



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 26
DE POLITICA MONETARIA
celebrada el 8 de noviembre de 2001

En Santiago de Chile, a 8 de noviembre de 2001, 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, don Miguel Angel Nacrur Gazali;
Gerente de División Estudios, don Felipe Morandé Lavín;
Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga;
Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;
Gerente de Análisis y Operaciones Internacionales, don Sergio Lehmann Beresi;
Secretaria Ejecutiva Gabinete de la Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo;
Jefe de Prosecretaría, doña Cecilia Navarro García.

Se encuentra también presente, especialmente invitado, el Coordinador de Política Económica del Ministerio de Hacienda, don Rodrigo Valdés Pulido.

I. Resolución sobre Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 25, celebrada el 9 de octubre de 2001.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo el Proyecto de Acta de la Sesión N° 25, celebrada el 9 de octubre de 2001, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

II. Resolución sobre Minutas de las Actas correspondientes a la Sesiones N°s 23 y 24, celebradas el 6 y 7 de septiembre de 2001, respectivamente.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo las Minutas correspondientes a las Actas de las Sesiones N°s 23 y 24, celebradas el 6 y 7 de septiembre de 2001, respectivamente, las que se aprueban sin observaciones.

**III. Fecha Sesión de Política Monetaria del mes de mayo de 2002.**

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de mayo de 2002, para el día 9 de ese mes.

IV. Exposición.

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

SÍNTESIS DEL MES

Los mercados financieros han incorporado expectativas de crecimiento para la economía en línea con las proyecciones que se entregaron en la última Reunión de Política Monetaria, entre 3% y 4% para el próximo año. Las expectativas de crecimiento que arroja la encuesta mensual respectiva se ubican en 3,3%, que se comparan con el 3,6% del mes anterior.

No es de extrañar la magnitud de las correcciones realizadas en los últimos meses. El deterioro de la economía mundial sigue siendo materia de análisis permanente, habiendo una coincidencia bastante notable entre el ciclo económico de corto plazo en Chile y en el resto del mundo. Esto probablemente a su vez se debe a una suma de antecedentes, entre los cuales están: la mayor coordinación de la actual etapa del ciclo económico (desaceleración) en las principales economías del mundo; el importante empeoramiento de la situación laboral en los Estados Unidos y la certeza de que esta economía entró en recesión; el deterioro de los términos del intercambio; la escasez de flujos de capitales a economías emergentes; y una situación de crisis mayor *ad-portas* en Argentina. Además, el curso del conflicto bélico en Asia Central sólo agrega incertidumbre a un cuadro de por sí complejo.

Los precios de activos han incorporado este entorno menos promisorio. Las tasas de interés se han estabilizado en niveles históricamente bajos, ubicándose la tasa del PRC-8 en torno a UF+4,75%, 80 puntos base menos que los niveles de mediados de agosto y por debajo de los valores que se alcanzaron en marzo de este año. Estos niveles de tasas de interés son menores, a su vez, que la tasa de paridad, que alcanza cifras entre UF+5,0% y UF+5,5%.

Más allá de la corrección de las proyecciones de crecimiento y las expectativas en los mercados financieros, las percepciones de los hogares respecto de sus perspectivas y las del país han empeorado en forma importante desde el 11 de septiembre. Esto pone una sombra de duda en cuanto al ritmo de crecimiento del consumo en lo que queda de este año y el próximo, a lo que colabora una situación en el mercado laboral de persistente desocupación y de creación de empleo más modesta en el margen.

La proyección más reciente de la División de Estudios apunta a un crecimiento del PIB ligeramente por sobre 2,5% para el tercer trimestre, con lo que se alcanzaría un crecimiento de 3,2% para el año completo. Al igual que lo señalado en el Informe de Política Monetaria de septiembre, este crecimiento estará liderado por la formación bruta de capital y por las exportaciones.



Un elemento algo más positivo dentro de este cuadro de consolidación de una situación internacional deteriorada, ha sido el impacto local de las turbulencias más recientes en Argentina. Parece haber llegado el momento del sinceramiento de la situación fiscal en ese país, o por lo menos así es como diversos analistas han interpretado el anuncio de una reestructuración masiva de la deuda pública. Aunque el *spread* soberano argentino alcanzó valores históricos, por sobre los 2.500 puntos base, el tipo de cambio en Chile reaccionó sólo levemente. Esto, a diferencia de lo experimentado durante los últimos meses, cuando las fluctuaciones de la situación fiscal en Argentina repercutían con fuerza y prácticamente en forma instantánea en el precio del peso chileno. En la medida que esto refleje que las operaciones de cobertura han llegado a su fin, se puede esperar una moderación de las presiones en el mercado cambiario. Algunas medidas de expectativas ya indican esto: los contratos *forward* peso-dólar señalan una leve apreciación cercana a 1% para los próximos 180 días. En todo caso esta situación de relativa mayor calma no es exclusiva de Chile: también en Brasil el dólar se ha mantenido en torno a los R\$2,6 por dólar en los últimos días.

En un cuadro de mayor estabilidad del tipo de cambio, de menor crecimiento de la actividad económica y, en alguna medida, de precios más bajos de los combustibles, las perspectivas inflacionarias para el próximo año se mantienen dentro de los rangos ya anunciados por el Banco Central: las presiones de costos acumuladas durante este año por la sorpresiva depreciación del peso redundarán en un gradual proceso de descompresión de márgenes, llevando la inflación a niveles en torno a 4% hacia mediados de 2002. De aquí al fin de este año se prevé que la inflación se mantendrá entre 3,0% y 3,5%. Existen, en todo caso, grados de incertidumbre, sobre todo por el comportamiento de los perecibles y el *timing* del traspaso previsto de la depreciación acumulada a precios.

Como siempre, las proyecciones están sujetas a grados importantes de incertidumbre. En primer lugar, es posible que la trayectoria de la actividad en lo más reciente indique un deterioro persistente en la capacidad de crecimiento de la economía chilena. Hasta ahora, las proyecciones consideran una expansión de la capacidad productiva de la economía en torno a 5% anual. Una caída mayor en el ritmo de crecimiento de la formación bruta de capital, o una trayectoria más plana para la productividad total de factores, puede provocar una reducción en el crecimiento tendencial hasta valores cercanos a los del crecimiento previsto para la actividad global: 3% a 4%. Esto llevaría a mantener las holguras de capacidad en sus niveles actuales, y no aumentarlas tal como está previsto en las últimas proyecciones realizadas por la División de Estudios. En una situación como esta, la inflación anual tendría una aceleración algo mayor, superando el 4% a mediados del próximo año y alcanzando cifras cercanas a 4% hacia diciembre. Para fines del 2003 la inflación anual tendería a 3,5%.

Un tema relacionado, sobre el cual también hay poca certidumbre, es la magnitud efectiva de las holguras de capacidad actuales. Las estimaciones más recientes indican una brecha de capacidad cercana a 3,5% para el año 2000 en promedio. Es posible que esta brecha sea hoy inferior o, en forma similar, que la tasa de desempleo estructural haya aumentado hasta cifras en torno a 8%. En todo caso, difícilmente se puede argumentar que la economía está haciendo pleno uso de sus recursos.

De todas formas, de haber evidencia de que alguno de estos escenarios se comienza a dar, la estructura de tasas de interés de mercado probablemente incorporará la nueva información, en el sentido, tanto de su impacto inflacionario, como de las perspectivas sobre la tasa de interés real de largo plazo.



Otro elemento de riesgo es el ritmo efectivo de crecimiento de la actividad. La estimación para el tercer trimestre se ha corregido en prácticamente un punto porcentual desde el Informe de Política Monetaria de septiembre, de 3,5% hasta 2,6%, previéndose aún una aceleración en el último cuarto del año. Aunque la información parcial de importaciones del mes de octubre es menos negativa que la de meses anteriores, no se puede asegurar que el cuarto trimestre exhiba tasas de crecimiento por sobre las del tercero. Aquí cobra importancia el impacto que definitivamente tenga sobre las decisiones de consumo el deterioro reciente de las expectativas privadas.

Con relación a la inflación, más allá de las incertidumbres mencionadas en los párrafos anteriores, los riesgos aparecen más balanceados que hace un tiempo. La inestabilidad regional, con el consecuente contagio sobre el mercado cambiario en Chile, parece haber llegado a un punto álgido al reconocer el gobierno argentino explícitamente la imposibilidad de cumplir con sus obligaciones con las actuales tasas de interés. Nuevas turbulencias pueden relacionarse con eventos en otras economías, como Brasil, que muestran grados de fragilidad no despreciables, pero que no se han acentuado con las noticias más recientes de Argentina. En este sentido, se estima que un tipo de cambio que persista por los próximos años en niveles cercanos a los de los últimos días (\$715 por dólar) induciría en torno a 0,4 puntos porcentuales de inflación adicionales durante el próximo año. Este fenómeno en todo caso sería de carácter transitorio, disipándose hacia fines de 2003. Por otro lado, frente a la falta de posibilidades o de voluntad por parte de la OPEP de forzar un recorte efectivo de producción, es posible que el precio del crudo Brent se mantenga por debajo de los US\$20 por barril en los próximos trimestres.

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA

I. Escenario Internacional

Las proyecciones de crecimiento mundial para este año y el 2002 han continuado siendo corregidas a la baja desde la última reunión de política monetaria, debido al efecto de la desaceleración de los países desarrollados sobre el resto del mundo.

La proyección de crecimiento promedio para 2001 de los principales socios comerciales se redujo a 1,1%, 0,5% bajo la estimación del Informe de Política Monetaria de septiembre y 0,2% inferior a lo previsto en la reunión pasada. Hacia el 2002, la proyección se sitúa en 1,8%, que se compara con el 2,1% presentado hace un mes atrás.

Este escenario más deprimido para la actividad económica mundial también redundará en peores perspectivas para el precio de las materias primas, en particular el cobre. Se espera que el precio promedio de la libra de cobre se sitúe en US\$0,71 (BML) durante este año, lo que supone que en lo que resta del año se mantienen los actuales niveles de precio. Para 2002 y 2003 se proyecta una recuperación gradual en el precio del cobre, llegando a un valor promedio de US\$0,72 la libra el próximo año y US\$0,80 la libra en 2003.

En el caso del petróleo, la OPEP se encuentra a la espera de un escenario internacional más estable, por lo que no ha aplicado el mecanismo automático de modificación de cuotas de producción. Sin embargo, durante los últimos días esta organización ha tratado de concitar acuerdos, no sólo al interior del cartel, de modo de aplicar recortes en la producción del crudo. En todo caso, los mercados futuros consideran un precio plano para los próximos dos años, en torno a US\$21 el barril. A pesar de reconocerse una fuerte incertidumbre en este mercado, se



reduce la proyección respecto de lo indicado en la última RPM, con un precio promedio del barril de petróleo de US\$22, para el 2002 y 2003, en el límite de la banda objetivo de la OPEP. Los mercados financieros internacionales ya internalizaron el panorama más deprimido para la economía mundial. En Estados Unidos se mantienen las proyecciones de un recorte adicional en torno a 50 puntos base, que llevaría la tasa *Fed Funds* a un 2,0%. Movimientos adicionales de la política monetaria de Estados Unidos dependerán de las proyecciones de actividad para el primer trimestre del año próximo.

En Europa se mantienen las expectativas de recortes adicionales de la tasa de interés, que se sitúan en un rango de 50 a 75 puntos base hacia fines de año o durante el primer trimestre del 2002. Finalmente, para Japón se mantienen las expectativas en cuanto a una estabilidad en la política aplicada por el Banco de Japón. Sólo se ha reiterado una política de mayor gasto fiscal, de acuerdo a lo señalado recientemente.

Un hecho relevante de las últimas semanas ha sido el deterioro de la situación en Argentina. Tras algunas semanas de calma, el gobierno transandino anunció a comienzos de noviembre la reestructuración de su deuda interna y externa, a través de acuerdos "voluntarios" con los acreedores. Asimismo, se negoció con las provincias el traspaso de fondos, parte de los cuales estaría constituido por bonos. La incertidumbre asociada a estas operaciones y la creciente posibilidad de no pago, ha llevado a S&P a reducir la clasificación de riesgo de Argentina a CC, lo que se ha sumado a fuertes alzas en las tasas de interés domésticas y un *spread* soberano que superó los 2.500 puntos base. Esta situación también afectó a Brasil, cuyo *spread* soberano se empujó a los 1.200 puntos base en días pasados. En todo caso el real ha mostrado mayor estabilidad frente a las noticias recientes, manteniéndose por debajo de R\$2,7 por dólar.

La colocación del bono del gobierno de Chile con vencimiento al 2012, fue otro acontecimiento importante ocurrido durante las últimas semanas. Esta emisión registró un *spread* de 256 puntos base, cerca de 40 puntos base por sobre el bono emitido en 1999, diferencia explicada por la mayor madurez de la nueva emisión, y por el hecho de que el primer cupón se pagará en junio de 2002. Haciendo los ajustes por plazo, este *spread* es similar al de los bonos de economías emergentes con clasificación equivalente a la chilena.

Finalmente, las proyecciones de entradas netas de capitales para 2002 de JP. Morgan se han reducido, hasta US\$3,5 billones, menor a lo previsto en septiembre.

II. Mercados Financieros

Durante octubre continuó la trayectoria descendente en las tasas de interés de los documentos del Banco Central. Las tasas de los pagarés reajustables de largo plazo han caído en torno a 40 puntos base respecto del promedio de septiembre, transándose actualmente en el mercado secundario, en UF+4,75% el PRC-8 y en UF+5,25% el PRC-20, siendo ambos valores los más bajos desde que existe registro de estas tasas. Esta evolución es compatible con la menor actividad económica, mostrando además que la esterilización de las intervenciones cambiarias ha sido eficiente.

Las tasas de interés promedio de los documentos nominales también mostraron disminuciones de similar magnitud. Esto estaría indicando la ausencia de un cambio significativo en las percepciones inflacionarias de corto y mediano plazo. Ello se sustenta en que la reciente alza del dólar se ha visto compensada con la caída en el precio del petróleo y un escenario generalizado de menor actividad económica. Por otro lado, se han registrado incrementos



sustanciales en las tasas de las colocaciones nominales de 90 días a un año, al igual que en sus *spreads*, lo que es asociable a la trayectoria esperada de la UF.

En los mercados de renta fija, persiste la mayor demanda por letras hipotecarias y bonos corporativos, debido al atractivo que ofrecen este tipo de instrumentos. Esta situación ha generado una disminución en las tasas de interés promedio de mercado de estos documentos, aunque más moderada que la del PRC-8, que se ha visto afectada por una menor oferta de este tipo de pagarés.

Hacia adelante, se mantienen expectativas de estabilidad para la Tasa de Política Monetaria. La curva *forward* muestra, al igual que en septiembre, que la tasa de política monetaria se mantendrá estable hasta fines de año, con un incremento de 50 puntos base en el primer semestre del próximo año y otros 25 puntos base adicionales en la segunda parte del próximo año. Algo similar se aprecia en la encuesta de expectativas de noviembre, indicando un aumento de 50 puntos base durante el próximo año.

El comportamiento de los agregados más líquidos –circulante y M1A– sorprendió durante octubre, al no revertirse la habitual expansión por factores estacionales asociados a septiembre, manteniendo, por el contrario, el dinamismo de los meses previos. El M1A, aunque mostró una caída mensual del orden de 1%, mantiene variaciones reales anuales por sobre el 20%. Los agregados monetarios más amplios también se expandieron, destacando la recuperación de los depósitos a plazo en pesos, dólares y reajustables.

Las colocaciones totales registraron un comportamiento dinámico durante octubre, debido principalmente a la recuperación de las colocaciones en moneda nacional, tanto efectivas como hipotecarias. En tanto, las colocaciones destinadas al sector privado anotaron nuevamente un aumento en los créditos a empresas junto a un estancamiento en los destinados a consumo (información a septiembre).

Aunque la inestabilidad en Argentina sufrió un brusco aumento tras el anuncio de reprogramación masiva de los pasivos del gobierno, el peso hasta ahora se ha mantenido estable. En efecto, desde principios de año se aprecia una cercana relación entre el *spread* soberano argentino y el valor del dólar en Chile, relación que no parece estar operando en los últimos días.

De las otras monedas que componen el TCM5, el euro y la libra esterlina se han apreciado respecto del dólar, en tanto que el yen ha perdido valor respecto del dólar en las últimas semanas, debido a intervenciones del Banco de Japón.

Dada la cotización actual del peso chileno, entre \$710 y \$715 por dólar, los contratos *forward* peso-dólar muestran una relativa estabilidad para un período inferior a 30 días. Expectativas para mayores plazos, señalan una leve apreciación del peso inferior a 1% respecto del dólar durante los próximos 6 meses. Esta trayectoria se encuentra en línea con el diferencial real externo, que se ha vuelto aún más negativo, apuntando a una apreciación real del peso en el mediano plazo.

Los índices de actividad bursátil reflejaron durante octubre una leve recuperación respecto de la caída de dos dígitos del mes anterior, con expansiones de 4,4% (IPSA) y 2,2% (IGPA), dentro de las cuales destacó la evolución del sector minero (11%). La comparación con indicadores bursátiles de otros países, indica que la evolución del IPSA ha estado dentro del promedio. En efecto, con posterioridad a los atentados de Estados Unidos, el *Dow Jones* cayó 3,5% y el *Nasdaq* se mantuvo relativamente estable, en tanto que el IPSA —medido en dólares— cayó 15%.



III. Actividad y Empleo

Actividad y Gasto

La actividad económica presentará una trayectoria moderada hacia fines del año, donde las exportaciones tendrán el mayor dinamismo, en tanto que la formación bruta de capital fijo anotará una declinación hacia el último cuarto del año.

El tercer trimestre continúa entregando indicadores menos favorables que los esperados en el Informe de Política Monetaria de septiembre. En agosto, la actividad económica y el gasto interno tuvieron trayectorias bajo lo esperado, con variaciones del Imacec de 2,8% y del gasto de 4,0% en 12 meses. De acuerdo a la información disponible, para septiembre se espera un crecimiento inferior.

Las expectativas para el cuarto trimestre son algo más favorables, con un crecimiento proyectado para el PIB de 3,0% en el segundo semestre. Esto entrega como resultado global una expansión de 3,2% para el año 2001. Se espera que el gasto se incremente en 0,6% en el segundo semestre, expansión explicada fundamentalmente por la expectativa de un repunte en el cuarto trimestre (1,7%).

Demanda Interna

La última información disponible señala que los indicadores reales muestran comportamientos disímiles. Por un lado, las ventas del comercio minorista (CNC) de septiembre mantuvieron la trayectoria ascendente de los meses previos (3,6% anual), en tanto que las ventas de supermercados presentaron una evolución más pausada (1,5% anual). Estas cifras denotaron un importante crecimiento del componente distinto de las ventas de supermercados, dada la alta participación de éstas en el índice global.

En términos de la industria, tanto las ventas como la producción registraron reducciones en sus ritmos de crecimiento. Sin embargo, los componentes del gasto en consumo más sensibles al tipo de cambio, como son las importaciones de consumo y ventas de vehículos nuevos, siguen mostrando las mayores caídas en el margen (disminuciones en 12 meses de 11,2% y 23,5%, respectivamente). Esto revela que en algún grado se estaría produciendo sustitución desde productos importados hacia productos de origen doméstico.

Con todo, en el último tiempo se ha producido un deterioro en las perspectivas de los hogares respecto al futuro, lo que puede impactar negativamente en el crecimiento del consumo durante los próximos trimestres.

Un proceso de sustitución similar al que se aprecia en los indicadores de consumo se puede estar observando en el componente de maquinaria y equipos de la formación bruta de capital. En efecto, las ventas de bienes de capital de la industria muestran un ritmo importante de crecimiento, lo que se contrapone con un comportamiento plano de las importaciones de bienes de capital. En todo caso, el margen para sustituir maquinaria importada por nacional no es muy grande.

Septiembre fue un mes poco dinámico para el sector inmobiliario en general, verificándose caídas en las ventas y el *stock* en relación con los meses previos. En todo caso, la mayor disminución de las ventas hace que el número de meses necesarios para agotar el *stock* aumente hasta llegar a 20 meses. Si bien la información de permisos de edificación de septiembre arrojó un bajo crecimiento en relación con los niveles anteriores, permiten seguir previendo un cuarto trimestre del presente año y primer trimestre del 2002 algo más favorables.



Estos permisos acumulan un aumento de 4,3% en lo que va del año, encontrándose la mayor alza en el destino de vivienda, donde la superficie de permisos ha crecido 8,7% durante el año.

El catastro de proyectos de inversión de septiembre mantiene, en términos generales, el volumen adelantado en el Informe de Política Monetaria de septiembre. No obstante, se verifica una disminución para los próximos años, debido a postergaciones en los sectores inmobiliario residencial, obras públicas e hidroeléctrico. A partir de los años 2003 y 2004 se registran incrementos importantes en la inversión, tanto desde la perspectiva de la consolidación de las inversiones iniciadas previamente, como por el desarrollo de nuevos proyectos.

En términos de magnitud, continúan destacando para los próximos dos años los proyectos en los sectores minero, inmobiliario y de obras públicas, asociados a los procesos de licitación de obras viales y sanitarias. De igual modo, las inversiones esperadas en los sectores de la industria forestal y energía, tienden a incrementarse sustancialmente en el 2002, fenómeno que se fortalece el 2003. Por otra parte, destaca para el 2002 la inversión en puertos –Proyecto Mejillones– fenómeno que no se reedita al año siguiente. Finalmente, la inversión en telecomunicaciones continúa mostrando una declinación.

Respecto del sector externo, durante el tercer trimestre las cantidades exportadas crecieron 5,8% anual (8% promedio anual). En términos desagregados, las exportaciones “resto” continúan siendo las de mayor dinamismo en términos de quantum, con un crecimiento de orden de 10% en el trimestre (15% promedio anual). Las principales alzas se dieron en sectores que, en general, experimentaron importantes caídas en sus precios durante el período (pesca extractiva, forestal y muebles de madera, celulosa y alimentos y bebidas).

Los quantum de importaciones, en tanto, cayeron 2,4% anual en el tercer trimestre. Los bienes intermedios fueron los que acusaron la mayor disminución de las cantidades (3,8% anual), con caídas similares tanto en los combustibles, como en el resto.

Mercado Laboral

A pesar de las expectativas de mejoramiento de la situación en el mercado laboral indicadas en el Informe de Política Monetaria de septiembre, en el trimestre móvil julio-septiembre se rompió la tendencia de caída en la desocupación (desestacionalizada) observada desde el segundo trimestre. La tasa de desocupación nacional aumentó de 9,7% (junio-agosto 2001) a 10,1% (julio-septiembre 2001). Esta situación, más que por un aumento de la cesantía, tiene que ver con el incremento de la fuerza de trabajo y del número de personas que buscan empleo por primera vez.

En efecto, el número de ocupados disminuyó sólo en 0,4% respecto del trimestre anterior (menos 2 mil personas ocupadas). Los planes de empleo gubernamental aumentaron en 15 mil personas en el mismo período, por lo que la caída del empleo correspondió exclusivamente a una destrucción de puestos de trabajo del sector privado. Con respecto de igual lapso del año pasado, el empleo se incrementó en 83 mil plazas de trabajo (1,6%), de las cuales 91% correspondió al aumento de los programas públicos y municipales, pese a su carácter transitorio.



Por otro lado, la fuerza de trabajo aumentó 0,9% en términos anuales y 0,4% respecto del trimestre anterior. Eliminando los efectos estacionales, el incremento en doce meses de la fuerza de trabajo es el más alto registrado desde el trimestre mayo-julio de 2000, provocando que la creación de empleo sea apenas suficiente para absorber el incremento de la fuerza laboral. Por esta razón, el número de desocupados aumentó en 26 mil personas.

Al comparar la ocupación por sectores económicos con el trimestre inmediatamente anterior, se observa un incremento de la ocupación en minería (1,9%) y servicios (1,1%). Aunque los demás sectores presentaron caídas, no se percibe un cambio de tendencia mayor en sectores importantes como la industria y la construcción.

Respecto de las perspectivas del mercado laboral, se espera que la tasa de desempleo del trimestre móvil finalizado en septiembre sea la más alta del año, por el efecto de la estacionalidad en los próximos meses. A partir de octubre y hasta fines del verano del 2002, se debiera observar una baja sostenida en la desocupación. No obstante lo anterior, el escenario futuro del empleo continúa siendo de moderada expansión, debido al ritmo previsto de crecimiento global de la actividad.

Existe también algún grado de incertidumbre respecto al impacto de aquí a fin de año de la reforma laboral. Hay opiniones en la dirección que se adelantarán despidos previo a la puesta en marcha de la nueva legislación a partir del primero de diciembre.

IV. Precios y Costos

La inflación de octubre (0,1%) estuvo determinada por el descenso del precio de los combustibles (-5,1%), a lo que se sumó un incremento menor al esperado en el precio de los productos perecibles. El tipo de cambio continuó afectando las tarifas de algunos servicios regulados (teléfonos y agua potable), hecho que determinó el aumento del IPCX en el mes (0,4%). Medidos en términos anuales, el IPC descendió a 3,4%, mientras que el IPCX subió a 3,8%.

Respecto de la proyección que se manejó para el mes de octubre, las diferencias se debieron a: 1) un aumento menor al anticipado en el precio de los perecibles; 2) la no verificación del descenso anunciado por la ENAP en el precio del gas licuado; y 3) diferencias menores en otros rubros. No obstante, el resultado global estuvo en línea con lo anticipado.

El retraso en las cosechas de algunas frutas y verduras de la temporada provocó que en octubre no se produjera el habitual aumento en el precio de los perecibles. Este incremento debería trasladarse hacia los meses de noviembre y diciembre, traspasándose la estacionalidad negativa de dichos meses hacia el primer trimestre del 2002. Este factor implica una revisión al alza de la proyección de IPC para lo que queda del 2001, pero una menor inflación hacia comienzos de 2002.

En cuanto al tipo de cambio, hasta ahora sólo se ha observado el efecto de su aumento en las tarifas de los servicios regulados (teléfonos y agua potable en octubre). Para los meses venideros, no se anticipan cambios significativos derivados de este factor. No obstante, la tarifa eléctrica aumentará 3,0% en noviembre por efecto de la revisión de los precios de generación. En contraposición, se espera un leve descenso en la tarifa de la telefonía, y es posible que se produzca un recorte de \$10 en el precio del pasaje de la locomoción colectiva.



En términos de salarios, durante septiembre se mantuvieron los efectos de las cláusulas de indexación sobre los salarios nominales. La menor inflación registrada en los últimos meses provocó que los salarios nominales exhibieran menores tasas de crecimiento en lo más reciente. Es por eso que tanto el Índice Nominal de Remuneraciones, como el Índice Nominal del Costo Mano de Obra, experimentaron por tercer mes consecutivo disminuciones en sus tasas de crecimiento anuales (5,1% y 4,8%, respectivamente).

Se espera que en los próximos meses la aceleración de los salarios privados se mantenga en línea con la inflación observada durante el primer semestre del 2001.

Recientemente, se ha anunciado un reajuste de 4,5% en el salario de los empleados fiscales, a contar de diciembre próximo. Este incremento convenido entre la ANEF y el gobierno, contempla un variación de la inflación de 3,5% para el próximo año.

Considerando la conjunción de los elementos antes señalados, las perspectivas de inflación mensual para noviembre y diciembre se sitúan en 0,2%. Con estos valores mensuales, el año 2001 finalizaría con una variación de 3,3% para el caso del IPC. Para el IPCX se anticipan variaciones mensuales de magnitud similar, terminando el 2001 con un incremento anual de 3,6%. Se espera que el primer trimestre del 2002, con altibajos en su interior, esté en línea con los niveles de fines de este año (3,4% el IPC y 3,8% el IPCX).

PERSPECTIVAS PARA EL CRECIMIENTO Y LA INFLACIÓN

Desde la reunión de política monetaria pasada ha habido cambios en las principales variables del escenario internacional, pero que no son de la magnitud de las modificaciones posteriores a los eventos del 11 de septiembre.

Por este lado, entonces, no hay razones de fondo para realizar una modificación sustancial de las proyecciones de crecimiento de mediano plazo que se realizaron para la reunión de política monetaria pasada.

Sí hay modificaciones para la estimación de corto plazo para la actividad. Se prevé que en el tercer trimestre se produzca un crecimiento global de la actividad de 2,6%, casi un punto por debajo de la proyección del Informe de Política Monetaria de septiembre. Para el año como un todo, se prevé un crecimiento global de 3,2%, por debajo del 3,4% previsto en la reunión de política monetaria anterior y del 3,7% del Informe de Política Monetaria de septiembre.

Estas correcciones se fundamentan en menores perspectivas para el tercer trimestre para algunos sectores específicos, como transporte y telecomunicaciones, minería y electricidad, gas y agua. Por el lado del gasto, información desagregada de importaciones de bienes de capital por sector de destino, lleva a moderar las proyecciones para la inversión en maquinaria durante el trimestre. También se reducen las proyecciones de crecimiento para la inversión en construcción, previéndose que termine el año con un incremento de 2,1%.

El señor Ministro de Hacienda consulta al Gerente de Análisis Macroeconómico sobre el tema del nivel del dinero. Señala el señor García que no hay un diagnóstico todavía que esté plenamente afinado respecto a las causas de su expansión. Al respecto, dice que hay que reconocer que la base de comparación del año pasado es baja. Es un punto no menor y por lo tanto hay que tratar de evaluar si el nivel del dinero hoy es consistente con los fundamentos que son tasa de interés y actividad. Ahí hay una hipótesis que plantea que la sensibilidad del dinero frente a la tasa de interés hoy día es superior a la sensibilidad histórica,



por lo que si la tasa de interés nominal es más baja, estaría explicando un repunte por sobre lo que se hubiese esperado conforme la evidencia histórica.

A la consulta del señor Ministro de Hacienda de si lo anterior se debe a un desplazamiento de la demanda, el señor García dice que en términos conceptuales, se fija la tasa de interés nominal e indudablemente que el dinero se determina por la demanda, siendo eso un hecho básico.

El Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera, respecto a lo anterior, señala que el conjunto de los agregados monetarios, la emisión, circulante, los agregados monetarios más amplios, están todos creciendo en tasas de alrededor de entre un 7% y un 10%, aproximadamente. La excepción son los depósitos en cuentas corrientes, y especialmente los vales vista, los que presentan un salto mayor que lleva la tasa de crecimiento del M1A a 20% o 21%. Esto refleja más bien un problema puntual de la demanda para transacciones financieras, que un problema de exceso de crecimiento de la oferta monetaria.

El señor Ministro de Hacienda consulta, también, si existe alguna evidencia de que el crecimiento observado del dinero esté teniendo algún impacto sobre el tipo de cambio y otros precios. Contesta el Gerente de División Estudios, señor Morandé, señalando que del análisis efectuado por el economista don Christian Johnson se observa, entre otras cosas, un cambio en las elasticidades a través del tiempo y se llega a la conclusión que mencionaba el señor García en cuanto a que, hoy día, la demanda por M1A es más sensible a la tasa de interés de lo que fue en el pasado. Agrega que también se hizo un ejercicio en ese análisis para precisar los efectos que tendría la ecuación de demanda por dinero, corregido por este factor. Al efecto, se considera el residuo y se ve qué efectos tiene ese residuo sobre el tipo de cambio para ver el desequilibrio monetario que afectaría por la vía directamente monetaria al tipo de cambio y la existencia de algún efecto es prácticamente nulo, o sea, no existe evidencia de que haya un desequilibrio monetario que esté afectando al tipo de cambio y por tanto, a la inflación.

Finaliza el señor García su exposición, indicando que por el lado de la inflación, tampoco se estima que existan argumentos para modificar las proyecciones de mediano plazo de la reunión de política monetaria de octubre, que mantienen, en lo esencial, la trayectoria de la inflación prevista en el Informe de Política Monetaria de septiembre. En el corto plazo existen grados de incertidumbre, asociados al retraso de la temporada de frutas de la estación, por lo que la incidencia negativa de este retraso podrá concentrarse en enero en vez de diciembre.

El Presidente ofrece la palabra a los asistentes.

El Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel, señala que el Informe entregado por el Gerente de Análisis Macroeconómico, presenta un análisis muy completo de la coyuntura y de las perspectivas y respecto a ese tema, le gustaría plantear cuatro riesgos de menores presiones inflacionarias y cinco riesgos de mayores presiones inflacionarias.



Ei primer riesgo de menor presión inflacionaria se origina por una situación externa que se perfila, según muchos analistas internacionales, peor de lo anticipado en el Informe, en dos dimensiones que golpean muy fuerte: 1) menor crecimiento mundial, incluso inferior de lo que las cifras indican, y con una recuperación donde se cree que la curva va a ser en V, vale decir el segundo o tercer trimestre del próximo año, está siendo desplazada crecientemente por la estimación de que va a ser una curva en U y por tanto, va a demorar más; 2) el menor precio de las exportaciones: ambas situaciones tienen efectos de ingreso negativos a la demanda agregada y luego, menores presiones inflacionarias y eso lo pondría como una desviación respecto al escenario moderadamente optimista que está señalado en la proyección internacional. Un ejemplo, dice, es el precio del cobre. Duda que a partir del 1° de enero de 2002 se produzca un aumento de 30% como se considera en el escenario base, vale decir, que suba de 60 centavos de dólar como está hoy día, en promedio durante todo el año 2002, en dicho porcentaje, respecto del nivel que tiene hoy día y eso, ciertamente implica una depresión inflacionaria.

Una segunda fuente de menor presión inflacionaria es que el PIB y el gasto doméstico es bien posible que crezcan a tasas menores que el 3,2%-3,5%.

Un tercer punto que está relacionado con el primero, es el peligro de que se esté entrando a un régimen global distinto de deflación mundial, vale decir, que la combinación argentino-japonesa se generalice a países incluso tan importantes como Estados Unidos. Es un peligro que alguna gente postula en forma creciente. El Economist, en su versión de la semana pasada, plantea que hoy, en el margen, la economía mundial (el PIB nominal) está creciendo a una tasa cero.

La cuarta fuente de menores presiones inflacionarias tiene que ver con lo que tangencialmente se discutió respecto a la posible caída en los costos del transporte público, tanto por combustible y eventualmente también por un menor costo en la reposición de los microbuses que podría influir en la fórmula correspondiente, y eso sería un 0,1% y eventualmente dos veces eso, adicionales en los siguientes meses.

En relación a los riesgos de mayores presiones inflacionarias, visualiza cinco. Primero, el menor crecimiento del PIB potencial. Se mencionó el caso de la inversión que está creciendo negativamente en el cuatrimestre: eso es algo que indudablemente implica una revisión, al menos en el margen, del exceso de capital y por tanto, hace que la brecha futura sea menor e implique mayores presiones inflacionarias para el año siguiente.

El segundo punto es el crecimiento del M1A a dos dígitos. Cree que es un riesgo muy menor y así lo considera después de la minuta elaborada por Christian Johnson, que es muy convincente.

El tercer riesgo son los efectos inflacionarios, rezagados todavía, por la devaluación a un nivel que a \$ 700 por dólar está alto y esos son efectos inflacionarios por empeoramiento de la situación externa respecto al escenario base que se puede mantener, incluso reforzar, y significar un grado de riesgo y van exactamente en sentido contrario de los efectos de ingreso deflacionarios, a raíz del empeoramiento de la situación externa respecto a lo que está consignado en el escenario base.



El cuarto factor es un aumento de expectativas de inflación muy significativas en nuestra encuesta. Esta señala un aumento de 60 puntos base en las expectativas de inflación para el año calendario diciembre 2001 a diciembre 2002, incidiendo especialmente desde julio en adelante, y básicamente son: agosto, septiembre, octubre, incluso noviembre: son 20 puntos base en los cuales suben las expectativas de inflación mes por mes. Es más o menos, *pari passu*, con nuestras proyecciones, pero cree que el incremento marginal es un poco más fuerte que las proyecciones de inflación hasta fines del próximo año y eso, ciertamente, para el canal de expectativas es algo severo y serio.

La quinta fuente de mayor riesgo inflacionario viene por el lado del relajamiento de la tasa real de política, implícito durante los últimos cuatro meses. Esto es significativo y si se toma como ancla las expectativas de inflación del sector privado detectadas en nuestras encuestas, precisamente son 60 puntos base en los cuales relajamos nuestra tasa de política real implícita y no obstante que nuestra tasa de política es nominal, nuestro canal de transmisión central y nuestro análisis del modelo es a través de tasas reales, especialmente hoy en día que nuestro coeficiente de traspaso lo hemos rebajado a 0,20, 0,18 y 0,16 puntos.

Señala el señor Schmidt-Hebbel que la implicancia del listado de puntos de presiones mayores o menores es la siguiente: La proyección de inflación propia, presentadas por el señor García, bordea el 4% de inflación, ya sea subyacente o total para el horizonte de política, vale decir, hasta diciembre de 2002, disminuyendo después de esa fecha. Las proyecciones de expectativas del mercado son básicamente idénticas, 3,8%-3,9% hasta diciembre de 2002. Las proyecciones del único economista del mercado que ha sido calificado como no ideologizado, son proyecciones cuyo rango, hoy día, se sitúa entre 4,5% - 4,7%.

Manifiesta que en esas condiciones y en tiempos normales, esta información apunta necesariamente a subir la tasa. Cree, sin embargo, que no se está en tiempos normales y como efectivamente el riesgo en el margen de tener presiones deflacionarias, tanto afuera como adentro, son mayores que las que el escenario base plantea, estima que mantener la situación de la instancia de política monetaria actual es la determinación más consecuente.

El Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic, manifiesta que tal como indicó el Gerente de Análisis Macroeconómico, la presentación efectuada no incluye una revisión de las proyecciones de crecimiento e inflación debido a que los montos en el momento en que se revisó el escenario internacional, y se preparó la minuta, no lo justificaban. Sin embargo, es importante destacar que el signo de las revisiones en el escenario internacional apunta claramente hacia un menor crecimiento y menores presiones inflacionarias en Chile respecto a lo que se preveía hace un mes. Asimismo, enfatiza, lo ocurrido en el escenario internacional durante la última semana, refuerza la magnitud de las tendencias observadas en las semanas previas.

En primer lugar, las nuevas revisiones de los bancos de inversión, esencialmente en los países desarrollados, restan otras dos décimas al crecimiento de los socios comerciales proyectado con anterioridad, con lo cual el efecto acumulado en el último mes es ya de medio punto porcentual de menor crecimiento. Es probable que la magnitud de este efecto siga aumentando en la medida que se incorpora el efecto de este escenario más pesimista en otras economías. Por ejemplo, dos de los tres bancos de inversión que se siguieron más detalladamente, todavía no ajustan sus proyecciones para Brasil y México, las cuales JP Morgan acaba de revisar, desde cifras del orden de 3% a 1% en cada caso. Asimismo, algunos bancos de inversión han comenzado a prever que Europa está entrando a un período de recesión técnica. De generalizarse esta expectativa, se estará hablando muy



pronto de una recesión simultánea en Estados Unidos, Europa y Japón, con las consiguientes consecuencias en el resto del mundo.

En segundo lugar, el precio del cobre ha continuado cayendo, ubicándose ahora en torno a los 60 centavos. Este valor no se observaba desde hace 15 años en términos nominales y ha llevado a revisar a la baja los valores proyectados para el próximo año. En este aspecto, aclara que no es correcto que las proyecciones actuales signifiquen un aumento de 30% en el precio del cobre a partir de enero de 2001, ya que sólo implican un aumento de 20% en promedio para el año, el cual se supone ocurrirá sólo en forma gradual y consistente con el crecimiento esperado de la economía mundial. Esta proyección es similar a las mejores proyecciones disponibles a partir del comportamiento de series de tiempo de precio del cobre y se ubica en un rango intermedio de las proyecciones que hacen los analistas del mercado.

En tercer lugar, el precio del petróleo ha vuelto a caer y ahora se ve mas improbable que antes, que la OPEP sea capaz de mantener el precio del petróleo dentro de la banda de referencia de entre 22 y 28 dólares por barril. Mientras hace un mes se proyectaba un precio del petróleo de 24 dólares por barril, los últimos precios futuros entregan para el precio del petróleo cifras promedio para el próximo año bajo los 20 dólares el barril. De mantenerse estas expectativas, se compensarán en parte los efectos negativos sobre el crecimiento antes mencionado, pero sobre todo contribuirá a disminuir la inflación proyectada. Un elemento adicional, que apunta en la misma dirección, aunque en una magnitud mucho menor, son las reducciones por sobre lo esperado que se están observando en las tasas de interés de política de los principales bancos centrales del mundo.

Manifiesta que durante la última semana se ha observado un evento notable, que es la ausencia de elementos de contagio financiero hacia Chile y otros países por los desarrollos en la economía argentina, que en la práctica ha comenzado un proceso de cesación parcial de pagos de su deuda interna y externa. En los días recientes, las monedas y los bonos de deuda de Chile y otros países, incluso Brasil, no sólo no han caído, sino que también se han valorizado. Aunque todavía no se pueda afirmar categóricamente, esto sugiere una disminución de la probabilidad de depreciaciones adicionales importantes del peso ante un posible agravamiento de la situación en Argentina, e introduce incluso un mayor riesgo en la proyección de la evolución del tipo de cambio, en el sentido de una apreciación del peso.

En relación al ámbito interno y las presiones inflacionarias mencionadas por el Gerente de Investigaciones Económicas, el señor Jadresic hace dos observaciones. La primera, es que se debe evitar exagerar el efecto sobre el producto potencial del menor crecimiento esperado para este año en la formación bruta de capital fijo y por consiguiente, en el impacto que ese efecto puede tener sobre las presiones inflacionarias. En efecto, si se toma como referencia un método estándar de estimar el crecimiento potencial, sobre la base de una función de producción de Cobb-Douglas, lo que se debe hacer, para calcular el efecto de una menor inversión, es multiplicar por 0.3 o 0.4 la menor tasa de variación del stock de capital físico. Pero resulta que tres puntos porcentuales de menor crecimiento en la inversión fija representan una cifra sustancialmente inferior en términos de la variación del stock total de capital fijo, con lo que se llega a que la variación del producto potencial ocasionada por un 3% de menor inversión, es del orden de sólo una o dos décimas. Por lo tanto, la magnitud del riesgo de una menor brecha de producto efectivo a producto potencial generada por este mecanismo es sustancialmente inferior al riesgo de una menor brecha causada por un menor crecimiento de la demanda.



Su segunda observación, en cuanto a la percepción de que el mercado ha aumentado sus expectativas de inflación hasta el límite de la banda meta de inflación, ella sólo se apoya en los datos de las encuestas efectuadas al grupo de analistas consultados. Las cifras provenientes de la valoración de los instrumentos financieros, tales como los PDBC a 360 días y la tasa activa bancaria, apuntan a una tasa de inflación esperada para el próximo año que ha venido cayendo en las últimas semanas y que se ubica actualmente en el rango de 3.0 a 3.5%. Estas proyecciones implícitas son plenamente consistentes con las proyecciones del Banco Central.

El Consejero señor De Gregorio se refiere a la discusión que se ha sostenido en reuniones anteriores relativa a la preocupación por la tasa de crecimiento del dinero. Señala que si se toman las estimaciones que había hecho el economista don Raimundo Soto en su momento y se las proyecta hasta el año 1997, sin agregar tasas de interés internacionales, solamente con el costo doméstico y con la tasa de crecimiento, resulta factible predecir la evolución de los agregados monetarios. Le parece que ésa es una primera tesis que no necesita de argumentación en términos de cambios de elasticidad. Hay otros cálculos que tienden a estimar alguna brecha que pareciera corresponder a períodos anteriores y también ello es parte de los errores que se pueden cometer en las estimaciones. Además, dado que todos los agregados monetarios, excepto los depósitos a la vista, han estado creciendo a tasas mucho más razonables, cree necesario efectuar un análisis del mercado monetario que considere también lo que puede estar ocurriendo con el manejo de caja y de tenencias de dinero por parte de las empresas.

El Vicepresidente don Jorge Marshall, refiriéndose al Informe de la División de Estudios y apreciando la evolución ocurrida desde la última reunión, percibe que es un tanto pesimista respecto del comportamiento de las variables domésticas. El Informe se refiere a un empeoramiento muy importante de las perspectivas y de las percepciones de los hogares. Comenta el señor Marshall que no sabe si existe evidencia para afirmar eso, excepto la encuesta de Percepción Económica de la Universidad de Chile que es muy puntual, y la otra información que podría avalar lo anterior es la referida a ventas de viviendas, pero aparte de esos dos datos puntuales, no cree que se tenga evidencia de que en Chile se esté percibiendo un efecto de la magnitud de lo que planteaba el señor Schmidt-Hebbel en otros países o lo que ha presentado el Gerente de la División Internacional.

Su impresión es que en Chile, el efecto no es de la misma magnitud por lo que se debiera modificar esa observación y agrega que, si se va al cuadro final y se mira solamente el comportamiento de la demanda interna, lo que se va a observar es un segundo trimestre muy deprimido, con una caída fuerte de lo que es "resto", probablemente por inventario; un tercer trimestre también negativo y un cuarto trimestre, en la parte de "resto", positivo en 3,3%, o sea, lo que está en los números tiende a no ratificar o anticipar un deterioro de la demanda interna o de las perspectivas.

Su segundo comentario respecto del tenor del documento es sobre las holguras y le surge la duda de cuáles son las holguras relevantes. Se puede decir la holgura física del capital, pero en tal caso ¿cuál sería la holgura del capital?, ¿cuál es la restricción del capital?, porque si no hay capital ¿qué es lo que se hace? Señala que hay algo acá que no está en el documento y que es lo siguiente: si se trata de maquinaria, no existen hoy día restricciones en el sector externo para importarla y si hoy existiese un aumento en la demanda y las empresas estimaran que para satisfacer esta demanda se necesita aumentar el capital, se puede financiar la inversión. Obviamente que hay un rezago, pero lo importante es que si existe la holgura por el lado del sector externo, ésa es una holgura respecto a la restricción de capital,



por lo tanto, no es lo mismo tener una restricción física de capital, que no se puede mover en un tiempo prolongado, a una restricción de capital que tiene una holgura en el sector externo que puede financiar una inversión.

El segundo tipo de restricción para el sector de capital es el sector construcción. Este sector, probablemente, tiene una holgura mucho mayor que la de otros sectores de la economía, por lo tanto, si se estuviera en presencia de una real restricción por el lado de los recursos, su impresión es que la economía hoy día se encuentra en mejores condiciones para enfrentar esa situación, de la que se estaría si, por ejemplo, el sector construcción trabajare a plena capacidad o si el sector externo esté relativamente restringido, porque de esa manera, el resorte de capital resultaría más rígido que en las condiciones actuales.

Adicional a lo anterior, se insinúa algo respecto a lo cual, considera que tampoco existe gran evidencia en cuanto a que la tasa del desempleo estructural sería del 8%. Señala que es posible que sea así, pero cree que el tenor del informe respecto de la holgura, tiende a exagerar el tipo de holgura que se está señalando. Por las razones que ha mencionado, no comparte la evidencia de sostener que las tasas de desempleo no inflacionarias sean del 8% y que se esté relativamente cerca de agotar la holgura de capacidad.

Señala el señor Marshall que esos dos comentarios le llevan a ser más optimista de lo que está implícito en el documento respecto de dos temas que son importantes: uno se refiere a la percepción de expectativas de agentes internos y el otro a las holguras, constituyendo las únicas dos diferencias que tiene con el diagnóstico que se ha expuesto.

El Consejero señor Desormeaux coincide con el estudio realizado en el sentido de que se está viviendo un período en el cual el contexto internacional se ha deteriorado más allá de todo lo que se pudo prever, incluso un mes atrás, y hoy también se está considerando la posibilidad de una recesión en Europa, lo que realmente no estaba contemplado. Manifiesta que existe un deterioro de términos de intercambio que va a ir más allá de las proyecciones de un mes atrás y un precio del petróleo que se ha estabilizado, a lo cual agregaría un elemento que no está señalado en el Informe, sino más bien implícito en él, y es el hecho que uno de los posibles desenlaces de la situación argentina sea un default desordenado que signifique básicamente la virtual desaparición del mercado de bonos emergentes, lo cual indudablemente avanza en la dirección de desacelerar la demanda externa junto con mayores presiones inflacionarias.

Señala que hay preocupación acerca de esto y se está debatiendo el tema, fundamentalmente porque las presiones del mercado cambiario son significativas. Ellas van a llevar a la inflación a aproximarse a la banda superior del rango meta y paralelamente, como resultado del aumento en las tasas de inflación esperada, hoy se tiene una política monetaria más expansiva que hace unos meses atrás. En síntesis, señala que se está frente a un shock de oferta donde no hay elementos de demanda, por lo que la política monetaria no es la herramienta ideal para enfrentarlo y simplemente se debiera esperar a que este shock de oferta sea absorbido y esta situación se atenúe tal como ocurrió el año 2000, donde el Banco Central logró enfrentar este shock sin usar políticas monetarias contractivas, sino que por el contrario, tendió a absorberlo.

Agrega el señor Desormeaux que en lo que hay verdadera preocupación es por las expectativas y si se pierde el ancla nominal, obviamente recuperarla puede significar, el día de mañana, una política monetaria mucho más drástica de la que se podría aplicar hoy día. El punto de equivocarse en la dirección contraria, naturalmente también existe, pero cree que hoy hay un elemento estratégico que permite esperar, porque ha habido una inflación muy baja en

usp
D,



el mes de octubre y también la habrá en noviembre y diciembre por lo cual la opción de aumentar, es una opción que no cree que sea necesaria considerar hoy día.

El señor Ministro de Hacienda manifiesta que probablemente lo que más marca la coyuntura actual, es el nivel de incertidumbre. Pocas veces se enfrentan un número tan vasto de factores que pueden ir hacia el alza o a la baja. A modo de ejemplo, la aversión al riesgo de los inversionistas, en general, puede evolucionar de muy diferentes maneras. Si la guerra contra el terrorismo se prolonga, pero no existen nuevos actos terroristas y el conflicto está más limitado a Afganistán, es probable que lentamente la calma vuelva a los mercados y la confianza de los consumidores permita que la economía americana tenga una evolución más con curva tipo V que U. En este mismo escenario cree, simultáneamente, que podría haber un retorno de los capitales a las economías emergentes, lo que generaría un escenario más virtuoso de presiones a la baja en el tipo de cambio y presiones un poco más expansivas en la demanda. Alternativamente, a esto hay que sumar también el desarrollo de la situación argentina, ya que se podría pensar que el mes de septiembre ya ha marcado fuertemente a los consumidores, que el riesgo país no baje, y por el contrario, que suba, y que por tanto, se tenga una demanda externa relativamente más floja y simultáneamente nuevas presiones sobre el tipo de cambio. Este escenario se parece más bien a lo que se vivió inmediatamente después del 11 de septiembre del año en curso, lo que es consistente con un resultado estanflacionario, de menor expansión y de mayor presión inflacionaria. Señala que claramente es temprano para poder saber hacia donde se van a inclinar las cosas.

El segundo tema es hasta qué punto la evidencia más reciente de desaceleración se relaciona a imperfecciones en el mercado de factores y productos. Da la sensación que la inercia es realmente muy fuerte, aunque no es claro si es mayor o menor si se compara históricamente con nuestro país o con otras realidades. Pero sin duda alguna que entre más inercia exista en los mercados de factores y productos más complejas tienden a ser las decisiones monetarias.

Por último, señala que, en ausencia de una resolución clara y manteniéndose la incertidumbre, es importante evaluar un posible desanclaje de las expectativas. A este respecto, nota que mientras la encuesta de expectativas muestra mayor inflación esperada, los diferenciales de interés muestran una menor inflación. Y para saber cuánto realmente se han desanclado las expectativas, parece más relevante mirar las tasas de interés que es donde realmente se está actuando con dinero.

El Presidente don Carlos Massad comparte la evidencia que ya se señalaba, de explorar más lo que se está mirando como brecha. En relación a la afirmación que se ha hecho que es posible que la trayectoria de la actividad más reciente indique un deterioro persistente en la capacidad de crecimiento de la economía chilena, señala que ésa es una conclusión de mucho alcance, tanto desde el punto de vista analítico como de políticas y es una afirmación que cree que, si está planteada como una hipótesis que fue necesario incluir en un documento como el que se ha tenido a la vista, sería conveniente analizarla con seriedad. Se requiere estudiar cuánto de ese deterioro tiene una duración persistente o si se trata de un fenómeno de carácter cíclico, porque estamos en un momento de debilidad en el ciclo, pero ese momento parece que se está interpretando como una situación de naturaleza perdurable a largo plazo, casi como un cambio estructural, y por tanto, resulta necesario analizarlo con mayor detención.



Su segundo comentario es que se hacen proyecciones de la demanda interna que tienen bastante importancia para el Banco, porque en alguna medida señalan las perspectivas de crecimiento para adelante. Sin embargo, señala que en todo el documento no se habla nada acerca de la parte fiscal y probablemente, si bien se conocen los datos globales fiscales para el año, la distribución trimestral del impulso fiscal o de cualquier otra medida que sea útil desde el punto de vista macro, debería ser una consideración explícita en la evaluación del Consejo. Por ejemplo, para el año próximo se estima un crecimiento del gasto del 4,9%, debiendo estudiarse qué implicancia tiene eso para el Consejo. Probablemente está implícito, pero es muy importante: corresponde al 20% de la economía y ese porcentaje podría tener un efecto mayor todavía, por lo que debería evaluarse de manera explícita.

Señala que esa materia requiere un trabajo de coordinación importante con las cifras del Ministerio de Hacienda, que estima que debe hacerse cuanto antes, y si es posible, incluso cooperar con el Ministerio para obtener las cifras que pudieran ser más relevantes para el Consejo, con la mayor actualización posible. Considera que se ha ido mejorando mucho y que el documento presentado es muy bueno, pero cree que éste es un mejoramiento que todavía falta y que se debería alcanzar.

El tercer punto que observa es que las expectativas de las encuestas del Banco están usando como límite inferior la tasa piso de nuestra banda y como tope, prácticamente el rango superior de nuestra banda, salvo en la inflación subyacente en que se estima un tope máximo de 4,8% en alguna parte de la información. Pero en la inflación medida no hay ese exceso por sobre el tope de la meta, el máximo que se prevé es 3,9% y lo más bajo es 3%. Cree que eso es una medida de que las expectativas están razonablemente ancladas, porque lo que interesa, desde el punto de vista de los efectos inflacionarios, es que se pudieran incluir en la inflación futura las cifras medidas más que las subyacentes, en el sentido de que éstas son las que explican ajustes de salarios y otras formas de reajustes de precios, de modo que tiene confianza en que las expectativas todavía están ancladas, no en un punto, pero sí en un rango que es básicamente el rango del Consejo. Esto habla bien de la credibilidad del Banco Central en momentos en que ha habido una fuerte presión de parte de algunos sectores específicos de elevar las proyecciones de inflación y además, porque ha habido indicadores, como el precio del dólar, que en oportunidades del pasado habrían hecho, seguramente, que la inflación hubiere variado mucho más rápidamente de lo que ha ocurrido en el último tiempo. Considera que, a su vez, ello constituye una señal en cuanto a que el esquema de política que existe es bastante fuerte como para absorber este tipo de choques, y representa una señal de éxito del conjunto de la política seguida por el Banco, especialmente en materia de tipo de cambio flotante y metas de inflación, entre otras. Cree que ello está dando un fruto importante en circunstancias en las cuales el tipo de cambio apuntaba en otra dirección; y por lo tanto, a una elevación muy rápida de la inflación. Realmente, comenta, nadie pensó en el segundo trimestre del año que el tipo de cambio iba a superar los \$ 700, y sin embargo excedió esa cifra y no ocurrió algo relevante en términos de expectativas inflacionarias, lo cual se explica tanto por la credibilidad del Banco como por la fortaleza del esquema de políticas implementadas.

Finalmente, en el tema de la cantidad de dinero y los indicadores de anticipación, se había comentado en una reunión anterior del Consejo, la diferencia que se estaba produciendo entre las variaciones de M1 y las de los indicadores de anticipación. Cree que es conveniente explorarlo, y solicita se le envíe la Minuta preparada por Christian Johnson la cual le gustaría conocer para ver si satisface básicamente el tema, pero de hecho no se ve en ninguno de los canales de transmisión, ni por el efecto portafolio en el precio del dólar, ni por el directo sobre el gasto, que haya una influencia que pueda estar presionando la tasa de inflación más allá de lo previsto. El punto podría ser de que han cambiado los efectos de rezagos y de que ahora ellos afecten en un lapso más largo por lo que esos cambios en la



cantidad de dinero que se produjeron básicamente el año pasado, han significado grandes aumentos en doce meses, sólo van a transferirse a inflación mucho más tarde de lo que habría ocurrido con la activación tradicional. No sabe por qué podría ocurrir eso, pero es una hipótesis que estima necesario explorar. Con todo, no ve en este minuto que se esté enfrentando un riesgo serio de inflación acelerada y persistente, lo que sí estaría presente según se señala en los estudios, hacia mediados del año próximo, pero en términos transitorios. Lo mismo muestran también las expectativas privadas en el sentido que el riesgo parece ser transitorio porque la inflación a fines del 2002 se estima más alta que a fines del 2003, de modo que, como ya expresó, no se está en una situación de riesgo de inflación acelerada y persistente, y no observa, por tanto, que sea necesario tomar hoy día una decisión que modifique lo vigente.

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

Al respecto, el señor Morandé señala lo siguiente:

El Informe presentado da cuenta de la asimilación por parte del mercado de un escenario cuasi recesivo a nivel global que se prolongaría hasta por lo menos la mitad del próximo año, y de los significativos efectos de este escenario sobre la economía local. Así, las tasas de interés de largo plazo exhiben en la actualidad niveles históricamente muy reducidos y las proyecciones de crecimiento se han estacionado en un rango entre 3 y 3,5% para este año y el próximo.

La inflación proyectada, por su parte, mantiene una trayectoria en forma de montaña, tanto la que se deriva de los pronósticos internos como aquellos de la encuesta de expectativas. Sin embargo, hay, especialmente en el caso de las expectativas de mercado, una percepción de que la cima de esa montaña puede prolongarse durante todo el próximo año, a algo así como una meseta bordeando el techo del rango meta. ¿Qué elementos son claves al respecto? Como siempre, el valor supuesto para el tipo de cambio en los siguientes dos años es muy relevante. La mantención en valores de \$715 por dólar acarrea un riesgo mayor de inflación cerca y por encima del 4%, que los valores más cercanos a \$700 considerados un mes atrás. Pero el desacoplamiento aparente entre el tipo de cambio en Chile y la situación argentina que se ha observado en los últimos días, unido a la leve apreciación que anticipan los contratos *forward* a más de seis meses, puede estar indicando que niveles del tipo de cambio muy por sobre los \$700 son poco probables de perdurar. Sin embargo, no es un riesgo descartable.

Otro elemento que ha sido aludido por quienes esperan un recrudecimiento importante de la inflación el próximo año (y que también se indica como un factor detrás de la depreciación del peso) es la fuerte expansión monetaria observada hasta ahora, a través de un canal de transmisión estrictamente monetario. Si bien es indudable que la expansión de los agregados monetarios ha sido notable, no existe evidencia sólida que avale la hipótesis que se está en presencia de un fuerte desequilibrio monetario que deprecia el peso y afectará a la inflación más temprano que tarde.

El flojo comportamiento de la demanda interna tampoco revela que el supuesto "exceso" monetario se esté canalizando por ese canal de transmisión, lo cual en sí constituye un tercer aspecto clave para proyectar la inflación y la compensación que por esta vía habría respecto de los efectos al alza sobre los precios proveniente de la depreciación del peso. Sin embargo, como se menciona en el Informe y se aludió también el mes pasado, es importante en esta dirección no perder de vista que el crecimiento potencial también se está ajustando a la baja (la



inversión tendrá un crecimiento negativo en el último trimestre, por ejemplo), por lo que la evaluación de los niveles de holgura prevaecientes en la economía debe ser cuidadosa y permanente.

Finalmente, no se puede dejar de mencionar que la actual postura de la política monetaria es expansiva, lo que se deduce tanto del hecho de que la tasa de política monetaria es baja con relación a parámetros históricos (acentuado esto recientemente por el aumento en la tasa esperada de inflación a un rango entre 4 y 3,5% en un horizonte de 1 a 2 años), como de la pendiente de la curva de rendimiento (TPM real ex ante entre 2,5 y 3%, tasas largas en UF entre 4,8%, a 8 años, y 5,3% a 20 años). Es cierto que si verdaderamente el crecimiento potencial se ha reducido más allá de lo previsto y en forma más persistente, el grado de expansividad de la política debe ser revisado. Pero esto ya puede estar incorporado en la baja de las tasas de interés de largo plazo observada en las últimas semanas.

En suma, las opciones de política monetaria parecieran seguir abiertas como en meses recientes. Sin embargo, el aumento (todavía no muy sustancial) en las expectativas de inflación a uno y dos años plazo y el tránsito por varios meses de la inflación esperada por el mercado en el borde superior del rango meta, hacen en esta oportunidad descartar la opción de reducir la TPM. De este modo, las opciones más plausibles serían las de **mantener** o **aumentar**. El mercado espera mayoritariamente que se opte por mantener la tasa hasta al menos comienzos del próximo año (a pesar del riesgo de un aumento en la inflación), pero ésta es una expectativa respecto del manejo de la política monetaria y no necesariamente una expresión de lo que los analistas consideran recomendable. El riesgo de **mantener** hoy la TPM es postergar una decisión que después necesitará ser más drástica si la inflación efectivamente sube en el curso de 2002 y termina desanclando las expectativas. El riesgo de la opción de **aumentar** hoy es afectar prematuramente a una demanda interna que sigue en un camino de muy bajo crecimiento, junto a apreciar levemente a un tipo de cambio que ya da signos de mayor estabilidad; ambos elementos apuntan a menores presiones inflacionarias. Este último riesgo parece ser todavía más relevante, por lo que la **mantención** de la actual TPM es razonable.

El Presidente ofrece la palabra a los asistentes.

El Consejero señor De Gregorio se refiere al contenido de las opciones. Cree que existe suficiente acuerdo, pero estima que hay riesgos de que la economía internacional esté más fría de lo que se piensa. Las perspectivas del próximo año también tienen un cierto riesgo de que el crecimiento doméstico sea un poco más lento; son riesgos que sin duda, contribuyen a mantener la inflación dentro del rango meta. Cree que la única eventualidad negativa que existe hoy día es la de traspaso del tipo de cambio a inflación. Piensa, no obstante que, efectivamente, lo que se ha visto en el último tiempo es que los coeficientes de traspaso no son tan grandes ni mecánicos como podría haberse esperado en el pasado, así como también las buenas noticias en materia de inflación, como se ha visto en los dos últimos meses, lo llevan a cierta tranquilidad en este período. Estima que el desacoplamiento con Argentina también es una buena noticia, sin embargo, considera que no hay que sobredimensionarla porque tal vez lo que aquí se tenga es un alto acoplamiento con Brasil y quien se desacopló haya sido Brasil. Cree que en ese sentido es una hipótesis que hay que evaluar con cuidado, para eventualmente apreciar el impacto cambiario que puedan tener otros desarrollos en el caso brasilero. Pero, de todas maneras, piensa que en el horizonte de proyección la inflación está dentro del rango determinado por el Consejo, por lo que considera que la inflación, en ese sentido, está anclada. Sin duda, estima que existe un riesgo de mantener la tasa de interés y el riesgo es que después, eventualmente, haya que subirla ante desarrollos que no se anticiparon y sea un aumento más fuerte, pero cree que también hay un evento negativo que no se ha enfatizado y que es importante: la contingencia de subir. Este



riesgo como señaló bastante bien el señor Morandé, al final de su exposición, puede frenar prematuramente un potencial aumento de la demanda interna. El error de mantener la tasa de interés es tener que actuar muy fuerte en el futuro, sin embargo, el equivocarse en subir es tener que bajar rápidamente y cree que eso también podría dar una mala señal de política y por eso está por mantenerla.

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

26-01-011108 – Tasa de Instancia Monetaria.

El Consejo acuerda mantener la tasa de interés de política monetaria en 6,5% anual. Asimismo, los tramos de la línea de crédito de liquidez permanecen inalterados en los niveles prevalecientes desde la reunión anterior.

Se retiran de la Sala el señor Ministro de Hacienda, don Nicolás Eyzaguirre, el Presidente don Carlos Massad y el Coordinador de Política Económica del Ministerio de Hacienda, don Rodrigo Valdés Pulido, y pasa a presidir la sesión el Subrogante don Jorge Marshall Rivera.

V. Comunicado

El Presidente Subrogante propone el siguiente texto para el comunicado:

" El Consejo del Banco Central resolvió hoy mantener la tasa de interés de política monetaria en 6,5% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez también permanecen inalterados en los niveles prevalecientes desde la reunión anterior.

Los antecedentes más recientes confirman el diagnóstico de un importante deterioro en el escenario económico internacional.

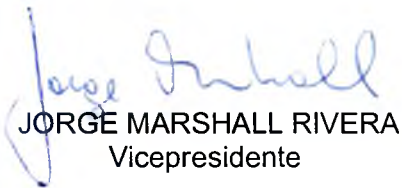
En el plano interno, la trayectoria proyectada para la inflación mantiene en lo esencial la forma y los valores presentados en el Informe de Política Monetaria de septiembre. Las presiones que resultan de la depreciación acumulada del peso se ven compensadas por un bajo crecimiento proyectado de la demanda interna y un precio del petróleo que se sostiene en niveles más reducidos que los previstos hace dos meses atrás. De este modo, se mantiene la convergencia de la tasa de inflación prevista hacia el centro del rango meta, 3%, en un horizonte de ocho trimestres.

El Consejo reitera su compromiso con la estabilidad de precios y, consecuentemente, con la meta de mantener la inflación entre 2% y 4%, centrada en 3%. Para estos efectos, seguirá usando con flexibilidad su instrumental monetario."

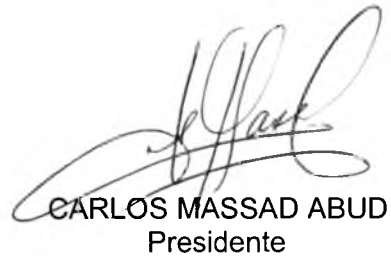
El Consejo aprueba el texto del comunicado.



Se levanta la Sesión a las 18,15 horas.



JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente



CARLOS MASSAD ABUD
Presidente



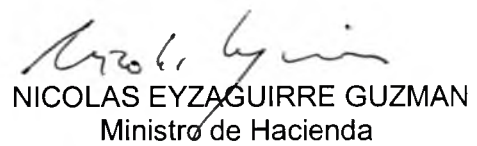
JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero



MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera



JOSE DE GREGORIO REBECO
Consejero



NICOLAS EYZAGUIRRE GUZMAN
Ministro de Hacienda



MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe

