

MINUTA

Acta correspondiente a la Sesión Ordinaria de Política Monetaria N° 25 celebrada el 9 de octubre de 2001

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 Nacrur Gazali (Fiscal y Ministro de Fe);
Felipe Morandé Lavín (Gerente de División Estudios);
Luis Oscar Herrera Barriga (Gerente de División Política Financiera);
Sergio Lehmann Beresi (Gerente de División Internacional);
Pablo García Silva (Gerente de Análisis Macroeconómico);
Klaus Schmidt-Hebbel Dunker (Gerente Investigación Económica);
Cecilia Feliú Carrizo (Secretaría Ejecutiva Gabinete de la Presidencia);
Cecilia Navarro García (Jefe de Prosecretaría).

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

1. ACUERDO : Se acuerda mantener la tasa de interés de política monetaria en 6,5% anual.
2. MATERIA : Reunión Mensual de Política Monetaria correspondiente a octubre de 2001.
3. GERENCIA : División de Estudios.
4. POLITICA : Análisis de la coyuntura económica y evaluación de la política monetaria.
5. MINUTA : La sesión se inicia con la presentación de la Gerencia de División Estudios correspondiente a la Reunión Mensual de Política Monetaria de octubre de 2001:

Resumen

? Las expectativas respecto de la evolución del escenario internacional sufrieron un cambio súbito luego de los atentados terroristas del día 11 de septiembre del presente año. Las proyecciones de crecimiento para Estados Unidos y la economía mundial se han corregido nuevamente a la baja, lo que ha impactado con fuerza a los mercados bursátiles en el mundo desarrollado. En respuesta a estos acontecimientos, los principales bancos centrales han llevado a cabo nuevos relajamientos monetarios, no descartándose movimientos adicionales.

? En todo caso, difícilmente este cambio sustantivo en las proyecciones para el panorama mundial puede asignarse a las consecuencias directas de la destrucción física y la pérdida de vidas humanas en Nueva York y Washington. En primer lugar, en días previos al 11 de septiembre de este año, algunos indicadores mostraban ya un deterioro mayor en las condiciones del mercado laboral y la confianza de los hogares, por lo que una nueva corrección a la baja en las proyecciones de crecimiento parecía inevitable de todas formas.

? En segundo lugar, la percepción de consenso es que el efecto principal de los eventos recientes será un deterioro en las expectativas de los hogares respecto del futuro, aumentando aún más la aversión al riesgo en los mercados financieros y limitando el ritmo de crecimiento del consumo. En este escenario, el crecimiento de la economía mundial, ponderado por exportaciones, se reduce en 0,3% este año y 0,7% el próximo, respecto del Informe de Política Monetaria de septiembre. Los ajustes para el crecimiento promedio de los principales socios comerciales son superiores. No es descartable que continúen las correcciones a la baja en el corto plazo, manteniéndose además la incertidumbre en las economías emergentes.

? Los efectos en Chile del cambio en el escenario internacional se han visto sobre todo en el precio interno de los combustibles, el tipo de cambio y las tasas de interés. Luego de una inflación mensual de 0,7% durante el mes de septiembre, se espera que en octubre la variación del IPC alcance en torno a 0%, fundamentalmente debido a la importante caída reciente en el precio de las gasolinas. Ello, unido a la estacionalidad tradicional de los últimos meses del año, indica que la inflación anual debería reducirse hasta niveles cercanos a los mencionados en el Informe de septiembre, en torno a 3 % en diciembre.

? Con relación al tipo de cambio, los eventos del 11 de septiembre produjeron un incremento de una sola vez cercano a los \$ 25 por dólar, y el rebrote de la incertidumbre respecto a la situación fiscal y financiera de países de la región han contribuido con otros \$ 15 por dólar en los últimos días. A su vez, toda la trayectoria esperada del tipo de cambio se ha desplazado hacia arriba.

? La mayor aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales, en parte, está detrás de lo anterior: el premio soberano de Chile ha aumentado cerca de 30 puntos base desde el 10 de septiembre, ubicándose entre 200 y 215 puntos base durante la semana pasada. También otras economías de la región han visto sus monedas depreciarse en forma relativamente importante (Brasil y México).

? El comportamiento reciente de las tasas de interés domésticas revela que, frente al complejo panorama externo, se puede constatar que sólo el tipo de cambio acusa recibo de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales. El precio de los pagarés del Banco Central de largo plazo ha mostrado un fuerte repunte en el último tiempo, con tasas de retorno cercanas al 5,0% anual durante la semana pasada. Las tasas de interés de corto plazo nominales han seguido una trayectoria similar. Estos movimientos a la baja no han sido exclusivos de los documentos del Banco Central, lo que se aprecia en que las tasas hipotecarias han vuelto a niveles de UF+6,5%.

? Esta situación se puede explicar, sólo en parte, por el mayor atractivo por papeles indexados, producto del incremento reciente en la inflación. Factores más persistentes son la caída en las tasas de interés de largo plazo en las principales economías y la percepción de los mercados de que, como un todo, el escenario internacional luego del 11 de septiembre tiende a reducir las presiones inflacionarias de mediano plazo en Chile. La postergación del repunte en el crecimiento mundial afectará el desempeño del sector exportador, que durante este año fue el componente más dinámico de la actividad. Por otro lado se espera un precio promedio para el petróleo inferior al estimado hace unos meses (US\$23 por barril en 2002 y 2003).

? Las noticias en el ámbito doméstico no han sido alentadoras tampoco. El crecimiento de la actividad industrial, aunque sigue siendo positivo, ha moderado su ritmo. Las cifras más recientes de comercio exterior revelan una caída en las exportaciones totales durante septiembre, y un estancamiento de las que no corresponden a cobre. Las importaciones muestran una trayectoria más tímida que la prevista hacia fines de agosto.

? El mercado laboral sigue dando señales de mayor creación de empleo, lo que hace persistir expectativas de aceleración moderada del gasto y la actividad a lo largo de los próximos trimestres.

? La incertidumbre con respecto al desempeño de la economía mundial durante 2002 y 2003 es hoy particularmente elevada. La economía de Estados Unidos está en una fase de desaceleración importante y aún no hay una percepción clara de cómo ello terminará impactando al resto de las economías ni en qué momento se producirá el esperado rebote. La incertidumbre en países emergentes alcanza hoy un punto álgido, persistiendo las dudas respecto de un país de la región, en relación con la forma y los plazos en los que resolverá sus problemas fiscales. Por ello, se estima prudente plantear dos escenarios alternativos para el desenvolvimiento del escenario externo.

? En uno de ellos, la combinación de políticas monetarias y fiscales expansivas permiten una recuperación rápida de la economía norteamericana, con lo que se vuelve a tomar tasas de crecimiento de tendencia durante el año 2002 y los términos de intercambio de la economía chilena se recuperan a lo largo de los próximos dos años. La inestabilidad en economías emergentes tiende a mitigarse, con lo que la aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales disminuye y se produce un retorno gradual de los flujos de capitales.

? Un escenario más pesimista resulta de suponer que la desaceleración de la economía mundial es más persistente, postergándose para después de 2003 una vuelta al crecimiento de tendencia. Los términos de intercambio de la economía chilena no se recuperan debido a un precio del cobre que se mantiene en niveles deprimidos. Persiste la aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales y la escasez de financiamiento externo, no descartándose una crisis financiera mayor en economías emergentes.

? Con respecto a la inflación, las trayectorias en estos dos escenarios tienen características similares a las del escenario central planteado en el Informe de Política Monetaria de septiembre.

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA

I. Escenario Internacional

? Desde la última reunión de política monetaria, la proyección de crecimiento mundial para este año y 2002 se han corregido a la baja, principalmente debido a los ajustes realizados respecto de las perspectivas de Estados Unidos. Los indicadores de coyuntura en el tercer trimestre del año revelan que la economía americana no llegó a un piso en el segundo trimestre. A esto se sumó el impacto asociado a los atentados del pasado 11 de septiembre, que no sólo ha tenido efectos directos asociados a pérdida de infraestructura y menores días trabajados, sino que se espera que afecte la confianza de los consumidores.

? La proyección de crecimiento promedio para este año de los principales socios comerciales se reduce a 1,3%, desde el 1,6% considerado en el Informe de Política Monetaria de septiembre. Hacia el 2002 el ajuste ha sido aún mayor, de 2,8% a 2,1%. En todo caso, no se puede descartar que estas proyecciones sigan corrigiéndose a la baja.

? Este escenario más deprimido para la actividad económica mundial redundará en un panorama más negativo para el precio del cobre. En el caso del precio del petróleo, hay que considerar que, si bien la menor demanda significará un precio algo menor, los factores de oferta siguen teniendo una importancia fundamental.

? Respecto de la inflación en dólares, dado un debilitamiento esperado del dólar, mayor al previsto en el último Informe de Política Monetaria, y la mantención de las proyecciones de inflación en moneda local, la inflación en dólares deberá mostrar un leve aumento en el 2002 y 2003.

? Los perfiles de tasas de interés esperados, en particular para EE.UU., se han modificado de manera sustancial respecto del Informe de Política Monetaria de septiembre. La Fed Funds Rate se encuentra en 2,5%, equivalente a una tasa real en torno a 0%. Aún así, se esperan recortes adicionales en las siguientes semanas y la mantención de niveles bajos durante casi todo el primer semestre de 2002. El Banco Central Europeo también redujo en 50 puntos base la tasa de interés de política en forma inmediata luego del 11 de septiembre, y se espera que este ciclo de reducciones continúe en los próximos meses.

? Las perspectivas de mediano plazo para el crecimiento mundial se mantienen con un elevado grado de incertidumbre que rodea el escenario de recuperación. La percepción de consenso es que la combinación de política fiscal y monetaria expansivas en Estados Unidos hará repuntar el gasto doméstico y la confianza de los consumidores.

? En las economías emergentes se ha observado un incremento de los premios de deuda soberana, explicado fundamentalmente por la búsqueda de instrumentos más seguros por parte de los inversionistas y por la persistencia de un elevado nivel de incertidumbre respecto de algunas de esas economías. El spread soberano de Chile no ha estado ajeno a esta dinámica.

II. Mercados Financieros

? Desde mediados de agosto se observa una trayectoria descendente en las tasas de interés de los documentos del Banco Central. Esta caída se acentuó a partir de los acontecimientos del día 11 de septiembre, debido a las menores perspectivas de crecimiento de la economía en el ámbito local y mundial y al arbitraje con las tasas externas. Así, las tasas de los pagarés reajustables del Banco Central cayeron del orden de 50 puntos base respecto del promedio de agosto. Asimismo, los documentos nominales mostraron, a lo largo de septiembre, disminuciones de similar magnitud. En los últimos días las tasas de largo plazo han sufrido un leve incremento, impulsadas por los rumores de que la situación, en la región, se estaría nuevamente deteriorando en forma acelerada.

? El nuevo escenario internacional ha determinado un fuerte cambio en las expectativas sobre la tasa de política monetaria, que difieren en magnitud y plazo de aquellas esperadas a principios de septiembre. La curva forward muestra que la tasa de política monetaria se mantendría estable hasta fines de año, con un alza de 50 puntos base durante el primer semestre del próximo año y otros 25 puntos más en el siguiente semestre.

? La negativa evolución de los mercados bursátiles desde el 11 de septiembre –en particular el IPSA, que ha acumulado una caída de 17,4% medida en dólares- ha significado una mayor demanda por instrumentos de renta fija. Esto ha impulsado una disminución en las tasas de las letras de crédito y bonos corporativos, aunque más moderada que la del PRC a 8 años.

? El dinero se mantiene con variaciones mensuales anualizadas reales elevadas. Los agregados monetarios más amplios muestran una evolución moderada, debido fundamentalmente a que se aprecia una reasignación de la cartera de los privados, desde depósitos en pesos hacia instrumentos de mayor rentabilidad y mayores plazos, como depósitos en dólares e instrumentos de renta fija. Por su parte las colocaciones totales (públicas y privadas), mostraron un comportamiento más bien moderado durante septiembre, lo que se debe en gran medida a la desaceleración de las colocaciones hipotecarias tras un aumento de las tasas de interés para este tipo de operaciones, que tendió a revertirse hacia fines del mes pasado y principios de octubre.

? Tras el anuncio de que el Banco Central intervendría en el mercado cambiario la cotización del dólar disminuyó 25 pesos entre el 16 de agosto y el 10 de septiembre. Los atentados terroristas sufridos por EE.UU. significaron un drástico cambio en el escenario internacional y un mayor grado de incertidumbre, lo que se tradujo en una nueva escalada del tipo de cambio cercana a los 25 pesos por dólar. En los últimos días esta situación se ha visto exacerbada por el rebrote de inestabilidad en Argentina. Con todo, el peso chileno se ha depreciado del orden de 5% desde el 10 de septiembre para situarse actualmente en torno a \$700 por dólar. En términos reales, el tipo de cambio acumula una depreciación en torno a 15%.

? Entre el 10 de septiembre y el 2 de octubre, las operaciones forward peso/dólar muestran un incremento en la depreciación implícita del orden de 0,5% en promedio para los distintos plazos. Por otro lado, aunque la tasa externa relevante se ha ajustado a la baja, el aumento del premio soberano y la fuerte caída del PRC a 8 años se han traducido en un diferencial real externo negativo, lo que indica expectativas de apreciación real en el mediano plazo.

? El rebrote reciente de la inestabilidad en países de la región pone una sombra de duda sobre el escenario de apreciación presentado en el Informe de Política Monetaria, lo mismo que el deterioro

mayor y más persistente en los términos del intercambio.

III. Economía Doméstica

Actividad

? El tercer trimestre del año entrega indicadores menos favorables que los esperados en el Informe de Política Monetaria de septiembre. La actividad económica de julio estuvo bajo lo esperado, mientras que agosto no presenta mejores síntomas.

? En el ámbito sectorial, el débil desempeño observado en los primeros meses del segundo semestre en la producción y ventas industriales, así como también en las importaciones, muestran que el repunte de junio tuvo algo de transitorio. Aun así, el cuarto trimestre continúa presentando expectativas de crecimiento más favorables, lo que lleva a proyectar un crecimiento del PIB en torno a 3,4% en el agregado del año. Por su parte, el gasto observará un aumento de alrededor de 1,5%, debido a que aún se espera un repunte en el cuarto trimestre.

Demanda Interna

? Recientemente se ha visto un mejoramiento de algunos indicadores reales, como por ejemplo, las ventas del comercio minorista y las de supermercados, lo cual permite proyectar un quiebre parcial del gasto de los hogares en la medida que continúe mejorando el empleo. Sin embargo, existen otras variables que siguen mostrando los efectos de expectativas menos favorables para la actividad general, como por ejemplo las importaciones, las colocaciones de consumo y las ventas de vehículos nuevos. Además, con la información disponible para el sector industrial y las importaciones, se espera que continúe la reducción de inventarios durante el cuarto trimestre.

? En la inversión, el fuerte impulso dado por las ventas de viviendas, que en agosto ascendieron en más de 35%, ha favorecido la reducción en los stocks existentes. En tanto, el significativo aumento de los permisos de edificación de agosto permite suponer un cuarto trimestre más favorable.

? La mayor inversión en construcción habitacional del tercer trimestre se ha visto compensada por el escaso dinamismo de la inversión en maquinaria y equipos, en particular de origen extranjero.

Política Fiscal

? El Ministerio de Hacienda espera que durante el año 2001 los ingresos corrientes estén 0,8% bajo lo esperado en el presupuesto del presente año, mostrando una expansión real anual de 3,1%. Por su parte, el gasto público ha crecido de acuerdo a lo establecido, proyectándose un déficit contable de 0,5% del PIB y un superávit estructural de 0,9%.

? El proyecto de ley del presupuestos del año 2002 estima un crecimiento del PIB efectivo en 4,5%, generando una brecha entre el PIB potencial y efectivo de 3%. El precio del cobre se espera que esté en US\$0,78 por libra promedio para el año, con un precio para el mediano y largo plazo de US\$0,90.

? El gobierno prevé que los ingresos aumenten en 4,8%, en tanto que el gasto con impacto macroeconómico lo haga en un 4,9%. La mayor recaudación estará dada por los ingresos tributarios (7,2%) y por los ingresos provenientes del cobre (23,2%). Por otro lado se espera una reducción de 15% en los ingresos de operación debido a menores pagos de empresas concesionarias en obras de infraestructura.

? El gasto corriente se espera que crezca 3,8% y las transferencias 9%. Por último, la inversión pública se estima que crecerá en 11%.

? En resumen, el proyecto de ley del presupuestos prevé un déficit del gobierno central para el año 2002 de 0,3% del PIB. Con ello el ahorro público llegará a 3,7% del PIB, cifra superior al 3,3% estimado para el 2001. Con todo lo anterior, el Ministerio de Hacienda estima que se logrará un superávit estructural de 1% del PIB.

Mercado Laboral

? Las últimas cifras de empleo señalan que continúa el leve mejoramiento de la situación en el mercado laboral. En el trimestre móvil junio-agosto el empleo creció 1,8% anual, correspondiente a 92 mil ocupados adicionales. Esta recuperación no sólo se debe al aumento de los programas públicos de empleo, dado que 40% constituye incremento en el empleo privado. Sin considerar los efectos estacionales se obtiene que la ocupación alcanza el nivel que existía en octubre de 1998.

? La tasa de desocupación nacional en el trimestre móvil junio-agosto 2001 alcanzó a 9,7%, experimentando una baja de 0,1 puntos porcentuales con respecto al período anterior y de 0,9 puntos porcentuales en relación con el año pasado. Este valor es comparable en términos desestacionalizados al existente en febrero de 1999. La reducción en el desempleo se debe principalmente a los planes de empleo gubernamental y a la creación de puestos de trabajo de algunos sectores como la industria manufacturera, comercio y construcción. Destaca el hecho que el desempleo haya bajado a pesar que la muestra tomó el período más crudo del invierno.

? La recuperación en el empleo también se observa en el comportamiento de la fuerza de trabajo, que continúa exhibiendo una tasa de crecimiento anual positiva (0,8% para el último trimestre). Sin embargo aún no se recupera el nivel de tasa de participación laboral que existía a mediados del año pasado.

? El mejoramiento en los indicadores de empleo está asociado a importantes sectores de la economía. Se observa un aumento de la ocupación en la industria, que presenta una tasa de crecimiento anual positiva, por primera vez desde octubre del 2000 (4,3%). El empleo en la construcción experimentó un fuerte incremento (7,4% anual), lo que podría deberse al aumento en los permisos de edificación en los meses anteriores. Por último, lo más destacado es el fuerte incremento en el comercio, debido a que este sector depende menos de las variaciones de la estacionalidad invernal.

? Las perspectivas del empleo para lo que queda del año son que mantenga un ritmo moderado de expansión. El sostenido aumento en los permisos de edificación indica que el aumento en empleo en la construcción se mantendría. Además, el fin del período de estacionalidad, hacia fines de año, afectará positivamente sectores como la agricultura. En todo caso, este repunte del empleo es consistente con presiones inflacionarias que aún están acotadas.

Precios y Costos

? La inflación de septiembre (0,7%) estuvo en línea con lo esperado en el transcurso del mes. Los aumentos en el precio de los combustibles y los servicios regulados fueron los principales determinantes de esta variación. La evolución de los servicios regulados también fue el principal factor detrás del incremento del IPCX (0,5%). En términos anuales, la inflación del IPC llegó a 3,9% y la del IPCX a 3,6%.

? Con respecto al impacto del tipo de cambio, aún la economía muestra un bajo coeficiente de traspaso en los precios de los bienes durables. Por otra parte, el aumento de la inflación subyacente de los transables está fuertemente asociado al incremento en el precio de los alimentos y al efecto rezagado de los aumentos en estos bienes durante el mes de agosto. Por el contrario, la mayor depreciación del peso está afectando a los bienes no transables, a través de las tarifas de los servicios regulados.

? En relación con otros costos, durante agosto del 2001 se evidenciaron los efectos de las cláusulas de indización sobre los salarios nominales. La menor inflación registrada en los últimos meses provocó que los salarios nominales experimentaran menores tasas de crecimiento. El Índice Nominal de Remuneraciones elaborado por el INE creció 5,2% con respecto al año pasado. Por su parte, el Índice Nominal del Costo de Mano de Obra aumentó 5,1% en términos anuales. 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.

? Las perspectivas para octubre dependen de la trayectoria más reciente del precio del petróleo, la cual provocará un descenso del precio interno de los combustibles.

? Con todo, la inflación anual a fines del 2001 se ubicará en torno al centro del rango meta. Más

adelante, la inflación del IPC registrará una variación anual entre 3% y 3,5% durante el primer trimestre del próximo año. Esta trayectoria será producto del traspaso creciente de la depreciación pasada del peso a precios y la evolución de los combustibles. Al respecto, los futuros del precio del petróleo indican un aumento paulatino durante el primer trimestre y luego un leve descenso para alcanzar un promedio anual de US\$23 el barril. Ello provocaría movimientos de menor magnitud en los precios internos de los combustibles de aquí a fines de marzo del próximo año.

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.

? En lo que se refiere a proyecciones de crecimiento mundial, se indica que se verifican diversos argumentos respecto de su evolución futura. Por una parte, se señala que muy probablemente las próximas cifras que se difundan irán empeorando, dado que los recientes acontecimientos ocurridos en Estados Unidos no han sido del todo incorporados en las estimaciones. Por otra parte, existe una vertiente de opinión más optimista que se basa en general en las buenas noticias de los días recientes, como lo es la caída del precio del petróleo, así como también de la buena reacción de las bolsas mundiales, luego del contraataque norteamericano en Asia Central.

? Asimismo, existe también la sensación de que no se ha incorporado completamente el anuncio del aumento del gasto fiscal en Estados Unidos, que es muy expansivo, por lo que es un elemento que debe ser adecuadamente capturado por las proyecciones que se han realizado. Desde esta perspectiva podría suceder que el crecimiento de Estados Unidos sea algo mayor de lo que se está informando en la actualidad. Además, las tasas de interés reales han estado cercanas a cero, hecho que no ocurría desde hace diez años, por lo tanto, se cree que es un efecto que tampoco ha sido bien recogido por las proyecciones de algunos bancos de inversión.

? Otro de los asistentes concuerda con este diagnóstico posiblemente más favorable del escenario internacional global, temiendo más fuertemente por el empeoramiento de la situación de los países vecinos. Esto podría afectar a la economía chilena a través de algún canal financiero, situación que a la postre podría ser más relevante que la velocidad de la recuperación de la economía mundial. Sin embargo, se acota que respecto de la situación argentina, se podría estar dando que los precios, los premios por riesgo, las tasas de interés y el tipo de cambio vigentes en la actualidad, tengan incorporado un alto porcentaje de una salida brusca e inesperada de la problemática de esta parte de la región.

? Una visión bastante más pesimista del escenario internacional, se entrega desde una perspectiva más negativa de la economía de Estados Unidos, dada la agresividad de las políticas aplicadas, rara vez vista en el pasado. Se plantea la idea que existe una pérdida desconocida, referida a la pérdida del valor de los activos, que aún no se conoce por no haber transacciones. Existe consenso en que hubo una pérdida de valor de la riqueza, cuyas cifras aún no se reconocen y que posteriormente se cuantificará a través del consumo y otros indicadores.

? Ciertamente, dadas las argumentaciones entregadas, existe el convencimiento al interior de los asistentes a la reunión de la concurrencia de un escenario internacional con alta incertidumbre, junto con un escenario inflacionario interno con una trayectoria complicada, aunque sea en forma transitoria. En todo caso, la última encuesta de expectativas realizada por el Banco Central no muestra síntomas de desanclaje inflacionario respecto de la meta fijada en el horizonte de proyección.

? Se argumenta que con posterioridad al 11 de septiembre, los cambios en el escenario base del Informe de Política Monetaria en relación con la evaluación de riesgos han sido muy importantes, constituyendo posiblemente las mayores desviaciones observadas en un mes de la historia económica reciente. Todo esto ha configurado una corrección importante en la variable objetivo principal –inflación- del Banco Central para los siguientes trimestres.

? De acuerdo con la evolución de la inflación y dado el actual esquema de política monetaria, uno de los participantes señala que existiría un relajamiento de la tasa de interés real implícita de política. Al respecto se contra argumenta que tal relajamiento de la política monetaria no existió, pues durante el tercer trimestre se evidenció un shock inflacionario de carácter transitorio, por una sola vez, el cual no

debiera volver a repetirse. Por el contrario, hacia adelante, en el horizonte de proyección existe una disminución en la trayectoria de la inflación.

? Reafirmando lo anterior, otro de los participantes de la reunión señala que las tasas de interés de los préstamos en UF a un año, están en la actualidad en valores del orden de 3,4%, levemente por debajo de la tasa de interés de política monetaria que está en 3,5% (real), lo cual revela que a nivel de mercado aún no están presentes mayores expectativas inflacionarias. En consecuencia, tanto las tasas de interés vigentes en el sistema financiero, como las expectativas del sector privado no están validando un escenario de aceleración inflacionaria, y por ende la ocurrencia de una política monetaria más expansiva que la de unos meses atrás.

? Otro factor importante que se destaca respecto de la expansividad de la política monetaria, se refiere a que lo relevante es la pendiente que existe entre las tasas de interés de corto y largo plazo. En la actual coyuntura, las tasas de largo plazo han bajado del orden de 50 puntos base y las de corto plazo lo han hecho entre 20 y 50 puntos base, por lo que no es del todo claro que se esté en presencia de tasas de interés más expansivas.

? Tal como se indicara, en la actualidad existe un rango de incertidumbre sobre el futuro muy elevado, el cual ha ido incrementándose con el correr del tiempo. Los efectos reales sobre la economía chilena se aprecian en los términos de intercambio; el volumen de algunas exportaciones que comienzan a sufrir problemas de mercado; el tipo de cambio, que en el último tiempo ha estado sobrepasando cualquier límite que tenga alguna vinculación con los fundamentos conocidos o previsibles. Estos elementos, hacen pensar que los riesgos que existen para adelante, tanto en términos de crecimiento como de inflación, son muy difíciles de acotar con cierta precisión. Por ello, se señala que una buena alternativa para esta elevada incertidumbre, es plantear las proyecciones de crecimiento dentro de un rango, en lugar de valores puntuales.

Opciones

? El Informe presentado destaca el significativo impacto que tendrá sobre la economía chilena un escenario externo deteriorado después de los hechos del 11 de septiembre. Dicho impacto se manifiesta en un menor crecimiento de la demanda foránea por los productos chilenos, en una caída algo mayor de los términos de intercambio y en un peso depreciado en \$ 30, en relación con lo anticipado en el Informe de Política Monetaria de septiembre. Ambos elementos combinados, ponen a la economía chilena frente a un cuadro en el que se desacelera en el margen el crecimiento ya menguado de la actividad económica y la presión de un peso más depreciado sobre el nivel de precios empuja la proyección de inflación hacia arriba, aunque sea sólo transitoriamente. En este contexto, ¿cuáles son los aspectos a considerar para tomar una decisión de política monetaria?

? Credibilidad y expectativas: la trayectoria proyectada de la inflación en los siguientes ocho trimestres mantiene la misma forma de montaña que se mostró en el Informe de Política Monetaria de septiembre. Sin embargo, la depreciación adicional del peso respecto del dólar, luego de los atentados y del recrudescimiento de situaciones críticas en la región, ha agregado algunas décimas más a esa trayectoria que pudieran hacer que la inflación sobrepase el 4% anual en algún momento del próximo año. A esto se añaden variaciones del IPC elevadas en agosto y septiembre, lo que en conjunto provoca un riesgo de que las expectativas de inflación puedan desanclarse de no mediar un cambio hacia una posición menos expansiva de la política monetaria. Este riesgo parece, por ahora, acotado, a juzgar por la información que entrega la encuesta de expectativas de octubre, donde se aprecia que los analistas adoptaron la trayectoria en forma de montaña del Informe de Política Monetaria y mantienen sus expectativas de inflación dentro del rango meta. A esto habría que sumar que, de mantenerse los precios del petróleo cerca de US\$ 23 por barril, se tendrán dos o tres meses de inflación baja que ayudarán a mantener contenidas las expectativas de inflación del mercado, al menos hasta fin de este año. Con todo, es un riesgo que puede aumentar súbitamente si se tiene alguna sorpresa inflacionaria, como en agosto, que dé cuenta de un traspaso adelantado de la depreciación del peso a precios de ítem con baja elasticidad precio de demanda. Asimismo, es indudable que una inflación en alza desde comienzos del próximo año siempre mantendrá latente el riesgo de una inflación indefinidamente creciente.

? Holguras: la economía chilena mantiene una posición de producción efectiva por debajo de su potencial, por lo que las presiones de demanda sobre la inflación permanecen mayormente

contenidas. Esto se manifiesta en una reducida tasa de crecimiento del empleo, en un déficit de cuenta corriente cercano a cero si se mide en términos de intercambio de tendencia, y en márgenes de comercialización que no muestran visos de recuperación. Los cambios en las perspectivas de crecimiento que traen los sucesos recientes podrían agregar espacio a las holguras existentes, pero es importante recordar que esto sólo ocurre si se da un escenario muy pesimista de crecimiento mundial.

? Posición actual de la política monetaria: la tasa de política monetaria de 6,5% anual representa, en su origen, una posición expansiva de la política monetaria. Esto se ha visto refrendado por las altas tasas de expansión de los agregados monetarios más líquidos, aún corregidos por los eventuales ajustes de dichos agregados hacia stocks deseados por parte del público, después de haber alcanzado niveles muy bajos durante 2000. Además, aunque las expectativas de inflación no se han desanclado, sí registran un aumento (dentro del rango meta) respecto de septiembre, que perdura todo el horizonte de proyección y que sitúa a la inflación en cerca de 3,5% hacia fines de 2003.

? Tomados estos aspectos en conjunto, las opciones de política monetaria parecen seguir abiertas como en meses recientes. La exacerbación de un ambiente de lento crecimiento y potenciales rebrotes inflacionarios y la mayor incertidumbre que resulta después de los sucesos de los últimos treinta días, hacen recomendable la mantención de la actual tasa de interés de política monetaria, la que ya constituye una posición de estímulo a la demanda interna, especialmente considerando el moderado incremento en las expectativas de inflación.

Acuerdo

El Consejo, por unanimidad de sus miembros, acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en su actual nivel, esto es 6,5% anual. Asimismo, los tramos de la línea de crédito de liquidez permanecen inalterados.