

M I N U T A

Acta correspondiente a la Sesión Ordinaria de Política Monetaria N° 30 celebrada el 12 de marzo de 2002

ASISTENTES

a) Consejeros, señores:

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

b) Otros participantes, señores:

Camilo Carrasco Alfonso (Gerente General);
Miguel Angel Nacur Gazali (Fiscal y Ministro de Fe);
Luis Oscar Herrera Barriga (Gerente de División Política Financiera);
Rodrigo Valdés Pulido (Gerente División Estudios)
Pablo García Silva (Gerente de Análisis Macroeconómico);
Klaus Schmidt-Hebbel Dunker (Gerente de Investigación Económica)
Sergio Lehmann Beresi (Gerente de Análisis y Operaciones Internacionales)
Cecilia Feliú Carrizo (Secretario Ejecutivo del Gabinete de la Presidencia);
Cecilia Navarro García (Jefe de Prosecretaría)

Asiste también la Ministro de Hacienda Subrogante doña María Eugenia Wagner Brizzi.

1. ACUERDO : Se acuerda rebajar la tasa de interés de política monetaria desde 5,5% a 4,75% anual.
2. MATERIA : Reunión Mensual de Política Monetaria correspondiente a marzo del 2002.
3. GERENCIA : División de Estudios.
4. POLITICA : Análisis de la coyuntura económica y evaluación de la política monetaria.
5. MINUTA: La sesión se inicia con la presentación de la Gerencia de División Estudios correspondiente a la Reunión Mensual de Política Monetaria de marzo de 2002:

SÍNTESIS DEL MES

- Se continúan apreciando indicadores que señalan perspectivas de debilidad para el gasto interno en el corto plazo. Esto se ve, en particular, en el comportamiento de las importaciones, cuyo repunte durante el mes de enero fue efímero, observándose en febrero una caída en doce meses del valor de 24%. Por el lado de la actividad, las noticias han sido positivas, destacando el mejor panorama para la economía de los Estados Unidos para este año, lo que de hecho ya ha redundado en un incremento en las proyecciones privadas de crecimiento para el año 2003, desde 4,1% a 4,5%, respecto de lo anticipado en la reunión de política monetaria pasada. Para este año, en todo caso, se mantienen perspectivas de crecimiento del orden de 3%. La encuesta de expectativas de marzo sitúa la inflación esperada en 2,8% y 3% a fines del 2002 y 2003, y espera relajamientos adicionales de la política monetaria en el corto plazo.

- En febrero ya se destacó que los sectores que habían impulsado el crecimiento del gasto interno durante el año pasado revelaban signos preocupantes de debilidad. La información más reciente confirma este diagnóstico. La inversión en construcción se ha visto impactada negativamente por el menor dinamismo del mercado de la vivienda hacia fines del año pasado. La fuerte caída en los permisos de edificación ya se refleja en menor demanda por insumos, lo que además anticipa una caída en el empleo del sector durante el segundo trimestre del presente año. La inversión en maquinaria importada sigue con una tendencia declinante, a lo que se añade ahora tres meses consecutivos de caídas de las ventas domésticas de bienes de capital.
- El consumo privado durante el segundo semestre del año pasado mantuvo tasas de crecimiento relativamente elevadas, sustentado por un incremento en los ingresos de trabajo (3,6% promedio anual), gracias al mayor empleo en sectores importantes de la economía, como la construcción, la industria y comercio. Como se mencionó, el panorama para el empleo en la construcción durante los próximos trimestres se aprecia bastante negativo, pero para el caso de la industria el repunte de la producción de enero, que revirtió la fuerte caída de diciembre, junto con un modesto incremento del empleo, permiten ser algo menos pesimistas. El empleo en el comercio se aprecia estancado. En términos globales, se ve difícil un incremento importante de la ocupación en los próximos trimestres que permita mantener el crecimiento del consumo y las ventas del comercio al ritmo que muestran en la actualidad.
- La proyección de crecimiento de la demanda interna para el primer trimestre se ha corregido a -1,0%, desde la cifra entre 2% y 3% que se incorporó en las proyecciones del Informe de Política Monetaria de enero. Esto indica que el repunte en la acumulación de existencias aún no se afianza, a pesar de la situación más estable que presentan los mercados financieros.
- El tipo de cambio muestra una tendencia a la apreciación. En lo que va de marzo el tipo de cambio observado promedió \$669 por dólar, mientras que el TCR5, que excluye la fuerte apreciación bilateral con Argentina, se ubica en un nivel muy similar respecto del promedio de enero. Esta situación en el mercado cambiario se puede asociar con la persistente tendencia a la reducción que presenta el spread de la deuda soberana chilena, que ha alcanzado en los últimos días cifras ligeramente por sobre los 130 puntos base. Esto ha ocurrido en paralelo con reducciones de los spreads de deuda de otras economías emergentes importantes, como Brasil y México, y a pesar de la latente crisis económica y social en Argentina. Las tasas de interés de largo plazo en Chile han seguido esta tendencia. En el caso de las tasas de mercado, la información disponible a marzo muestra que se ha producido una leve caída en las tasas de colocación nominales de 1 a 3 años, probablemente asociadas a las ofertas de créditos de consumo. Las tasas de interés de 90 días a 1 año, en todo caso, continúan con tendencia al alza.
- En contraste con las débiles perspectivas para el gasto interno, el panorama para la actividad se ve algo más promisorio, gracias a la mejoría en el entorno internacional. Esta situación hasta ahora se aprecia mayormente sólo en los Estados Unidos, y se ha visto compensado con el deterioro del crecimiento de otros socios comerciales importantes para Chile. Por último, cabe mencionar que los efectos domésticos de este eventual mejor escenario internacional no se apreciarían en lo inmediato.

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA

I. Escenario Internacional

- En las últimas semanas se ha ido consolidando la visión que la economía norteamericana muestra una recuperación más rápida de lo esperado. Las cifras para el cuarto trimestre del 2001 fueron corregidas al alza desde 0,2% a 1,4%, y los indicadores de actividad industrial, de consumo y del mercado laboral han mejorado respecto de las observaciones previas. Se ha producido una nueva revisión al alza en las proyecciones de crecimiento para esta economía, alcanzando en la actualidad a 2,1% para el 2002, cifra que se compara con el 1,4%

considerado en la reunión de política monetaria de febrero.

- Las correcciones anteriores han generado una revisión también al alza en las economías emergentes de Asia. De esta forma, la actividad mundial durante el presente año presentaría un crecimiento de 2,5%, cifra superior al 2,1% considerado en enero pasado. El crecimiento de los principales socios comerciales de Chile también se modifica al alza, aunque sólo 0,1 punto porcentual, puesto que América Latina ha registrado revisiones a la baja en su crecimiento.
- Las proyecciones de precios del cobre se mantienen sin modificación respecto de la reunión pasada. Se espera un precio de US\$0,72 por libra en el 2002 y US\$0,80 por libra el próximo año. No obstante las mejores perspectivas de crecimiento, los inventarios del metal rojo continúan incrementándose. Respecto del petróleo, su valor spot fluctúa entre US\$20 – US\$ 22 por barril y no se han verificado mayores noticias que sugieran modificar las proyecciones de enero.
- No se esperan nuevos movimientos expansivos en la política monetaria de las principales economías del globo. Por el contrario, se producirían aumentos graduales de las tasas de interés de política a partir de la segunda mitad del 2002.
- Desde fines del 2001 se ha observado un mejoramiento importante de los flujos de capitales hacia las economías emergentes, tanto en los mercados de bonos, como accionarios, estos últimos principalmente luego del caso ENRON. Esto ha significado la reducción de los spreads soberanos de estas economías, dentro de las cuales destacan en América Latina Chile, Brasil y México.
- En Argentina se mantiene la situación de default y congelamiento de depósitos ("corralito"), pese a que se han verificado avances en términos de su flexibilización. El peso argentino ha registrado una depreciación de 55% desde su liberalización, magnitud que podría ser mayor de no mediar las restricciones aún existentes en el sistema financiero.

II. Mercados Financieros

- Durante febrero las tasas de interés de todos los documentos del Banco Central mostraron una trayectoria descendente, acorde a la evolución de la tasa de política monetaria. Los pagarés reajustables alcanzaron valores mínimos de UF+4,2% y UF+4,7% para los PRC-8 y PRC-20 años, respectivamente, en tanto que los documentos nominales descendieron hasta 30 puntos base durante el mes. Esta disminución se traspasó prácticamente sólo a las tasas nominales de captación. Las tasas de colocación han seguido aumentando, en particular en los plazos superiores a 90 días, lo que ha significado un incremento en los spreads. Durante los primeros días de marzo las tasas de interés de las colocaciones nominales denotan las mayores caídas en las operaciones de largo plazo (1 a 3 años), en tanto que las de 90 días a un año, continúan con tasas de interés al alza.
- De acuerdo a la encuesta de expectativas de marzo, que realiza el Banco Central, el mercado espera un nuevo recorte de la tasa de política monetaria del orden de 50 puntos base en el corto plazo. La curva forward arroja un resultado similar, para mostrar posteriormente incrementos en los trimestres venideros, finalizando el año con una tasa en torno a 6,3%.
- Debido a la escasez de transacciones por la menor actividad de los mercados financieros, típica de esta época del año, fenómeno que se adiciona al menor plazo de madurez de las operaciones, se observó un alza de la tasa de interés real media de los bonos corporativos. Esto produjo un mayor recargo de estos instrumentos respecto del PRC, alcanzando el nivel más alto desde septiembre de 1998. En efecto, en marzo esta situación se ha corregido y el recargo ha disminuido más de 50 puntos base. Las tasas hipotecarias, en tanto, mostraron una evolución a la baja, pero menor a la de los PRC, no obstante en las letras con tasas de emisión menor al 6% se ha observado una significativa disminución (niveles cercanos a 6%). Con todo, la tasa de interés real media de las tasas hipotecarias se sitúa actualmente en torno a 6,2% y

las de los bonos de empresa, en torno a 6,7%.

- Los agregados más líquidos —circulante y M1A— mantienen variaciones reales anuales sobre los dos dígitos. A lo largo de marzo se espera que esta variación sea sustancialmente menor que la de los meses previos, dada la mayor base de comparación (marzo 2001).
- Las colocaciones totales —al sector público y privado— registraron un magro desempeño en febrero. Este resultado puede obedecer, por una parte, a factores de demanda basados en la postergación de la toma de créditos ante los anuncios de bajas en las tasas de los créditos de consumo en marzo. Por otra, puede estar asociado a factores de oferta —no del todo especificados— que han significado incrementos en las tasas de interés de colocaciones para algunos plazos. Los créditos al sector privado continúan con una evolución positiva en los créditos destinados a empresas y a consumo.
- En febrero, el tipo de cambio presentó una fuerte volatilidad, principalmente durante la primera quincena, explicada por la flotación del tipo de cambio argentino. La segunda parte del mes, en tanto, mostró un peso más estable, con cotizaciones en torno a \$675 por dólar. El recorte de la tasa de política monetaria efectuado el 19 de febrero no tuvo un efecto posterior en la cotización del dólar, lo que indica que esta medida monetaria ya estaba asimilada por los precios de mercado.
- Con respecto a las monedas de la región, el real brasileño también se mostró estable (R\$2,4 por dólar). El peso argentino, que comenzó el mes cotizándose en Ar\$2 por dólar, posteriormente se depreció 5% (desde la última reunión de política monetaria).
- Las expectativas de más corto plazo (tres meses) que se obtienen de las cotizaciones de los operadores Bloomberg y de los contratos forward, mantienen un nivel del tipo de cambio de \$680 por dólar. Para los plazos posteriores se observa una tendencia moderada de depreciación, en línea con las expectativas de recuperación de la economía de Estados Unidos.
- Considerando las expectativas de inflación y tipo de cambio de Consensus Forecast, se estima que desde diciembre a la fecha el TCR5 se ha apreciado cerca de 1%.
- La actividad bursátil chilena se mostró débil en el último tiempo, presentando una caída de 3,7% acumulada a febrero. Esta caída tiene su origen en las disminuciones que han presentado las acciones de empresas que se encuentran relacionadas con la situación argentina. Si a la evolución del IPSA se le quitan las 14 empresas (38% de incidencia en el índice), con presencia en Argentina, se observa un crecimiento de este índice del orden de 1,5%, para igual período. De igual forma, el IGPA también presenta una caída de 2,2% en lo que va corrido del año. Sin embargo, en la última semana, tanto el IPSA como el IGPA han mostrado una importante recuperación en términos mensuales (5,0% y 3,2%, respectivamente). Incidieron en el alza de estos índices, los positivos indicadores de la economía de Estados Unidos y las perspectivas de una pronta solución de la crisis argentina.

III. Actividad y Empleo

Actividad y Gasto

- Respecto a la minuta de febrero, las proyecciones de PIB para el primer trimestre del 2002 se corrigen a la baja, con un crecimiento anual esperado de 2,5% con base 1996. La fuerte caída experimentada por las importaciones durante febrero (-24%) y la perspectiva de una disminución similar para marzo —dada la alta base de comparación— sustentan peores perspectivas para la demanda interna respecto de lo previsto en la reunión pasada. Así,

durante el primer trimestre del 2002 se prevé que el gasto se contraiga 1,0%.

Demanda Interna

- Durante enero, el consumo privado habría mostrado un moderado aumento. Esto se explica por el incremento de las ventas de consumo habitual (7,8% anual), el que se compensa en parte, por la disminución de las ventas de bienes durables (-24,2%), las cuales revirtieron la leve recuperación que habían mostrado a fines del año pasado. Las importaciones de bienes de consumo, continuaron cayendo en enero (-7,2%), por lo que se mantendría la hipótesis de la sustitución de bienes importados.
- Respecto de la inversión, se prevé un pobre desempeño en los próximos meses, debido a la fuerte contracción prevista en la construcción y a la debilidad de la evolución de las ventas e importaciones de capital. En efecto, los permisos de edificación habitacionales y de establecimientos cayeron sustancialmente por segundo mes consecutivo en enero del 2002.
- Una leve recuperación de las importaciones de bienes de capital (1,5%) se registró en enero, luego de un fin de año muy deprimido. No obstante ello, cifras preliminares de febrero anticiparían una reversión de este crecimiento. Por su parte, el índice de ventas de bienes de capital, sigue mostrando niveles muy deprimidos.
- De acuerdo a la nueva información del catastro de inversión de diciembre 2001, se observa una corrección a la baja en las estimaciones de inversión para los próximos años. Dadas las características de esta información, las cifras de este catastro están sujetas a ajustes en adelante, tal como ha sido la tónica de los últimos informes.
- La actual corrección se debe principalmente a la postergación de proyectos en el sector telecomunicaciones y a los cambios en el programa de inversiones en minería (explicados por algunos cambios de propiedad). No obstante, para el 2002 destaca la inversión en puertos, específicamente Mejillones, en proyectos de expansión minera, además de las licitaciones de obras viales e inversiones sanitarias. Para los siguientes años sobresalen proyectos industriales, como ALUMYSA, y la construcción de nuevas plantas generadoras de energía.
- Respecto al sector externo, durante enero continuó el dinamismo en las exportaciones, en particular en aquellos componentes no tradicionales. El volumen total de exportaciones aumentó en 9,3% en enero, explicado por el favorable comportamiento de los productos no tradicionales —salmones y truchas, jugos de fruta, vinos, y químicos— con una variación de 20,8% en el período. Las exportaciones tradicionales distintas de cobre crecieron 5,5% y las de cobre 2,1%. Las importaciones, por su parte, aumentaron sus volúmenes 2,7% en el mes, con una caída en las de consumo de 1,8%. Esta disminución se vio más que compensada por el incremento en las importaciones de bienes de capital (5,4%) e intermedios (3%), dentro de las cuales distinguieron las de combustibles, con un incremento de 5%.

Mercado Laboral

- Durante el trimestre móvil finalizado en enero del 2002, la tasa de desocupación nacional registró una leve alza respecto al trimestre anterior al situarse en 8,0%. Al aislar los efectos estacionales, la tasa de desempleo se mantiene estable en torno a 9,0%. En todo caso, luego de descontar los programas de empleo estatales de las cifras globales, se observa un incremento del empleo privado durante enero.
- A nivel sectorial, luego de desestacionalizar las series, en el comercio se acentúa la trayectoria decreciente que se venía observando desde fines del 2001, mientras que en la industria la ocupación continúa mostrando una recuperación. Esta dinámica de la industria contrasta con la información de empleo de SOFOFA, la que muestra una trayectoria decreciente desde febrero del 2001.

- Las cifras de los permisos de edificación de enero, permiten reafirmar el diagnóstico previo sobre la anticipación de una fuerte caída en la ocupación del sector construcción durante el segundo trimestre del 2002, a pesar de los incrementos puntuales del empleo de este sector en las observaciones recientes.

IV. Precios y Costos

- En febrero el IPC registró una variación nula. Como era de esperar, el grupo alimentación presentó una caída importante, conforme al patrón estacional que se observa en esta época del año, con una incidencia negativa de 0,25 puntos porcentuales del índice total. En el mismo sentido, los precios que se agrupan bajo la categoría de vestuario mostraron una caída también en línea con la temporada. Los factores más relevantes que anularon estas disminuciones tienen su origen en el alza de precios observada en todos los subgrupos de la categoría salud, que afectó positivamente al IPC en 0,21 puntos porcentuales. El ítem con mayor variación dentro del rubro es el referido a productos médicos, con algo más de la mitad de incidencia. La expansión en los precios de estos productos valida el diagnóstico previo de algún grado de traspaso del incremento del tipo de cambio a precios.
- Por otro lado, se observa que la dinámica del IPCX muestra un crecimiento anual de 3,4%, siguiendo con la tendencia al alza anticipada en la anterior reunión de política monetaria. En el caso específico del IPCX1, que considera los precios mayormente determinados por la fuerza de oferta y demanda, su tasa de crecimiento anual se ubicó en febrero en 3,2%, por sobre el 3% del mes anterior.
- Por el lado de las expectativas de los agentes, la encuesta de marzo realizada por el Banco Central señala que la inflación a fines del 2002 se situará en 2,8%, por primera vez bajo el valor central del rango meta y 1,1% inferior al valor máximo registrado a comienzos de noviembre. Para diciembre del 2003, se espera se ubique en 3%, inferior a las observaciones previas y similar a lo que se esperaba en agosto del 2001.
- Por su parte, el diferencial que se obtiene de las tasas de mercado de papeles nominales y reales muestra caídas de la inflación de consideración a un año plazo. En efecto, éstas se ubican por debajo del 2%, cifra que contrasta ampliamente con el 4% implícito a principios del cuarto trimestre del 2001. Esta señal implícita puede estar siendo distorsionada por el efecto conjunto de una mayor demanda de este tipo de documentos respecto a su cupo de licitación, y primas por riesgo más elevadas, debido a cuatro meses consecutivos de IPC en torno a 0%.
- Tal como se esperaba, durante enero el índice nominal de remuneraciones por hora denotó un menor crecimiento anual respecto de diciembre (5,3%), producto de las cláusulas de indización asociadas a las menores inflaciones a partir de octubre del 2001. Los salarios reales, por el contrario, experimentaron un incremento respecto de los meses previos, debido a la baja inflación de enero. A futuro se espera un menor crecimiento de los salarios nominales, dada la trayectoria de inflación de los últimos meses.

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

- Se indica que en el ámbito interno, a unas cifras levemente mejores durante el mes de enero, se agrega un muy débil comportamiento de las importaciones en febrero, impactando la proyección de gasto interno para el primer trimestre. En el ámbito externo, algunas señales más alentadoras se han estado recibiendo de la economía de los Estados Unidos lo que puede tener positivas repercusiones sobre los precios de los bienes exportados, como se ha observado en el cobre y la celulosa. Esto no viene más que a reafirmar un crecimiento del PIB basado en una fuerte demanda externa, mientras la demanda interna continúa deprimida. Se señala que el único aspecto negativo, viniendo del sector externo, ha sido el repunte del precio del petróleo, pero su impacto sobre la inflación interna debería ser menor, dada la evolución

reciente del tipo de cambio. Todo el cuadro descrito en materia de actividad resulta en expectativas de inflación decrecientes, con los riesgos apuntando hacia la parte inferior del rango meta. Las presiones cambiarias están acotadas, y a diferencia de meses anteriores, ésta no es un área donde se presenten riesgos significativos.

- Otro participante de la reunión señala que el informe presentado por la División Estudios mantiene las perspectivas de crecimiento en torno a lo previsto en enero, no obstante existe un mayor optimismo en el plano internacional: mejores perspectivas de crecimiento de exportaciones y de términos de intercambio; bajo nivel de spreads de deuda, lo cual debiera redundar en un crecimiento mayor. Se considera que los indicadores parciales presentados entregan señales más pesimistas que las proyecciones que se están entregando en el mercado.
- A este respecto, se manifiesta que el panorama presentado en la reunión pasada ya contenía una mayor debilidad del gasto, lo que implicaba riesgos a la baja, no menores, para el crecimiento de este año y el próximo. Se indica que desde ese tiempo a esta parte se han configurado básicamente dos elementos fundamentales: primero, mayor optimismo en el panorama internacional, lo que es reflejo de cifras de Estados Unidos y permite ser algo más positivo de lo que se indicó en febrero en términos de actividad, aunque no del gasto, pues este desarrollo produce básicamente un efecto de demanda externa; y segundo, la disminución misma de la tasa de interés en los meses recientes hace que ese escenario más negativo respecto de la demanda interna sea amortiguado, al menos, parcialmente.
- Respecto del mayor optimismo que se mencionaba como antecedente de la economía doméstica, éste se manifiesta, principalmente, en las expectativas de crecimiento que se dan en la encuesta de expectativas para el año 2003. Ellas están actualmente algo por encima de lo que se observaba el mes anterior, 4,5% en vez de 4,1%. No obstante, cabe hacer notar que ambas cifras siguen estando por debajo de las que el Banco Central presentó en su Informe de Política Monetaria de enero (5,3%). Por ello, se indica que el reciente ajuste al alza de las proyecciones privadas se puede interpretar como una corrección de un excesivo pesimismo de hace algún tiempo.
- Se considera que si bien la nueva serie de cuentas nacionales con base 1996 no produce cambios de la realidad económica pasada del país, los antecedentes preliminares de dichas series son consistentes con una estimación de brechas de capacidad algo mayor a realizadas con anterioridad. Estas holguras, además, serían consistentes con las menores presiones inflacionarias que se han verificado.
- Específicamente respecto del tema de transmisión de la política monetaria, se argumenta que las rebajas de la tasa de interés iniciadas en agosto del 2000 efectivamente fueron transmitidas a las tasas de mercado. Sin embargo, respecto de las rebajas recientes, se hace notar que se advierte cierta mayor dificultad en el traspaso. Parte de esta situación tiene relación con la dinámica propia de la operación del sistema financiero, en la cual pudo haber influido, más recientemente, el alza de las tasas de interés en UF en los meses de baja inflación. Por ello, se manifiesta que probablemente tome un tiempo algo mayor la materialización de las nuevas bajas de tasas en el sistema financiero en los diversos tramos.
- Complementando lo anterior, se señala que las cifras publicadas son agregadas, por lo que al separarse por tamaño de los créditos, la realidad es muy distinta para los créditos más pequeños que corresponden a la mayor parte de los clientes del sistema. Esto significa que al interior de la banca hay distintas realidades y eso ayuda a entender las distintas perspectivas que hay detrás de la evaluación de este tema. Se manifiesta que los clientes más pequeños son, generalmente, más riesgosos y al mismo tiempo son clientes cautivos de las instituciones financieras. En efecto, cuando se tienen comprometidas garantías en un banco determinado, su alzamiento es tarea complicada y difícil, aparte del costo tributario que ello involucra. Todos estos elementos influyen sobre la competencia de la banca y pueden estar afectando, también, a la transmisión de las rebajas de las tasas de interés.

- Específicamente si disminuye la UF por inflaciones bajas o negativas y aumenta la tasa reajutable, el monto a pagar en pesos y la tasa real esperada para estos agentes, no cambia. Se señala que para los agentes menos sofisticados, en general, las operaciones las realizan en pesos, en tanto que para los agentes más sofisticados el tema debiera ser indiferente. Adicionalmente, se argumenta que la cantidad de créditos en operaciones reajustables ha caído a la mitad de lo que eran hace seis meses. Se indica, además, que si efectivamente en el pasado reciente la tasa ha sido restrictiva para los inversionistas de mayor envergadura, no se habría visto la alta emisión de instrumentos en el mercado doméstico, como ocurrió masivamente durante una buena parte del año pasado.
- Desde el punto de vista de los bancos, se acota que aquellos que tenían un calce distinto entre operaciones en UF y operaciones en pesos durante un período transitorio post nominalización de la política monetaria, es posible que se hayan visto inducidos a ampliar los spreads para cubrirse de la incertidumbre de corto plazo.
- En relación con la actividad, se tiene la sensación de que se está entrando en un período de reversión de tendencia que va a generar las típicas dificultades que producen los períodos de cambio, con altibajos durante algún tiempo. Se señala que lo que está ocurriendo es que las expectativas de los analistas se están acercando más a las del Banco Central, que antes estaban por debajo de ellas, pero se cree que eventualmente en el curso del año pueden tender incluso a superar las expectativas oficiales.
- Respecto del panorama futuro, se indica que si las perspectivas más positivas de la economía mundial se refuerzan, como así espera que ocurra, se facilita el proceso de revisión de las proyecciones de actividad. De esta manera, se incorporaría información respecto de una recuperación de Estados Unidos más acelerada de lo que se anticipaba, de acuerdo con lo que algunos indicadores de coyuntura están mostrando. Tal como en algún momento se sugirió, si se calcula el crecimiento de socios comerciales excluyendo Argentina, se observa un efecto significativo, de aproximadamente cuatro décimas, de un mayor crecimiento, respecto a lo que se suponía en enero. Producto de expectativas de un crecimiento más dinámico en Estados Unidos, se están observando revisiones en las perspectivas de actividad en Europa y Japón, las que si bien aún son menores, reflejan una tendencia más optimista. Esta evolución también se ha observado respecto de los países emergentes de Asia. En consecuencia, debería haber también un impacto positivo sobre la economía chilena, el que podría verse reforzado con una visión un poco más optimista de parte de los analistas locales.
- Además, consistente con un escenario mundial más promisorio en términos de actividad, las economías más desarrolladas han comenzado una fase de revisión de tasas de interés, las que se moverían hacia el alza. Las expectativas respecto a las tasas de interés externas se ven reflejadas en el comportamiento reciente exhibido por las tasas LIBO en dólares y euros, como también en el panorama observado en el rendimiento de los bonos de largo plazo, que registran aumentos significativos.
- A modo de resumen, se manifiesta que las rebajas de la tasa de política monetaria que ha habido en enero y febrero, han acomodado la reducción de las expectativas de inflación, la que ha persistido no obstante las menores tasas de interés. Por otro lado, las condiciones generales de la economía llevan a pensar que se necesita una política monetaria más expansiva respecto de lo que se tenía a fines del año pasado, debido a las marcadas señales de debilidad del gasto y la ausencia de presiones inflacionarias, junto con la estabilidad del mercado cambiario.

OPCIONES

- En la última reunión de política monetaria, luego de analizar antecedentes que mostraban una evolución del gasto más lenta que la prevista, una velocidad de la inflación subyacente en torno a 2% anual, un escenario internacional marginalmente más positivo —al compensarse una trayectoria más dinámica de Estados Unidos con problemas más graves en Argentina — y una disminución de las expectativas privadas de inflación, el Consejo acordó una rebaja en la tasa de política monetaria de 50 puntos base.

- Los antecedentes acumulados desde la última reunión de política monetaria confirman y profundizan el escenario descrito en ese momento. En particular:
- Las importaciones de febrero, los indicadores del sector construcción y la evolución del empleo, entre otros, son consistentes con la perspectiva de un gasto deprimido. De hecho, las proyecciones de crecimiento de la demanda interna para el primer trimestre del 2002 han disminuido desde 2,5% en el último Informe de Política Monetaria a -1% en la actualidad (modificación que incluye el cambio de año base). Los positivos datos de importaciones de la primera semana de marzo aún son insuficientes para cambiar este diagnóstico.
- La evolución de la economía mundial y sus perspectivas son más positivas que lo esperado hace un mes, en particular de la economía norteamericana, cuestión que ya ha tenido efectos en el precio del cobre. En todo caso, sería prematuro cambiar los supuestos de precio de este metal en las proyecciones. Por otro lado, las malas perspectivas de crecimiento de algunos socios comerciales latinoamericanos continúan contrapesando este mejor escenario mundial.
- La revisión de las expectativas de inflación del sector privado observada desde fines del año pasado ha tendido a consolidarse, observándose una disminución de entre 100 y 200 puntos base dependiendo de si se considera la encuesta o diferenciales de tasas de interés. Esta rebaja en las expectativas no ha sido considerada en las proyecciones de inflación y crecimiento.
- Durante los últimos días también se han acumulado antecedentes respecto de dos elementos adicionales de riesgo para la inflación que tampoco están incluidos en las proyecciones. El primero es un precio del petróleo algo más elevado que el considerado en el escenario central, aunque aún se mantiene en el mercado la idea de que este aumento puede tener un carácter transitorio. El segundo es un tipo de cambio más apreciado, lo que se vincula a perspectivas más estables en los mercados financieros emergentes. En efecto, durante los últimos días el dólar ha fluctuado entre \$660 y \$670, valores que estarían indicando que el supuesto implícito en enero de \$690 por dólar a fin de año y \$700 por dólar a fines del 2003 puede ser pesimista. Los spreads soberanos de Chile, en tanto, han disminuido a 120 puntos base (bono 2009) y 140 puntos base (bono 2012), en línea con las caídas en los spreads de la mayoría de los países emergentes.
- Además de analizar los indicadores macroeconómicos habituales, en esta reunión de política monetaria existe información preliminar de las nuevas series de cuentas nacionales en base 1996. Los antecedentes permiten concluir tentativamente que las holguras de capacidad podrían ser algo mayores que lo anticipado en el pasado, lo que es consistente con una menor proyección de inflación.
- Independientemente de los eventuales cambios que puedan producir las nuevas cuentas nacionales, las perspectivas para la inflación en el corto plazo, es decir, hasta mediados de año, se mantienen en torno a 2,5% en 12 meses para el IPC y en torno a 3,4% para el IPCX.
- Las expectativas de consenso de mercado para esta reunión de política monetaria indican una rebaja de 50 puntos base, aunque también algunos analistas apuestan por una rebaja mayor, de hasta 100 puntos base, en tanto que unos pocos han recomendado la mantención de la tasa de política monetaria. Cabe mencionar que estas expectativas de mercado se forman de manera simultánea con las expectativas de inflación decreciente, es decir, las expectativas de inflación antes comentadas están construidas considerando una rebaja en la tasa de política monetaria.
- Con estos antecedentes se proponen como opciones para esta reunión de política monetaria disminuir la tasa de política monetaria en 50, 75 ó 100 puntos base. Como siempre, es posible considerar otras opciones, por ejemplo, mantener la tasa de interés o disminuirla en más de 100 puntos base. Esas alternativas, sin embargo, al estar excesivamente alejadas del consenso

de mercado podrían tener consecuencias desestabilizadoras.

- La alternativa de 50 puntos base podría ser la más adecuada si se considera que la ratificación de una trayectoria de gasto más deprimido es el único elemento distintivo del análisis.
- La alternativa de 75 puntos base podría ser la más adecuada si se considera que, además de los antecedentes que muestran una lenta evolución del gasto, se percibe que las holguras de capacidad son algo mayores que lo previsto, lo que mantendrá acotadas las presiones inflacionarias.

ACUERDO

El Consejo acordó reducir la tasa de interés de política monetaria en 75 puntos base, desde 5,5% anual a 4,75% anual y ajustar los tramos de la línea de crédito de liquidez en 75 puntos base. Se deja constancia que los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina y señor Jorge Desormeaux Jiménez concordaron en reducir la referida tasa, pero estimaron que ella debía ser de 50 puntos base.