

M I N U T A

Acta correspondiente a la Sesión Ordinaria de Política Monetaria N° 31 celebrada el 9 de abril 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);
Jorge Carrasco Vásquez (Fiscal y Ministro de Fe Subrogante);
Rodrigo Valdés Pulido (Gerente División Estudios);
Esteban Jadresic Marinovic (Gerente División Internacional);
José Manuel Garrido Bouzo (Gerente División Política Financiera Subrogante);
Pablo García Silva (Gerente de Análisis Macroeconómico);
Sergio Lehmann Beresi (Gerente de Análisis y Operaciones Internacionales);
Ricardo Vicuña Poblete (Gerente de Información e Investigación Estadística);
Cecilia Feliú Carrizo (Secretaria Ejecutiva del Gabinete de la Presidencia);
Cecilia Navarro García (Jefe de Prosecretaría).

c) Asisten también el señor Ministro de Hacienda don Nicolás Eyzaguirre Guzmán y como invitada especial, la Asesora Macroeconómica del Ministerio de Hacienda, señora Bernardita Piedrabuena Keymer.

1. ACUERDO : Se acuerda mantener la tasa de interés de política monetaria en 4,75% anual.
2. MATERIA : Reunión Mensual de Política Monetaria correspondiente a abril de 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 abril de 2002:

SÍNTESIS DEL MES

- En el último mes han continuado apareciendo indicaciones en orden a que la economía de los Estados Unidos de América 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 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 de 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 de 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 de 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 de 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 de 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 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 de 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%, después 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 de 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 presentará 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 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 a comienzos de año.
- 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 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 de 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 para el 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.
- Las expectativas respecto de la tasa de política monetaria que se deducen tanto de la curva forward como de 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 50 puntos base hacia fines de 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 del M1A. Destacó 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. 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 un fenómeno generalizado en las principales bolsas del mundo.

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.

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 de 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 de 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 de 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, en 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 de 2002 se produjo una reducción (respecto de diciembre) de los períodos necesarios para agotar los stocks. 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.
- 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 de 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 de 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 de 2001.
- De esta forma, la evolución de la inflación sigue en línea con lo esperado, ubicándose a fines del primer trimestre de 2002 en torno a 2,5% anual.
- 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. 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 de 2001, incorporada a los salarios vía cláusulas de indexación. 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 de 2001 y comienzos de 2002. La suma de este elemento, a la relativa mayor inflación esperada en los meses venideros, hacen prever una desaceleración de los salarios reales en adelante.

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

- Uno de los asistentes 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. Al respecto, se indica que la situación de Argentina no sólo está teniendo un impacto significativo sobre el crecimiento ponderado de los socios comerciales, sino que también sobre las exportaciones chilenas. Manifiesta que las cifras de exportaciones hacia Argentina durante los dos primeros meses de 2002 indican una caída de 60% respecto de iguales meses del año pasado. Se trata de contracciones generalizadas en todos los rubros, siendo las exportaciones industriales, en términos de monto, las más afectadas.
- Se indica que si se excluye al país vecino, el crecimiento de los socios comerciales ponderado por exportaciones registra un aumento para el 2002 de aproximadamente un punto porcentual.
- Respecto de la caída del premio soberano chileno, se señala que se explica de acuerdo a lo ocurrido con los premios de las empresas A- en Estados Unidos y a los spreads de los demás países en América Latina, los cuales también han caído en las últimas semanas. Destaca el hecho de que el nivel al cual se está transando en la actualidad el premio soberano del papel chileno, es similar al que alcanza el papel de Corea (BBB+).
- Respecto del ordenamiento macroeconómico, se expresa que el país ha optado 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. Estas han sido el tipo de políticas que recientemente los organismos internacionales han recomendado adoptar a diferentes países. Se estima que esta combinación de políticas es un bien público de alta importancia que se debe preservar y que requiere que cada una de las distintas políticas actúe adecuadamente con las otras. Se considera que en términos de la estabilización del producto en el corto plazo, la política monetaria es la más eficiente en una economía regida por el ordenamiento macroeconómico antes descrito.
- A modo de resumen, se señala que desde hace algún tiempo se han estado observando buenas perspectivas en la economía mundial, las que se han reflejado en un mejoramiento en los índices de confianza en Estados Unidos, junto con un mejoramiento de las proyecciones de crecimiento internacional para el presente año. En este contexto se destaca, además, que el Banco Central ha hecho un ajuste importante en las tasas de interés, teniendo una política monetaria con un grado de expansividad no visto en muchos años.

- Desde el punto de vista de actividad económica interna, se estima que es importante mencionar que la gran mayoría de las cifras han tenido una evolución peor de lo esperado. Esta conclusión se aplica tanto para las cifras de crecimiento del PIB para los dos primeros trimestres de este año, como para el gasto, que también presenta un deterioro, aunque no tan pronunciado como en el caso de la actividad.
- Desde el punto de vista del mercado, se hace presente que las perspectivas para el conjunto del año son levemente más positivas, con un mejor segundo semestre, aunque no se puede descartar que los meses venideros muestren una actividad peor de lo esperado. De esta forma, se señala que desde la perspectiva de la actividad económica, se continúa enfrentando un escenario interno adverso y, como consecuencia, con menores presiones inflacionarias. La generalidad de las expectativas inflacionarias se ubican en la actualidad centradas en torno a 3% en el horizonte de proyección.
- Al respecto se acota que si bien es cierto que existe un escenario de riesgo por el lado del incremento reciente del precio del petróleo, 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. Además, en días recientes se ha observado una importante corrección a la baja del tipo de cambio, que de persistir, compensaría un mal escenario en materia de precio del petróleo.
- Se destaca el hecho de que la evolución de las tasas de interés de largo plazo desde la última reunión de política monetaria, ha sido a la baja para el caso de los documentos a ocho años, en tanto que las operaciones a veinte años han tenido una trayectoria bastante estable en sus tasas de interés. Se indica que esta situación mostraría la existencia de espacios a lo largo de la curva de madurez, junto con una expectativa que la economía aún está en la parte baja del ciclo, siendo las perspectivas esperadas hacia adelante no del todo promisorias. Adicionalmente, se destaca que en el último mes ha habido una caída de aproximadamente 50 puntos base en el recargo de la deuda soberana chilena, lo que debería de alguna forma traspasarse a la tasa de interés neutral.

OPCIONES

- 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 un apreciable mejoramiento 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 los principales socios comerciales.
- 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.
- 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 los 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 (US\$0,74 versus US\$0,72 por libra) y un precio del petróleo más elevado (US\$24 versus US\$21 por barril), el que, a su vez, se ha visto además influido por los conflictos recientes en el Medio Oriente. 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 cambiarios y petrolero tienen efectos de signo opuesto y consecuencias inflacionarias aproximadas de magnitud comparable, aunque difieren en su impacto temporal.

- En segundo término, 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.
- 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.
- 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 todavía 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.
- 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 doce 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.
- Por lo tanto, se proponen como opciones de política mantener la tasa de política monetaria, o bien, recortarla en 25 puntos base.
- 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, las proyecciones internas del Banco Central 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.

- 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.
- Una apreciación del peso respecto del dólar con características más duraderas, sería 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 (por ejemplo 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.
- Además, 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 peso 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.

ACUERDO

El Consejo acuerda, por unanimidad, 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.