los bonos corporativos y los PRC disminuyó respecto del mes anterior. Esto se debió a operaciones en el mercado de bonos que tuvieron una madurez superior a las registradas en febrero. Las tasas hipotecarias, en tanto, mostraron una evolución a la baja, pero menor a la de los PRC, situándose actualmente entre 5,70% (4 a 6 años) y 6,5% (6 a 8 años).

En marzo, el dinero M1A mostró una variación real anual sustancialmente menor a la de los meses previos (8,7%), debido al efecto de una mayor base de comparación. Los agregados monetarios más amplios, en tanto, anotaron un ritmo de expansión anual menor al del circulante y el M1A. Destaca la trayectoria a la baja de los documentos del Banco Central y de los depósitos de ahorro, fenómeno que se verifica desde diciembre pasado.

Las colocaciones totales —al sector público y privado— registraron una disminución en marzo. Este resultado se ve reforzado al revisar los créditos al sector privado de febrero, en los que se verificó un estancamiento, principalmente en aquellos destinados a consumo y vivienda, junto a un retroceso en los créditos a empresas. Las ofertas de créditos de consumo que han aparecido durante marzo, podrían haber hecho pensar en un aumento de este tipo de colocaciones, sin embargo, en general, estas ofertas están disponibles sólo para un segmento muy acotado de la población.

Durante marzo, el tipo de cambio mostró un desempeño bastante volátil. A comienzos del mes, producto de la renovación de vencimientos de PRD, se produjo una reducción en la cotización de la divisa, que se revirtió en la última semana, producto del alza del peso argentino. Con todo, el peso se apreció en promedio en \$15 respecto de febrero, anotando un promedio mensual de \$663 por dólar durante marzo. En lo que va corrido de abril la divisa se encuentra en torno a \$659 por dólar.

La tendencia observada para el peso chileno continúa siendo similar a la del real brasileño que promedió en marzo R\$2,35 por dólar. El peso argentino, por su parte, promedió en el mes A\$2,38, alcanzando cotizaciones puntuales cercanas a los A\$4 por dólar. En abril esta tendencia alcista se ha mantenido (Gráfico 3).

Las expectativas de más corto plazo (tres meses) que se obtienen de las cotizaciones de los operadores *Bloomberg* y de los contratos *forward*, señalan un nivel del tipo de cambio estable en torno a \$670 por dólar, con un cierre del año cercano a \$680 por dólar.

Considerando las expectativas de inflación y de tipo de cambio de *Consensus Forecast*, se estima que desde diciembre a la fecha el tipo de cambio real se ha apreciado cerca de 10%, mientras que el TCR5 —que incluye las variaciones del dólar, euro, yen y libra esterlina— presenta una apreciación de 3%. Se espera que este escenario se mantenga durante la primera mitad del año 2002.

En marzo, la actividad bursátil chilena anotó un crecimiento en sus índices, tanto en el IGPA (1%) como en el IPSA (1,7%). Esta expansión se verificó principalmente durante las primeras semanas del mes y fue generalizada en las principales bolsas del mundo.



BANCO CENTRAL DE CHILE

### III. Actividad y Empleo

De acuerdo a información preliminar de las nuevas cuentas nacionales, en el 2001 el PIB aumentó 2,8% mientras que el gasto disminuyó 0,7%. Debe notarse que este cambio en la metodología podría afectar las proyecciones, pues la base de comparación en el 2001 registró un cambio al ser recalculadas con base en 1996 (Anexo 1 al final).

#### Demanda Interna

El consumo continúa sin mostrar claras señales de recuperación durante los primeros meses del año 2002.

Las importaciones de bienes de consumo registraron una disminución importante en febrero (-20%), esperándose en marzo una evolución similar. Sin embargo, en términos de niveles, continúan con la tendencia positiva iniciada hacia fines del 2001. Por su parte, las ventas del comercio (CNC), si bien anotaron incrementos anuales del orden de 2% en los dos primeros meses del año, redujeron la aceleración de fines del 2001. En todo caso, al contrastar estos valores con las importaciones, se continuaría validando la hipótesis de algún grado de sustitución de importaciones. A su vez, durante febrero las ventas de consumo habitual mantienen la tendencia creciente del mes anterior, en tanto que las de consumo durable agudizan su caída (-24% en doce meses). Otro indicador de consumo que muestra una contracción anual importante en los dos primeros meses del 2002 se refiere a las ventas de automóviles nuevos.

La fuerte disminución que muestra la construcción y la debilidad de las ventas e importaciones de capital, hacen que las perspectivas para la inversión en los próximos meses no sean del todo alentadoras.

Los primeros meses del 2002, nuevamente destacaron por el bajo dinamismo del sector construcción, con marcadas caídas en los permisos de edificación, en particular de establecimientos, los que disminuyeron, principalmente, por aquellos con fines industriales. Sin embargo, la acumulación de permisos rezagados —tienen hasta dos años para materializarse— pudiera ser un elemento a tomar en cuenta al analizar la evolución reciente de los permisos y del sector inmobiliario en general. En efecto, se observa que durante los dos primeros meses del 2001 se produjo una reducción (respecto de diciembre) de los períodos necesarios para agotar los *stock*. Esta situación es explicada tanto por la menor cantidad de viviendas ofrecidas, como por el incremento de las ventas del sector.

Las importaciones de bienes de capital cayeron 23% durante febrero con lo que se revierte la recuperación del mes anterior. El índice de ventas de bienes de capital también se redujo (8,5%) por efecto de una contracción del rubro de construcción y maquinarias.

Durante febrero, las exportaciones totales experimentaron una caída de sus volúmenes (5,6%), principalmente explicada por los menores envíos de cobre al exterior (17,1%). En lo que respecta a las exportaciones no cobre, crecieron del orden de 16% debido a un aumento importante (19,4%) en la cantidad exportada. Dentro de los productos más destacados están el hierro y las frutas frescas, los que aumentaron tanto en precio como en cantidad exportada.

De acuerdo a información preliminar, los volúmenes de importaciones durante febrero arrojaron disminuciones en todos sus sectores (-18,3%). Las mayores bajas fueron en bienes de capital y de consumo, con variaciones de -21% y -15,4%, respectivamente (equivalentes al 40% del total de importaciones). Dentro de los bienes intermedios, que cayeron -18,4% en cantidad, destacó la fuerte disminución de los combustibles (-53%), los que sólo representan un 10% del total.



**BANCO CENTRAL DE CHILE**

Para marzo se espera que los volúmenes importados mantengan esta caída, dada la evolución experimentada por los valores durante el mes (-20% en doce meses).

Con todo, las proyecciones actuales para la actividad del primer trimestre del 2002, se sitúan en 2% para el PIB y -2% para la demanda interna. Estos valores representan una corrección a la baja respecto de lo señalado en la reunión de política monetaria de febrero (3,2% y 1,3% para el PIB y gasto, respectivamente).

Desde el punto de vista del origen, las principales diferencias en las estimaciones se deben a sobreestimaciones en las proyecciones de algunos sectores relevantes: minería (se ajustaron a la baja los programas del año); transporte (no se cuantificó del todo el efecto negativo de los atentados terroristas en Estados Unidos en el transporte aéreo) e importaciones, que se preveían más optimistas de lo que fueron. Estas últimas representan el principal ajuste del cambio de las proyecciones del primer trimestre.

#### Mercado Laboral

La tasa de desocupación nacional continúa mostrando la tendencia al alza observada desde comienzos de año, situándose en 8,3% durante febrero. Este valor se explicó fundamentalmente por el aumento del número de desocupados (3,3%), el mayor desde mayo del 2001. En términos desestacionalizados, se verifica una dinámica similar.

El empleo, excluyendo los programas de empleo directo, muestra una caída respecto del trimestre inmediatamente anterior, revirtiéndose el crecimiento registrado desde septiembre del 2001. A pesar de ello, el empleo privado desestacionalizado muestra una leve expansión en el trimestre móvil finalizado en febrero.

En términos de tendencia sectorial, comercio, agricultura y servicios, muestran caídas importantes durante el trimestre. En el caso específico de la industria, se observa un leve estancamiento en relación con el dinamismo de los meses anteriores.

El empleo en el sector construcción continúa aumentando, ello no obstante la fuerte caída de los últimos meses en los permisos de edificación, hecho que se matizaría, en parte, ante la posible activación de permisos rezagados durante los últimos dos años. Además, hay que tener en cuenta que la información reciente de permisos de edificación se encuentra en proceso de revisión, pues los valores pudieran estar subestimados.

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

Una variación de 0,5% tuvo el IPC en marzo, levemente por debajo de lo anticipado a lo largo del mes. El aumento en el precio de los combustibles y el alza estacional en los costos de los servicios de educación determinaron el IPC del mes. Los restantes rubros mostraron variaciones en línea con lo previsto, a excepción de los perecibles con un incremento algo menor. Con ello, el IPCX aumentó 0,5% en el mes, disminuyendo su incremento en doce meses a 3,3% (3,4% en febrero). El IPCX1 en tanto, aumentó 0,6% en marzo y 2,9% respecto del mismo mes del 2001.

De esta forma, la evolución de la inflación sigue en línea con lo esperado, ubicándose a fines del primer trimestre del 2002 en torno a 2,5% anual, cifra que subiría (2,7%-3,1%) durante el segundo trimestre del presente año.

Respecto de las expectativas de mercado, durante marzo se produjo un cambio importante en las que se deducen del premio pagado entre las operaciones nominales y reales. El diferencial del PDBC-360 respecto tanto de PRBC-360 como de la TAB a un año, muestra una reversión en la tendencia decreciente que mostraba hasta comienzos del mes pasado.

Handwritten signature or initials in blue ink.



**BANCO CENTRAL DE CHILE**

Mientras en febrero se deducía una señal de inflación a un año menor a 2,0%, en marzo se acercó al centro del rango meta (3%). Factores como el aumento en el precio del petróleo y el descenso en la tasa de política monetaria están detrás de este cambio en las expectativas de mercado. Por su parte, la encuesta de expectativas de abril arroja una inflación esperada de 3,0% para fines de este y del próximo año, lo que no representa un cambio significativo en relación con los resultados de marzo.

Con respecto a los salarios, al igual que en el mes anterior, la expansión anual del índice nominal de remuneraciones por hora fue de 5,2% en febrero. Esto fue el resultado de un menor incremento de la inflación a partir del cuarto trimestre del 2001 incorporada a los salarios vía cláusulas de indización. Junto con lo anterior, el mayor crecimiento anual de la inflación de febrero, trae como consecuencia la caída en el crecimiento de los salarios reales respecto de enero.

Para los próximos meses se espera un menor crecimiento de los salarios nominales, dada la menor inflación observada durante el último trimestre del 2001 y comienzos del 2002. La suma de este elemento, a la mayor inflación esperada en los meses venideros, hacen prever una caída en los salarios reales en adelante.

## **V. Perspectivas de corto plazo**

En cuanto a las perspectivas para el próximo trimestre, se anticipan inflaciones promedio del orden de 0,3-0,4% para el período abril-junio. El mayor aumento se registraría en abril producto del remanente del mayor precio de los combustibles que no fue capturado por la inflación de marzo (0,25 puntos porcentuales) y que se sumaría a los posibles nuevos aumentos producto del incremento reciente en el precio del petróleo. Respecto de este punto, la posibilidad de que el precio del crudo se consolide en niveles de US\$27 en los próximos meses tendría un efecto acotado sobre los precios internos de los combustibles, por cuanto pese a que el FEPP cuenta con pocos recursos, estos serían suficientes para cubrir un aumento de esa magnitud. Precios del petróleo por sobre esos valores tendrían efectos inflacionarios mayores, aunque actualmente los futuros indican niveles en línea con lo supuesto para el corto plazo. No deben descartarse los efectos indirectos del mayor precio del petróleo. En cuanto al transporte público, se espera un reajuste de \$10 en la tarifa en junio o julio.

## **ANEXO 1**

### **Cambio de Proyecciones 2002 y Nueva Serie de Cuentas Nacionales:**

Las modificaciones realizadas recientemente en las proyecciones de corto plazo pueden ser analizadas tanto desde la perspectiva de la nueva información incorporada a los modelos de proyección, como del efecto que pudo haber tenido el cambio de año base de Cuentas Nacionales. En este anexo se intenta dimensionar estos efectos.

#### **A.- Efecto de la nueva información**

- 1) Los factores más significativos que incidieron en tasas proyectadas más optimistas de la reunión de política monetaria de febrero fueron: una expectativa de recuperación más rápida y su efecto en importaciones esperadas más elevadas; información sobre programas mineros más optimistas y la subestimación del efecto de los atentados terroristas en los Estados Unidos sobre el transporte aéreo.



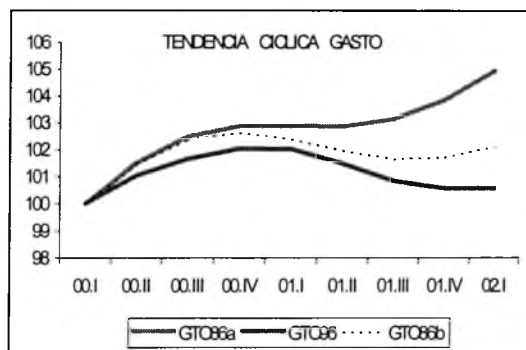
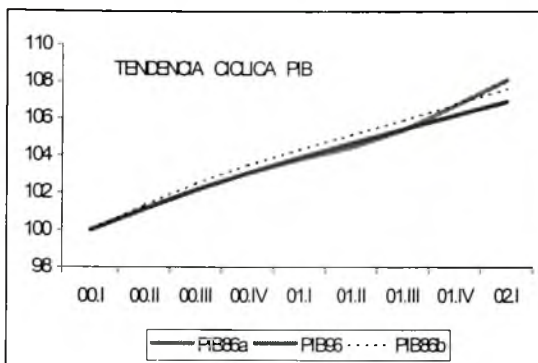


**BANCO CENTRAL DE CHILE**

2) La parte explicada por las diferencias de tasas entre la proyección de febrero y la última (3,1% y 2,0%) se distribuye en: servicios financieros (0,34%), derechos de importaciones (0,21%), IVA (0,21%), minería (0,18%), comercio (0,15%), transporte y comunicaciones (0,14%). Compensa lo anterior, una proyección previa más pesimista de la industria que la actual (-0,1%).

**B.- Efecto del cambio de año base**

Para evaluar el efecto de cambio de año base para las series de PIB y gasto se calculó la tendencia cíclica de tres series alternativas: la serie proyectada en el IPoM de enero (serie (1986a)); la serie en base 1986 hasta el tercer trimestre de 2001 ajustada con las tasas de crecimiento según datos efectivos y proyectados de acuerdo a la nueva base para los trimestres 2001.IV y 2002.I (serie (1986b)); y la serie completa en base 1996 (serie (1996)). Los resultados se presentan a continuación.



Para el caso del PIB las series calculadas con los tres métodos presentan trayectorias similares a partir de 2000.I. Esto muestra que, tanto el cambio de año base, como la nueva información disponible desde el Informe de Política Monetaria, no significan un cambio mayor de diagnóstico.

En el caso del gasto los resultados son diferentes. Los supuestos del Informe de Política Monetaria tenían implícito una trayectoria de recuperación rápida del gasto a partir de 2001.III. Al incorporar la nueva información disponible se observa un cambio fundamental en la evolución del gasto (serie 1986b), trayectoria que se ve modificada además, aunque en menor medida, al incorporarse el efecto del cambio de base.

El Presidente ofrece la palabra a los asistentes.

El Gerente de División Internacional, señor Jadresic, señala que las revisiones al alza de las proyecciones para el crecimiento de la economía mundial no están llevando un aumento paralelo comparable en el crecimiento proyectado para los socios comerciales debido al deterioro de las perspectivas para la economía argentina, y que de ahí puede surgir la pregunta de por qué, siendo que dicho país recoge solamente un 3% de nuestras exportaciones. Al respecto, indica que la situación de Argentina no sólo está teniendo un impacto significativo sobre el crecimiento ponderado de nuestros socios comerciales, sino que también sobre nuestras exportaciones. Manifiesta que acaba de recibir las cifras de las exportaciones a Argentina durante los dos primeros meses de este año, las que indican que éstas han caído, respecto a enero y febrero del año pasado, en un 60%. Explica que todo tipo de exportaciones a Argentina ha caído, señalando que en enero y febrero del año pasado, en conjunto, se exportaron 100 millones de dólares y este año, durante esos dos meses, solamente se exportaron 40 millones de dólares. Se trata de todo

*Handwritten notes:*  
11/11/02  
Jadresic



**BANCO CENTRAL DE CHILE**

tipo de exportaciones: industriales, mineras incluyendo cobre y también agrícolas, pero las caídas son más o menos parejas en todas las áreas, tal vez un poco menos en las industriales, pero como éstas constituyen las exportaciones más importantes, básicamente en términos de monto, las que más se afectan son las exportaciones industriales hacia ese país. Si se hiciera una proyección lineal de esta caída de 100 millones a 40 millones de dólares para el resto del año, se estaría hablando de menores exportaciones, del orden de dos puntos porcentuales del total de exportaciones durante un año.

Hace presente el señor Jadresic que ése es un cálculo muy simple, entre otras razones, porque parte de esas exportaciones se pueden redestinar y también porque enero y febrero se han visto especialmente afectados por problemas de pagos de las exportaciones y puede que haya cierta posibilidad de recuperación a futuro. Sin embargo, este cálculo es ilustrativo de que sí existiría un efecto importante sobre nuestras exportaciones, el que también se manifiesta cuando se pondera por exportaciones el crecimiento de nuestros socios comerciales. En efecto, cuando se saca a Argentina y se ponderan los crecimientos de esos países, de acuerdo a nuestras exportaciones, desde enero a la fecha ha habido un aumento en las proyecciones de crecimiento de nuestros socios comerciales para el 2002 de aproximadamente un punto porcentual. Si se considera el efecto de la situación argentina sobre nuestras exportaciones, que en un cálculo muy simple podría llegar hasta dos puntos porcentuales, no es tan de extrañar o no es tan inconsistente el hecho que el crecimiento de nuestros socios comerciales aumenta solamente un par de décimas en las nuevas proyecciones revisadas, las que incluyen la caída del producto en Argentina para el año 2002.

Reitera que las exportaciones a Argentina son principalmente industriales, siendo esto interesante porque desde el punto de vista del cálculo del producto real, del volumen, se pensaría que las exportaciones industriales son más elásticas a estas situaciones, aún cuando haya la posibilidad de redestinarlas. No como en el caso de otras exportaciones, en que la producción está básicamente predeterminada, y por lo tanto, el efecto que tiene la caída de las exportaciones a Argentina sobre el crecimiento del producto es probable que sea más directo que en el caso de otras exportaciones.

El Vicepresidente señor Marshall manifiesta que tiene una hipótesis y una consulta. La hipótesis es que el riesgo país no logra explicar la apreciación cambiaria, por lo tanto, de ser cierto, ¿qué explica la decisión cambiaria? La contrahipótesis es que se debe a factores más circunstanciales, financieros, no renovación de fondos, lo que puede tener una razón, pero es más transitorio. Señala que es distinto decir "el riesgo país nos ha permitido tener un tipo de cambio porque la reactivación viene", entonces el tipo de cambio está a \$ 650 ó \$ 645 para oscilar en torno a eso. Y lo otro es decir "en realidad no podemos explicar bien estas apreciaciones que se han producido, probablemente, por razones financieras u operaciones financieras y por tanto, podemos considerar que sea más transitoria". El alza del precio del petróleo coincide con este fenómeno de apreciación, pero no apostaría a esto como factor permanente. Es su hipótesis y solicita opiniones sobre este punto.

El señor Ministro de Hacienda expresa que el riesgo país mide sólo el riesgo soberano, y pregunta qué ha pasado con los spreads de los bonos de las empresas, si éstos habrán caído igual que el riesgo país o más que el riesgo país.

El señor Jadresic señala que hasta marzo, el spread crediticio externo de las empresas ha caído, en promedio, una cifra más o menos parecida a la del spread soberano.

El Presidente consulta si ésta es una información independiente o es una estimación a base del riesgo soberano de los papeles fiscales, contestando el señor Jadresic que es una información independiente y el monto es de unos 30 puntos base, aunque no tiene datos recientes para las últimas dos semanas de marzo.



**BANCO CENTRAL DE CHILE**

El Gerente de División Estudios, señor Valdés, expresa que sería cauteloso en cómo evaluar la caída del premio soberano en un ambiente en que hay salida de capitales de Chile. Señala que la cuenta capitales está básicamente seca y, en el margen, las Administradoras de Fondos Pensiones están invirtiendo recursos en el exterior y comprando parte del bono soberano de acuerdo a información de la Gerencia de División Internacional. Si se considera que el precio del bono soberano depende del inversionista marginal, y que las AFP, casi por definición, consideran que el riesgo de la República es muy bajo, entonces podría ocurrir que el riesgo país que se está midiendo esté por debajo del riesgo percibido, en general, por los inversionistas internacionales. Señala que esto no se daría si es que hubiese un flujo de capitales positivo, porque en ese caso se trataría de extranjeros comprando en el margen papeles chilenos.

El Gerente de División Internacional, señor Jadresic, señala que, en un sentido inverso, la caída del premio soberano en el caso chileno, si se utilizan los modelos que se han desarrollado aquí en el Banco, se puede explicar perfectamente por lo que ha ocurrido con los premios por riesgos de las empresas A- en Estados Unidos y con los spreads de los demás países en América Latina, los cuales también han caído. Explica que cuando esto se toma en cuenta y se aplican los factores correspondientes, la caída del spread soberano chileno está en línea con esos desarrollos; y más aún, que el nivel al cual se está transando hoy el premio soberano del papel chileno, es similar al que alcanza el papel de Corea que es BBB+. Esa es una diferencia que normalmente ha llamado la atención de por qué existía, lo cual sugiere que se está produciendo una corrección. No se sabe si se sostiene o no se sostiene, pero hay razones para pensar que el spread soberano está alcanzando un nivel más compatible con lo que es la clasificación de riesgo de Chile, más comparable con el premio de Corea.

En relación a lo expresado y algún otro comentario del señor Valdés que señala que la Bolsa ha subido bastante menos que las otras bolsas internacionales, con lo que se reafirma quizás esta hipótesis de mercado segmentado, sucediendo ahora que el activo chileno bolsa igual produce un activo chileno premio soberano; el Presidente señala que ahí hay un problema complicado, porque todos nuestros valores han ido perdiendo liquidez, nuestra Bolsa ha ido perdiendo liquidez en la medida que se va concentrando la propiedad de empresas, se van fusionando y concentrando, entonces hay muy pocas acciones chilenas que sean hoy día líquidas y que puedan dejar un valor razonable de mercado y eso hace que, en primer lugar, haya un ajuste hacia abajo en los precios, en general, de la Bolsa por falta de liquidez y en segundo lugar, que haga muy difíciles las comparaciones.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor García, respecto del escenario con relación al tipo de cambio, manifiesta que es verdad que la magnitud puede parecer pequeña, 0,3%, pero hay que recordar que esto es el equivalente anual sobre un papel que tiene una duración de varios años. Luego, la apreciación acumulada que se deduce es del orden de magnitud de lo que ha ocurrido en el curso de este año con el tipo de cambio real.

El señor Jadresic indica que, sin embargo, hay que considerar también lo que ha pasado con las tasas de los papeles de largo plazo en el exterior, y éstas, en forma paralela a la caída del premio soberano, han estado aumentando. Si se observa desde enero hasta la semana pasada, se está hablando de un aumento en las tasas de largo plazo en Estados Unidos del orden de 35 puntos base, el que es comparable a la caída del spread soberano desde entonces, por lo tanto, en términos del costo de financiamiento, la verdad es que no ha cambiado mucho la situación hasta la semana pasada. Lo que sí ocurre desde la última semana a la fecha es que ha habido en los papeles de largo plazo de Estados Unidos una disminución importante, los que ahora ofrecen una tasa en torno a 5,25%, siendo que estaban a 5,40% hace una semana. Entonces, como un aspecto puntual que ayuda a explicar la evolución del tipo de cambio en la última semana, el cambio relevante no ha sido en el spread soberano sino que en las tasas de largo plazo de Estados Unidos.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Presidente tiene la impresión de que el movimiento del tipo de cambio es transitoriamente a la baja, el cual podría estar relacionado, además, con la venta de acciones del Banco Santiago. Haciendo un sondeo, todos coinciden que es la hipótesis más apropiada, entonces, en este momento, no podría darle a la baja del tipo de cambio de estos días un carácter permanente.

El Ministro de Hacienda estima que el tipo de cambio seguirá apreciándose y considera que la evolución del tipo de cambio no está correctamente endogenizada en las proyecciones de inflación.

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

Al respecto, el señor Valdés señala lo siguiente:

1. En la reunión anterior de política monetaria, el Consejo decidió recortar la tasa de política monetaria en 75 puntos base, a 4,75%, sumándose esta rebaja a otras dos realizadas en las reuniones de enero y febrero de 50 puntos base cada una. La principal explicación de estos movimientos estuvo en la disminución que tuvieron las perspectivas de inflación para el horizonte relevante, reducción que tuvo su origen en: (i) una trayectoria del gasto doméstico más lenta que lo anticipado; (ii) una inflación efectiva —total y subyacente— menor a la prevista por la materialización de distintos shocks favorables; y (iii) una relativa mayor tranquilidad en los mercados financieros de las economías emergentes. A estas circunstancias se añadió una apreciable mejoría en las perspectivas de crecimiento de la economía mundial, empujada fundamentalmente por Estados Unidos, situación que, sin embargo, no dio pie a cambios en el panorama de precios de los principales commodities ni a modificaciones de importancia en el crecimiento promedio esperado de nuestros principales socios comerciales.
2. Las rebajas recientes en las tasas de interés han permitido que la tasa de política monetaria se aproxime al nivel que se ha considerado adecuado para dar cuenta de estos desarrollos. Es claro, además, que el nivel actual de la tasa de interés configura una situación de política monetaria más expansiva. Las expectativas de inflación en el horizonte relevante se encuentran cerca del 3% anual, lo que implica que la tasa real ex ante se encuentra en el entorno de 1,75%. Este valor es claramente menor a las estimaciones de tasa neutral, que fluctúan entre 3% y 5%, dependiendo de la metodología utilizada.
3. Los principales antecedentes que se han acumulado desde la última reunión de política monetaria son los siguientes. En primer lugar, en el ámbito internacional se ha consolidado y generalizado la percepción de que Estados Unidos está en una senda de crecimiento mientras las proyecciones de actividad para este año continúan siendo ajustadas al alza. Una fracción importante de nuestros principales socios comerciales (Europa y Asia) ha comenzado a tener mejores perspectivas apoyadas justamente en la recuperación norteamericana, aunque la situación de América Latina continúa debilitándose (Argentina). En este entorno se espera un precio del cobre promedio para el 2002 algo mayor que en reuniones pasadas (74 versus 72) y un precio del petróleo más elevado (24 versus 21), el que, a su vez, se ha visto además influido por los conflictos del Medio Oriente.
4. Al mencionado mayor precio del petróleo se agrega una disminución del tipo de cambio no prevista en las reuniones pasadas y la mantención del riesgo soberano en niveles históricamente reducidos. Si bien es aún prematuro para determinar si estos dos cambios serán persistentes, los shocks cambiario y petrolero tienen efectos de signo opuesto y consecuencias inflacionarias aproximadas de magnitud comparable, aunque difieren en su impacto temporal.



BANCO CENTRAL DE CHILE

5. Segundo, la actividad y demanda doméstica continúan entregando señales de debilidad. Las importaciones de marzo fueron menores a las previstas, los indicadores de consumo de bienes durables siguen mostrando caídas interanuales sustantivas y la información referida a inversión no permite prever una recuperación acelerada de ésta. A esto se contraponen una expansión moderada en la venta de bienes de consumo habitual y datos mixtos del mercado laboral. Con todo, el crecimiento esperado del PIB y del gasto del primer trimestre se ha ajustado a la baja, con correcciones mayores en el caso del gasto. Debe notarse, sin embargo, que debido al cambio de año base de las cuentas nacionales, los ajustes en el crecimiento y el gasto reflejan principalmente información que se analizó previamente.
6. Tercero, la inflación de marzo tuvo un comportamiento marginalmente mejor que lo esperado por una evolución de los precios de los productos perecibles más favorable que lo anticipado. Las perspectivas de corto plazo son que la inflación se mantendrá por debajo de 3% anual, llegando a ese número durante algunos meses puntuales. La inflación subyacente, en tanto, continuará en una trayectoria decreciente hacia el centro del rango meta, por debajo de lo previsto hace algunos meses.
7. Y cuarto, las expectativas privadas de crecimiento e inflación han evolucionado marginalmente al alza. De acuerdo a la encuesta del Banco Central, el crecimiento esperado del PIB para el 2002 aumentó desde 3,0 a 3,1% y la inflación esperada a uno y dos años plazo aumentó en 0,1%, a 3,1 y 3,2%, respectivamente. Más allá de estos cambios de proyecciones, existe un mejor ambiente de expectativas de actividad, aunque aún no se observan datos efectivos que validen esta percepción. Cabe destacar, además, que las mejores proyecciones privadas continúan por debajo de las proyecciones que contenía el último Informe de Política Monetaria.
8. En síntesis, y no obstante que la gran mayoría de la información acumulada de la economía doméstica es negativa, ésta tiene un grado apreciable de consistencia con el cuadro que se describió hace un mes y que motivó la última rebaja de tasas. Los antecedentes que se han acumulado, por lo tanto, no constituyen un conjunto de información que cambie fundamentalmente el panorama macroeconómico. De hecho, si bien muchos indicadores de gasto muestran disminuciones en 12 meses, los niveles desestacionalizados señalan que el punto más bajo habría ocurrido durante el segundo semestre del año pasado. En el ámbito de los precios, en tanto, las perspectivas de inflación siguen convergiendo a 3% anual.
9. Por lo tanto, se proponen como opciones de política mantener la tasa de política monetaria o bien recortarla en 25 puntos base.
10. Se sugiere descartar un aumento de tasas de interés porque no hay antecedentes que indiquen que las presiones inflacionarias tengan riesgo de acercarse al techo del rango meta. Los datos efectivos de inflación, nuestras propias proyecciones y las expectativas de inflación del sector privado se mantienen bien asentadas dentro de la banda de 2 a 4% (el decil 9 de la encuesta espera una inflación de 3,5% en el horizonte relevante, a pesar del shock de precios del petróleo). Considerando los antecedentes revisados tampoco se propone como opción un recorte mayor a los 25 puntos base.
11. Respecto de las opciones propuestas, sería más apropiado un recorte de 25 puntos base si se evalúa que hay riesgos que las perspectivas de inflación vuelvan a la mitad inferior del rango meta. Esta evaluación debería depender de lo siguiente:
  - Si el shock de precios del petróleo que se observa en la actualidad tiene un carácter más transitorio que el implícito en el escenario de precios promedio de US\$ 24 por barril.



BANCO CENTRAL DE CHILE

- Si la apreciación del tipo de cambio tiene un carácter duradero (el Informe de Política Monetaria de enero consideraba un TCR-5 5% más apreciado que lo que se discutió en la reunión del lunes como escenario central), lo que es consistente con una caída de riesgo soberano persistente y mayor calma en los mercados financieros de economías emergentes.
  - Si las perspectivas de recuperación de corto plazo de la demanda doméstica pierden fuerza (p.ej., si se considera que la información de inventarios no es lo suficientemente confiable, si los efectos reales de la situación de Argentina continúan siendo relevantes, o si las mejores expectativas privadas tienen riesgo de sufrir un revés).
  - Si los efectos de un shock petrolero más duradero tienen como efecto principal un impacto negativo en las perspectivas de recuperación de la economía mundial.
12. Además de la información disponible, existen, como siempre, consideraciones estratégicas en la evaluación de los curso de acción de política.
13. En este sentido es relevante constatar que tanto la encuesta de expectativas, como los precios financieros, señalan que el mercado mayoritariamente no espera cambios en la tasa de interés durante esta reunión. Ahora bien, movimientos inesperados en las tasas de interés pueden tener efectos positivos en la medida que sean posteriormente bien comprendidos y no constituyan un foco de inestabilidad en el mercado cambiario. En el caso actual sucede que el tipo de cambio se ha fortalecido durante los últimos días y no se perciben signos de estrechez, al tiempo que el riesgo soberano se mantiene en niveles reducidos. Circunstancialmente, además, la tasa de crecimiento en 12 meses de las importaciones de la primera quincena de marzo—en poder del mercado—es sustancialmente mayor a la del mes completo (+1 contra -20%).
14. Un segundo elemento es el efecto que pudiese tener un recorte de 25 puntos base sobre la trayectoria esperada de tasas de interés en un marco en el cual, desde que se nominalizó la política monetaria, todos los cambios de tasas han sido de una magnitud mayor. Una lectura posible de un cambio pequeño es que se ha llegado al fin de un ciclo de rebaja de tasas. Esta percepción podría tener un impacto positivo sobre las decisiones de postergación de gasto, pero también podría dificultar movimientos futuros de política monetaria en un momento de alta incertidumbre respecto del curso futuro de los acontecimientos.

El Presidente ofrece la palabra a los asistentes.

El señor Ministro de Hacienda cree apropiado destacar, a pesar de ser bien conocido, el rol de la política monetaria en el actual ordenamiento macroeconómico de nuestro país, dado que ha recibido alguna atención en el último tiempo en las opiniones, tanto políticas como más académicas. Señala que el país ha optado, durante el último tiempo, por una combinación de política fiscal guiada por una regla de mediano plazo, un tipo de cambio flexible y una política monetaria que apunta a objetivos de inflación. En la literatura más reciente y tal como se dijo en Monterrey, esta mezcla de políticas es conocida como “la tríada de diamante”, y han sido el tipo de políticas que recientemente los organismos internacionales han recomendado adoptar a los países. Cree, por tanto, que es un bien público de alta importancia que se debe preservar y que, obviamente, requiere que cada una de las distintas políticas actúe adecuadamente con las otras, en particular, acorde con la actual política fiscal.

En el mismo sentido destaca la opinión del profesor Corbo, y cree que se ha hecho más claro en la discusión pública, que en término de la estabilización del producto en el



**BANCO CENTRAL DE CHILE**

corto plazo, la política monetaria es la más eficiente en una economía regida por el ordenamiento macroeconómico antes descrito. Si se usara la política fiscal, se puede afectar el riesgo país y también, por el eventual impacto que tiene esta combinación de políticas sobre el tipo de cambio, a las exportaciones netas. Lo anterior pone de manifiesto que existe cierto acuerdo sobre el rol central, en el contexto de las políticas de demanda agregada, que tiene la política monetaria como instrumento de estabilización de la actividad real en el corto plazo. Esto introduce un elemento muy significativo para el Banco Central, ya que si bien su ley orgánica establece que éste tiene por objetivo controlar la estabilidad de los precios, esta última se relaciona estrechamente con las orientaciones generales de la política económica y en tal sentido, el Banco Central tiene el difícil rol de armonizar el crecimiento con la inflación. Lo anterior no ocurriría si la política monetaria fuera neutral, ya que el coeficiente de sacrificio sería cero. Pero la política monetaria no es neutral en el corto plazo, y es por eso que ustedes mismos han definido un rango meta de inflación de 2% a 4%. La forma de conciliar este trueque entre actividad e inflación debería ser materia de discusión, ya que no está suficientemente acotado como para definirlo completamente.

En otras oportunidades se ha expresado el problema relacionado con lo que se conoce como el error tipo 1 y error tipo 2. Siempre y en todo momento cuando se hace una proyección de inflación de corto o mediano plazo, se debe efectuar el balance de riesgos. Cuando las acciones de política monetaria inducen la toma de un cierto seguro frente a la eventualidad de que alguno de estos riesgos se materialice e implique un alza de la inflación, necesariamente está implicando un cierto sacrificio del producto. Si ese shock se materializa y la política monetaria fue correcta tenderá a anular ese shock. Pero si el shock no se materializa, se comete el error tipo 2, donde la política monetaria siguió el curso tal como si ese shock se fuera a materializar. Luego es necesario establecer cuáles son los antecedentes y cuáles son las conjeturas. Antecedentes son que el precio del petróleo hoy día es de 25,5 dólares por barril, el tipo de cambio es de \$ 650 y la velocidad instantánea de expansión de la economía será 0%, 0,5% o 1,0%. Estos son los datos, todo el resto son conjeturas. No se necesita de un modelo para pensar que con altísima probabilidad la inflación va ubicarse por debajo del 3,0% si la economía en el horizonte de proyección continúa con este tipo de cambio, este precio del petróleo y este crecimiento. Si uno quiere tomar una postura neutral respecto de los riesgos, hay posibilidades que el petróleo suba o baje, así como hay posibilidades de que la economía se acelere o se desacelere. En este escenario le parece apropiado que la política monetaria se haga más expansiva.

El Consejero señor De Gregorio señala que desde antes de la última reunión de política monetaria se han estado observando buenas perspectivas en la economía mundial. Ellas se han reflejado en un mejoramiento en los índices de confianza en los Estados Unidos, así como en un mejoramiento en las proyecciones de crecimiento internacional para el presente año.

Cree además que en la última reunión se han acercado a lo que se podría decir es la tasa de interés óptima para las condiciones de ese momento. Podremos discutir sobre los detalles, dice, pero el Banco ha hecho un ajuste importante en las tasas de interés, teniendo una política monetaria con un grado de expansividad no visto en muchos años. Más allá de que en la reunión previa su opción original era bajar 100 puntos base, cree que para efectos de la reunión de hoy se pueden preguntar qué ha ocurrido con la evolución de la economía en el último mes y en ese contexto cuál debería ser la decisión hoy día.

Desde el punto de vista de actividad económica, cree que es importante señalar que todas, absolutamente todas las cifras, han sido peor de lo esperado. No se refiere a su nivel absoluto, sino a su comportamiento respecto de lo que se esperaba sucediera.

Basta señalar que después de la última reunión, y con más de dos tercios del trimestre transcurrido, en el Banco se esperaba un crecimiento del PIB de 2,9% para el primer



BANCO CENTRAL DE CHILE

trimestre de este año, y un 3,1% para el segundo. Aproximadamente, tres semanas después se espera que el crecimiento sea de 2,0% y 2,7% para el primer y segundo trimestre, respectivamente. Las proyecciones de gasto también presentaron un deterioro, aunque no tan pronunciado. Es cierto que parte de estos ajustes han sido el resultado del cambio de base de las cuentas nacionales, pero la decisión en la reunión pasada se tomó con mejores expectativas en materia de actividad, las que se han ido deteriorando. También se debe mencionar que hechos como el que la Semana Santa haya caído en marzo, empeora las cifras en dicho mes, pero no representa una noticia. Se sabía de hace tiempo que habría un efecto en relación con los días trabajados.

Es cierto que las proyecciones que presenta la División de Estudios muestran que pareciera que hemos tocado fondo, y las velocidades de expansión muestran una leve recuperación, o al menos cierta estabilidad. Sin embargo, nuestra expectativa hace un mes era mejor, o sea, las novedades reflejadas en los datos más recientes son negativas.

Desde el punto de vista de mercado, a pesar que para marzo aún se espera un IMACEC aproximadamente medio punto por sobre la estimación del Banco, las perspectivas para el conjunto del año son levemente mejores. No obstante, estas son expectativas que, al igual que las nuestras, describen un mejor panorama para el futuro. Pero, más allá de que estimaciones razonables indican un mejor segundo semestre, y coincide con dicha percepción, ellas no son más que las mejores estimaciones que podemos realizar, y aún no hay ningún dato efectivo que valide en la realidad dichas perspectivas, por lo tanto, no se puede descartar que los meses venideros muestren una actividad peor de lo esperado, y este año terminemos creciendo por debajo de un 3%, a pesar de un mejor entorno internacional que el año pasado.

Por lo tanto, desde el punto de vista de la actividad económica, seguimos enfrentando un escenario interno adverso, y como consecuencia, de menores presiones inflacionarias.

Respecto de la inflación, se puede ver que las expectativas en nuestro horizonte de proyección están ancladas dentro del rango meta, y bien centradas en torno al 3%.

Es cierto que hoy día existe un escenario de riesgo por el lado del petróleo, pero, tal como se informaba la semana pasada en nuestra reunión de coyuntura, es muy improbable que éste pase al rango de lo alarmante como para impulsar un proceso de aumento de la inflación y desanclaje de expectativas.

Sin embargo, en días recientes se ha observado una importante corrección del tipo de cambio, que de persistir, compensaría un mal escenario en materia de petróleo. El margen, por el lado inflacionario, que ha estado entregando la evolución del tipo de cambio se ha ido tornando cada vez más auspicioso.

En el escenario central que ha presentado la División de Estudios, se muestra que en este mes y en los que siguen, recién en julio (donde se reemplaza el -0,2% de inicios de la nominalización) la inflación superaría el 3%, llegando apenas a un 3,1%. Después, en los meses de agosto y septiembre, se puede esperar con bastante certeza que se volverá a estar bajo 3%, e incluso muy cerca de 2%.

Tal vez desde el punto de vista de inflación subyacente se pueda enfrentar un panorama no tan positivo, en especial para el IPCX, pero en todos los escenarios, esta medida seguirá muy por debajo del 4%, y tal como lo señala la División de Estudios, convergiendo gradualmente al centro del rango meta.

Por lo tanto, ni las perspectivas de corto plazo, ni las expectativas de mercado a un plazo mayor, muestran algún riesgo inflacionario significativo.

Handwritten notes and signatures in blue ink at the bottom left corner of the page.





**BANCO CENTRAL DE CHILE**

En relación a la decisión de hoy y considerando las perspectivas de inflación y actividad, el señor De Gregorio cree que hay razones que justifican un relajamiento adicional de la política monetaria. Los riesgos inflacionarios son acotados, sin embargo, los riesgos de una actividad aún más lenta son mayores.

El mercado no tiene internalizada nuestras estimaciones de actividad, y el mayor riesgo es que la incipiente mejora de expectativas de mercado se deteriore producto de las malas cifras recientes, generando un escenario de deterioro de la confianza, menor actividad y menores presiones inflacionarias.

En este escenario se puede volver a una situación en la cual haya un amplio consenso en bajar las tasas, y de manera significativa, el cual de acuerdo a la evidencia se decida validar. Sin embargo, es el Banco Central quien conduce la política monetaria y se espera que sea de manera anticipada. Somos nosotros quienes tenemos las mejores estimaciones de lo que está ocurriendo y está por ocurrir, y por ello cree que es importante mantener una posición de liderazgo respecto del mercado.

La efectividad de las bajas de tasas, así como su oportunidad desde el punto de vista de las percepciones de mercado, se observa en la evolución de las tasas largas desde la última reunión de política monetaria. Las tasas largas de papeles a 8 años han bajado aproximadamente 20 puntos base, aunque la tasa a 20 años se ha mantenido más estable. Esto muestra que hay espacios a lo largo de la curva de madurez, lo que además incluye una expectativa que nuestra economía aún está en la parte baja del ciclo, y las perspectivas aún no son promisorias.

Se debe considerar también que en el último mes ha habido una caída de aproximadamente 50 puntos base en nuestro riesgo país, lo que debería traspasarse a la tasa de interés neutral.

El análisis de la División de Estudios ha llamado la atención sobre la oportunidad estratégica de una baja de tasas de interés. Expondrá los argumentos que le parece justifican que ésta es una buena ocasión. El mes pasado la rebaja no fue todo lo transparente que le hubiera gustado, en particular, porque se pudo interpretar como una medida tomada bajo un conjunto de presiones externas. Se podría haber interpretado como una decisión tardía, resultado de presiones, y por ello le parece que fue justificado ir más allá de lo que el mercado estaba esperando, reduciendo la tasa de política en 75 puntos base. Es por ello, que hoy día, sin presiones, es bueno reafirmar nuestra convicción de que la política monetaria es efectiva y la vamos a usar en concordancia con nuestros objetivos. Ya para el próximo mes la evidencia se puede hacer más contundente, estaremos en vísperas de asistir al Senado, y habrá muchos incentivos para que vuelva la presión por una baja de tasas. En la presentación previa al Senado, se bajaron las tasas un par de días antes, después de un tiempo de inactividad. Ahora se podría repetir dicha situación, y no le parece adecuada.

También la División de Estudios señala que una rebaja de 25 puntos base puede ser considerada como la última, lo que al menos, desde su punto de vista, no es deseable. En este caso se pregunta por qué no analizar una rebaja de 50 puntos base, algo que le parece al menos igualmente justificable que mantener la tasa de interés. Otra alternativa sería considerar una baja de tasas de 25 puntos base con un sesgo hacia abajo.

Por último, se podría concluir que tal vez se necesite esperar mientras se confirma que el escenario de mayores precios del petróleo no amenaza la meta de inflación y la fortaleza del peso se consolida. Esto tiene el costo de aparecer con una reacción tardía, aunque la prudencia podría servir de justificativo. Entonces, de ser ése el caso, estaríamos, pública o privadamente, partiendo la próxima reunión con un sesgo a la baja. Le parece válido, pero quiere señalar que, entonces, la discusión cambia de tenor, y no habrá que examinar los



**BANCO CENTRAL DE CHILE**

cambios ocurridos en el panorama macroeconómico, sino sólo confirmar que el actual escenario se ha confirmado.

El Presidente solicita un receso siendo las 16,40 horas.

El Presidente reinicia la Sesión a las 17,00 horas, señalando que se necesita disponer de mayor información que facilite un análisis más cuidadoso antes de efectuar algún movimiento de la tasa de interés. Además, señala que de consolidarse las tendencias actuales, es posible introducir con mayor fuerza el impulso necesario que requiere la política monetaria. Por consiguiente, solicita la opinión de los demás Consejeros, quienes por unanimidad optan por mantener la actual tasa de instancia monetaria.

El Consejero señor De Gregorio señala que, aunque de acuerdo a su análisis hay elementos que justifican una rebaja de la tasa de interés, ha decidido sumarse al consenso, pues le parece adecuado esa señal en esta oportunidad.

En mérito de todo lo expuesto, el Consejo adopta el siguiente Acuerdo:

31-01-020409 – Tasa de Instancia Monetaria.

El Consejo acuerda mantener la tasa de interés de política monetaria en 4,75% anual. Asimismo, los tramos de la línea de crédito de liquidez permanecen inalterados en los niveles prevalecientes desde la reunión anterior.

**V. Comunicado**

El Presidente propone el siguiente texto para el comunicado:

“ En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió mantener la tasa de interés de política en 4,75% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez también permanecen inalterados en los niveles prevalecientes desde la reunión anterior.

En el ámbito internacional se han tendido a consolidar las mejores perspectivas de crecimiento de la mayoría de nuestros socios comerciales, aunque la situación de América Latina continúa débil y el precio del petróleo ha mostrado un alza debido a los acontecimientos del Medio Oriente.

En el escenario macroeconómico interno, la mayoría de los indicadores muestran señales de debilidad si se considera su crecimiento interanual. Sin embargo, los antecedentes apuntan a que los niveles de demanda doméstica llegaron a su punto más bajo durante la segunda mitad del año pasado. En este contexto, se mantienen las perspectivas de una aceleración moderada de la demanda durante los siguientes trimestres, mientras que las expectativas inflacionarias siguen bien asentadas en el centro del rango meta en el horizonte de proyección. En todo caso, no se descartan movimientos en la tasa de política monetaria en los meses venideros, en la medida que el escenario futuro difiera del previsto.

El Banco Central reitera su compromiso de usar la política monetaria con flexibilidad de manera de enfrentar desviaciones de la trayectoria proyectada de la inflación en relación con la meta establecida.”

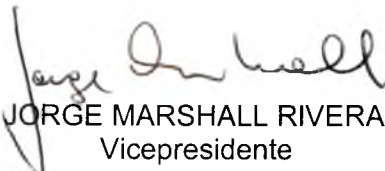
19



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejo aprueba el texto del comunicado.

Se levanta la Sesión a las 17,30 horas.


  
JORGE MARSHALL RIVERA  
Vicepresidente

  
CARLOS MASSAD ABUD  
Presidente

  
JORGE DESORMEAUX JIMENEZ  
Consejero

  
MARIA ELENA OVALLE MOLINA  
Consejera

  
JOSE DE GREGORIO REBECO  
Consejero

  
NICOLAS EYZAGUIRRE GUZMAN  
Ministro de Hacienda

  
JORGE CARRASCO VASQUEZ  
Ministro de Fe (S)