



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 11
DE POLITICA MONETARIA
celebrada el 14 de noviembre de 2000

En Santiago de Chile, a 14 de noviembre de 2000, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del subrogante don Jorge Marshall Rivera y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina y señor Jorge Desormeaux Jiménez.

Asiste la señora Subsecretaria de Hacienda, doña María Eugenia Wagner Brizzi.

Asisten también los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Angel Nacrur Gazali;
Gerente de División de Estudios, don Felipe Morandé Lavín;
Gerente de División Internacional Interino, don Gonzalo Sanhueza Dueñas;
Gerente de Programación Macroeconómica, don Luis Oscar Herrera Barriga;
Economista Senior A de la Gerencia de Programación Macroeconómica,
don Pablo García Silva;
Secretaria Ejecutiva Gabinete de la Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo;
Jefe de Prosecretaría, doña Cecilia Navarro García.

I. Resolución sobre Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 10, celebrada el 10 de octubre de 2000.

El Presidente Subrogante presenta a los señores miembros del Consejo el Proyecto de Acta de la Sesión N° 10, celebrada el 10 de octubre de 2000, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

II. Resolución sobre Minuta del Acta correspondiente a la Sesión N° 9, celebrada el 28 de agosto de 2000.

El Presidente Subrogante presenta a los señores miembros del Consejo la Minuta del Acta de la Sesión N° 9, celebrada el 28 de agosto de 2000, la que se aprueba sin observaciones.



III. Informe de Política Monetaria.

El Economista Senior A de la Gerencia de Programación Macroeconómica, señor Pablo García, presenta el siguiente informe:

I. Evolución Reciente de la Inflación y Proyecciones de Corto Plazo

En octubre último, la inflación medida por el IPC alcanzó 0,6%, mientras que la inflación medida por IPCX fue de 0,3% y la del IPCX1 se situó en 0,0%, con lo cual las tasas de variación anual son de 4,5%, 3,1% y 1,3%, respectivamente. Las mayores variaciones se presentaron en aquellos servicios regulados asociados al dólar y a los combustibles, como transporte, electricidad y teléfonos. Adicionalmente, se presentaron reajustes en alimentos perecibles por efecto de la estacionalidad propia de esta época del año. Estos antecedentes confirman que, en los últimos meses, el incremento de la inflación se concentra en un mayor aumento de los precios de bienes no transables, mientras que los transables muestran reajustes asociados sólo a los combustibles.

La inflación de los no transables ha continuado aumentando, producto de los efectos sobre tarifas reguladas del precio del petróleo y del aumento del tipo de cambio. Además del aumento en las tarifas del transporte colectivo, cabe señalar el aumento que experimentaron los precios de otros servicios regulados, como la electricidad, que acumula un incremento de 7,7% desde principios de año hasta octubre y de 12% si se incluye el reajuste ya conocido para noviembre.

La inflación de los bienes transables, como resultado de la evolución de los precios de combustibles, aumentó 0,6%, igual a lo observado el mes anterior, alcanzando una variación de 2,9% (anual) en octubre último. Al interior de los transables, la tendencia decreciente de los precios de bienes durables se mantiene. En conjunto, el IPCTX, que excluye los perecibles y combustibles de este grupo, alcanzó una variación de -1% (anual) durante octubre. Sin embargo, los últimos meses revelan que la contracción de estos precios se ha detenido: luego de acumular una caída de 1,3% entre octubre de 1999 y agosto de 2000, en septiembre y octubre la inflación mensual IPCTX ha sido de 0,2% y 0,1% respectivamente. En todo caso, esto no alcanza a compensar el aumento experimentado por los precios de las importaciones de consumo y de la depreciación del peso en relación con el dólar y otras monedas (TCM y TCM5) observada en el mismo período. Por tanto, los márgenes de comercialización parecen estar aún comprimidos.

En octubre los precios mayoristas mostraron una variación mensual de 0,4%, como resultado de un aumento de 0,6% en el IPM de bienes nacionales y un descenso de 0,4% en los productos importados. El descenso en los precios de los importados se originó en que el menor precio del petróleo observado en octubre con relación a septiembre tuvo un efecto mayor que la leve depreciación promedio del peso en igual período. Así, el IPM de productos mineros importados cayó 7,2%, mientras los agrícolas e industriales aumentaron 0,3% y 0,7%, respectivamente. El incremento del IPM total en doce meses fue de 10,5%, la cifra más baja desde abril pasado.

En octubre las paridades de referencia o precios de importación del FEPP se reajustaron en cifras del orden de 5% para la gasolina y 8% para el diesel. Los precios de importación continúan siendo superiores al techo del FEPP pero se ha reducido el



tamaño del subsidio a los consumidores. Por ejemplo, el subsidio del precio de la gasolina es de 1,6% mientras que el subsidio en el caso del diesel y del gas licuado es de 1,7% y 2%, respectivamente. Es importante anotar que los recursos del FEPP se han venido agotando aceleradamente. Al ritmo de utilización actual (US\$1 millón por semana) los recursos se habrán agotado antes de finalizar el año. En el fondo, de la parafina ya no quedan recursos.

Los salarios nominales muestran signos de aceleración desde principios de año, alcanzando en septiembre una variación de 0,6% (mensual). Esto se ve también reflejado en tasas de variación nominal anual de las remuneraciones por hora, que alcanzaron un 5,5% (anual) en septiembre. Por su parte, la variación del costo de la mano obra fue de 4,6% (anual), mientras que los salarios privados tuvieron un ritmo de crecimiento 5,1 % (anual). Si bien la aceleración de los salarios es coherente con el aumento de la inflación a lo largo del primer semestre de este año, ella ha sido más de un punto porcentual inferior a la que se hubiese esperado de acuerdo a la experiencia de los años noventa. Este fenómeno de menor crecimiento relativo a lo esperado de los salarios se basa en un comportamiento moderado de las remuneraciones de servicios comunales, sociales y personales. Por otra parte, la continua expansión de la productividad media del trabajo durante el año ha mantenido relativamente constantes los costos laborales unitarios nominales desde septiembre de 1999.

Para noviembre se proyecta una inflación IPC del orden de 0,5% (mensual), con lo que se alcanzaría una variación anual de 4,8%. Esto se debe al efecto rezagado de los reajustes de los combustibles durante octubre y a la posibilidad de nuevos aumentos en noviembre, por el agotamiento del FEPP. Además, se espera un aumento en las tarifas de la locomoción colectiva. Por otro lado, el IPCX mostraría un incremento menor durante el mes de octubre (en torno a 0,3%), por lo que la inflación subyacente alcanzaría un nivel de 3,4%. Se espera que la inflación anual a diciembre sea de 4,8%-4,9%.

En el primer trimestre del 2001 se espera que la inflación IPC empiece a ceder para situarse en alrededor de 4,4%. Esto es alrededor de 0,5% inferior a la esperada para diciembre, a pesar de que estas proyecciones suponen un precio del crudo Brent de US\$30 por barril, y un tipo de cambio de \$ 570 por dólar. A su vez, la inflación medida por el IPCX permanecería estable en 3,4% a finales del primer trimestre del año entrante. Estas proyecciones suponen, además, que durante el primer trimestre del 2001 no habrá reajustes adicionales de la tarifa de los microbuses. Un aumento adicional de esta tarifa sólo sería posible si individualmente el precio del crudo Brent llegase a US\$ 34 promedio o el dólar superara los \$615 por dólar.

II. Factores Relevantes para la Inflación Futura

1. Escenario Internacional

El escenario internacional continúa siendo afectado por la incertidumbre que genera el precio del petróleo y su evolución futura. Algunos factores que inciden en esta incertidumbre son: la poca claridad de la política de precios y producción de la OPEP, el conflicto en Oriente Medio, la posibilidad de un invierno anticipado y más crudo en el hemisferio norte, inventarios históricamente bajos e incertidumbre respecto de la real capacidad de la OPEP para aumentar inmediatamente su producción. Si bien durante los últimos días de octubre la OPEP acordó incrementar en 500 mil barriles diarios su producción, esto nuevamente reflejó un sinceramiento de



producción por sobre las cuotas. Los precios futuros para el año 2001 consideran que los niveles actuales se mantendrían durante el primer trimestre, para recién ahí comenzar un leve descenso, promediando en el año US\$ 28 el barril, algo sobre los US\$ 26 considerados en el Informe de Política Monetaria de septiembre.

El cobre, luego de haber alcanzado precios promedio de 89 ctvs de dólar la libra durante septiembre, ha retrocedido, en línea con una menor velocidad de reducción de inventarios. Luego, los supuestos para el precio del cobre para este año en el Informe de Política Monetaria siguen siendo los adecuados. Los precios futuros, en tanto, se han ajustado a la baja, influidos en gran medida por los valores spot, pero las condiciones del mercado mundial (consumo y producción) indican que la proyección de 87 ctvs de dólar la libra promedio para el 2001 se mantendría.

Por otra parte, continúa consolidándose la percepción de una moderación del crecimiento en las principales economías, particularmente en el caso de la economía americana. Así, el escenario central para esta economía sigue siendo el de convergencia entre la demanda interna y el crecimiento potencial, mientras que la productividad seguirá mostrando incrementos significativos. Así, la información al tercer trimestre, tanto respecto del PIB como del mercado laboral, revela la consolidación del aterrizaje suave. Durante el cuarto trimestre y principios del próximo año este proceso continuará gracias al efecto de la disminución en el precio de los activos y la caída en el ingreso disponible producto de los niveles del precio del petróleo.

En la medida que este escenario central se desenvuelva sin sobresaltos, se descarta una nueva acción restrictiva por parte de la autoridad monetaria, y de hecho se podrían esperar recortes en la tasa de interés hacia el primer trimestre del 2001. Escenarios alternativos, con una aceleración fuerte de la inflación o un colapso de los mercados accionarios y del dólar aparecen por ahora como poco probables, aunque de ningún modo descartables.

En Europa, en tanto, el aumento en las tasas de interés y el impacto contractivo del mayor precio del petróleo han apoyado una desaceleración de la actividad durante el segundo semestre. Esta desaceleración se prolongaría durante el 2001, producto además de que el Euro detendría su caída. En todo caso, la economía estaría alcanzado un nivel de crecimiento estable para los últimos meses del año. En este sentido, las últimas proyecciones de expansión del PIB se mantienen en torno a 3,5% para el presente año, para alcanzar un 3% en 2001 y 2002. No obstante, persiste un riesgo de una desaceleración mayor de la producción, lectura que se obtiene de las encuestas relativas a la confianza de los distintos sectores en el comportamiento de corto plazo de la economía

En forma coherente, el Banco Central Europeo ha decidido mantener la tasa de interés de política en 4,75% en su reunión de principios de noviembre, considerando además las expectativas de una reversión en la tendencia de la inflación en los siguientes meses, luego de pasado el efecto base de la escalada del precio del petróleo, y el comportamiento algo más favorable de M3 en los últimos meses. A juicio de la autoridad, no parece necesario un aumento adicional en la tasa de interés de política al menos en el cortísimo plazo. Este escenario ha sido validado por el mercado, el cual en la actualidad no incorpora decididamente un incremento de la tasa repo para el primer trimestre del próximo año.

Handwritten signature



El escenario central del Informe de Política Monetaria considera un aumento de la inflación mundial en dólares para los próximos dos años. Esto es consistente con una recuperación del valor del Euro hasta valores cercanos a US\$1/Euro. Al respecto, aunque existen algunas señales económicas que podrían ser favorables para un repunte del euro, los agentes del mercado todavía no apuestan a favor de la moneda europea. Ello, a pesar de tres intervenciones oficiales, a fines de septiembre y los días 3 y 6 de noviembre pasados. De darse un escenario de continua fortaleza para el dólar, las presiones inflacionarias importadas en Chile serían algo menores durante 2000 y 2001.

La alta volatilidad de los mercados financieros observados recientemente, junto con la inestabilidad de algunos países de la región, son elementos que contribuyen a explicar el incremento de los premios soberanos a economías emergentes observado durante el mes de octubre. Para el caso de Chile, éste se elevó hasta 240 puntos base hacia fines de octubre, nivel superior al esperado para fines de este año de acuerdo a las proyecciones (185 puntos base).

Los flujos de fondos accionarios y en bonos, tanto de la generalidad de las economías emergentes, como en América Latina, muestran un panorama similar. Las proyecciones de flujos de capitales de JP Morgan se han ajustado a la baja, no sólo para este año, sino que también para el próximo, para el total de las economías emergentes. En el caso de América Latina, hoy se proyecta una caída del orden de 15% en los flujos para el 2000, superior que la caída de 4% esperada en septiembre. Para el 2001 el panorama aparece algo más auspicioso, con una recuperación de 28% en vez del 20% previsto en el Informe de Política Monetaria. Sin embargo, es necesario notar la mayor incertidumbre hoy respecto al desempeño de la economía argentina. Esto se ha visto reflejado en un aumento de su riesgo soberano, tasas de interés domésticas, spread de las empresas y precio futuro de la paridad mayores. Estos antecedentes indican que un escenario con una mayor y más prolongada contracción de los flujos de capitales hacia Latinoamérica tiene hoy una mayor probabilidad de ocurrencia.

En general, el escenario internacional se mantiene similar al considerado en el Informe de Política Monetaria de septiembre, salvo por dos elementos. Primero, el precio del petróleo, que se mantendría en los niveles spot por lo menos hasta el primer trimestre del próximo año. Esto puede indicar que precios por sobre los US\$ 30 el barril son un fenómeno de carácter más permanente que lo esperado. En segundo lugar, los premios soberanos y los flujos de capital hacia América Latina muestran un panorama menos positivo, como resultado principalmente de la incertidumbre política en la región. Nuevamente, la consolidación del aterrizaje suave en los Estados Unidos de América, junto con la sostenida debilidad del Euro, permite prever que la escasez de financiamiento puede tener un carácter de mayor persistencia en el tiempo. Lo anterior tiene implicancias directas sobre la velocidad de crecimiento de la demanda interna y sobre el nivel al que convergerá el tipo de cambio real en el próximo bienio.

2. Mercados Financieros en Chile.

En Octubre, la TPM y el PRBC90 se mantuvieron en 5,0%, mientras que las tasas de interés de captación de corto plazo (90 a 365 días) observaron un diferencial

Handwritten signature



similar al de septiembre respecto de la TPM, manteniéndose en torno a 4,9%. Las tasas de más largo plazo mostraron una evolución descendente: hacia fines de octubre la tasa del PRC8 llegó a 6,0%, anotando un promedio de 6,1% en octubre versus un 6,2% en septiembre. Esta evolución ha estado ligada a las novedades en el frente interno, en particular la sostenida alza de la desocupación. En efecto, las condiciones de financiamiento externas se tornaron más desfavorables desde septiembre: el aumento del recargo financiero a las empresas chilenas ha alcanzado más de 40 puntos base, lo que ha más que compensado la leve disminución del retorno del bono reajutable de Estados Unidos de América. En conjunto, estos desarrollos han llevado a que en la actualidad el spread corregido de largo plazo sea negativo.

Esta evolución de la curva de rendimiento es consistente con los resultados de noviembre de la encuesta mensual de expectativas privadas. Para los próximos seis meses se espera que la TPM no aumente más allá de 25 puntos base, llegando a 5,5% hacia fines del 2001 y entre 5,75% y 6,0% a fines del 2002. De forma similar, se espera que las tasas de interés de largo plazo cierren el año en torno a 6,0% y que alcancen a 6,3% a fines del 2001 y 2002. Con todo, las expectativas privadas prevén condiciones monetarias más holgadas para los próximos dos años.

Por otro lado, la tasa interna de retorno media de las letras hipotecarias y bonos de empresas disminuyó levemente respecto de septiembre. Como la disminución en el PRC a 8 años fue de mayor magnitud, el recargo de los instrumentos de renta fija de largo plazo respecto del PRC8 experimentó un aumento, persistiendo en niveles superiores al promedio histórico. En línea con lo anterior, al mes de septiembre no se observaba aún una recuperación clara en el crédito financiero a empresas o personas. A octubre, sin embargo, la información agregada muestra una leve tendencia al alza en niveles desestacionalizados, y la tasa de colocación de 90 a 365 días disminuyó cerca de 30 puntos base entre septiembre y octubre.

En tanto, la evolución de los agregados monetarios más líquidos mantiene señales mixtas. Por una parte, el dinero privado creció en octubre luego de una caída en septiembre, mientras que el circulante siguió una trayectoria opuesta. En todo caso, el dinero experimentó un crecimiento mensual real desestacionalizado negativo durante octubre, lo que es consistente con la percepción de una moderación de la demanda interna durante el segundo semestre del año. En relación con los agregados monetarios más amplios (M2A y M7), se aprecia una tendencia al alza en niveles desestacionalizados, consistente con la leve recuperación del crédito financiero.

Luego de haberse transado a \$570 por dólar con posterioridad a la reunión de política monetaria del día 28 de agosto, el peso se mantuvo estable en torno a los \$560 por dólar, hasta el 10 de octubre. A contar de esa fecha se depreció fuertemente, llegando a fluctuar entre \$570 y \$575 por dólar hacia fines de octubre y principios de noviembre. Con esto, la depreciación acumulada del TCM5 entre septiembre y octubre se encuentra en la cota superior (2,0%) de la proyección bianual para el tipo de cambio real del Informe de Política Monetaria de septiembre. A su vez, los precios futuros señalan una depreciación adicional para el peso respecto del dólar en el rango de 2,5% a 3,0% dentro de un horizonte de un año y del orden de 3,5% en un año para el TCM5.

Resol



La evolución reciente de las variables fundamentales que determinan el tipo de cambio real resulta coherente con un nivel más depreciado en la actualidad. Asimismo, su evolución en el largo plazo estará determinada por el camino que sigan estas variables fundamentales. En este sentido, el escenario central de septiembre suponía una recuperación gradual de la demanda y la actividad global junto con una reducción paulatina de los premios soberanos. Los antecedentes más recientes pueden poner una sombra de duda respecto a la validez de estos supuestos para el mediano plazo, lo que apoyaría un tipo de cambio real de equilibrio más depreciado en el largo plazo.

En síntesis, el efecto de las tasas de interés sobre las condiciones monetarias ha sido expansivo, dado por el menor nivel en las tasas de corto y largo plazo, que influyen sobre la demanda agregada. En consecuencia, el costo del crédito interno se ha moderado después de la reducción de la TPM, aunque éste ha sido de mayor magnitud en las tasas de colocación a menor plazo, lo que debería tener un efecto positivo sobre la recuperación del consumo. Sin embargo, los indicadores de costo del crédito de más largo plazo muestran una disminución más lenta, lo que podría retardar la recuperación de la inversión, más aún dado el alto nivel de endeudamiento de las empresas medianas y pequeñas.

El panorama general que se obtiene al analizar la evolución reciente de las principales variables financieras es coherente con una moderación de las expectativas privadas de crecimiento de la demanda. Cabe señalar que aunque las condiciones monetarias más expansivas prevalecientes hoy, son un factor de estímulo para la demanda agregada, esto no debiera ser de por sí fuente de presiones inflacionarias. En efecto, la evolución del sector real de la economía parece ser coherente con una menor tasa de interés real de equilibrio y un tipo de cambio real de equilibrio más depreciado.

3. Demanda y Oferta

Antecedentes preliminares confirman la trayectoria de expansión moderada para la actividad global, con un crecimiento del PIB de 5,9% (anual) durante el tercer trimestre del año 2000, lo que incluye una estimación preliminar para el IMACEC de septiembre de 4,0% (anual). Este crecimiento es algo superior al proyectado en el escenario central del Informe de Política Monetaria de septiembre, como consecuencia de un dinamismo mayor al esperado en el sector de transporte y telecomunicaciones. No obstante esto, la velocidad de crecimiento trimestre a trimestre continúa siendo moderada, similar a lo observado durante el primer trimestre. Esto confirma que las variaciones anuales en el PIB reflejan hasta ahora el impacto del acelerado crecimiento durante el cuarto trimestre de 1999.

Por su parte, en términos agregados, la estimación preliminar es que el gasto interno habría crecido un 6,6% (anual) durante el tercer trimestre. La reducción a casi la mitad en la tasa de expansión anual, con relación a la observada el primer semestre muestra que la variación en doce meses del gasto, al igual que el PIB, refleja crecimientos producidos con anterioridad, y basados fuertemente en la acumulación de existencias. En efecto, es previsible una caída en el nivel desestacionalizado de la demanda interna durante el tercer trimestre, con relación al segundo.

Handwritten signature



BANCO CENTRAL DE CHILE

Por otra parte, el consumo privado en el tercer trimestre continuó afectado negativamente por las altas tasas de desocupación y los elevados niveles de endeudamiento de los hogares. Las ventas de supermercados y las ventas del comercio desestacionalizadas siguen mostrando una velocidad de expansión negativa, con valores durante este trimestre de $-2,4\%$ (trimestral) y $-1,4\%$ (trimestral), respectivamente, mientras que las ventas de bienes durables y de consumo habitual continúan mostrando un comportamiento débil. A su vez, la fuerte contracción de las importaciones de consumo y de las importaciones de vehículos nuevos muestran que la acumulación de inventarios ha sufrido una importante moderación luego del primer semestre.

Las proyecciones de las variables que inciden en el consumo no son mejores. Los salarios reales continuarán mostrando niveles deprimidos durante los próximos trimestres. También las expectativas de los hogares se han deteriorado marcadamente entre julio y septiembre. Por ejemplo, la encuesta de Percepción y Expectativas sobre la Situación Económica de la Universidad de Chile indica que un 35% de las personas encuestadas cree que la situación económica en un año más será mejor que hoy, fracción que llegaba a 46% en julio. Por otra parte, el Índice de Percepción Económica de ADIMARK de septiembre muestra que sólo el 24% de las personas encuestadas tiene una visión positiva de la situación económica, lo que confirma el sostenido deterioro de este indicador desde marzo.

Es indudable que tras estas percepciones negativas está la débil creación de empleo en la economía. La tasa de desocupación desestacionalizada ha mostrado un aumento de más de un punto porcentual desde abril, llegando en el trimestre móvil julio-septiembre a 10% (10,7% con efecto estacional). Este incremento en la desocupación sería más acentuado aún si la tasa de participación como un todo no se hubiese reducido en el mismo período. El empleo agregado cayó un 1% (t/t) en el tercer trimestre, esto es, 50 mil puestos de trabajo. Contribuyeron a este resultado los sectores industria y comercio, con caídas de 30 mil y 70 mil ocupaciones respectivamente. Por el contrario, el empleo en la construcción, transporte y telecomunicaciones presenta un incipiente aumento.

Hasta ahora la evolución de los salarios reales no ha sido un freno a la creación de empleo: los salarios reales en el tercer trimestre mostraron una velocidad de expansión de sólo 0,5%(t/t). El impacto sobre costos se vio aún más amortiguado debido al aumento de la productividad, que ha permitido mantener los costos laborales unitarios nominales prácticamente constantes desde hace un año. Por su parte, los salarios de la industria, medidos en dólares, han evolucionado paralelamente con el tipo de cambio real, lo que indica un abaratamiento relativo de la mano de obra en dicho sector. A futuro, es esperable una mayor aceleración salarial producto de la indexación automática. Sin embargo, es posible que se siga dando la situación actual, con un crecimiento de los salarios nominales por debajo de lo que se hubiese esperado a-priori.

De este análisis se desprende que tanto el deprimido consumo como el aumento en la productividad en la industria están detrás de la débil creación de empleo. Sin embargo, en la medida que el empleo en la construcción se consolide a lo largo del próximo año, las perspectivas para el consumo privado mejorarán, y con ello la demanda de empleo en la industria y el comercio. Asimismo, es posible que el sostenido crecimiento de las exportaciones motive un incremento del empleo en los



sectores destinados a satisfacer demanda externa. En todo caso, puede que existan una serie de asuntos de orden microeconómico que dificulten la creación de empleo en la actualidad. En ese escenario, tanto las implicancias sobre presiones inflacionarias como la recomendación de política difieren de las que se derivan de un escenario donde una deprimida demanda agregada es el único factor que limita la creación de empleo.

En relación a la inversión, se pueden apreciar algunas luces de optimismo. Aunque la velocidad de expansión de las ventas de bienes de capital fue de -1,3% (t/t) en el tercer trimestre, las importaciones de bienes de capital mostraron una elevada velocidad de expansión de 7% (t/t) en septiembre, explicada por importaciones realizadas por el sector de transporte y telecomunicaciones. Una interrogante es el grado de persistencia de esta recuperación en la inversión en dicho sector. La construcción, por su parte, entrega algunas señales positivas: mientras los permisos de edificación se expanden a una tasa de 12,4% (t/t), el empleo y las remuneraciones del sector muestran una recuperación incipiente. Sin embargo, las ventas de viviendas han caído 6,0% (t/t), lo que ha aumentado los stocks de viviendas nuevas en 8% (t/t). En todo caso, el conjunto de antecedentes indican una expansión anual de la formación bruta de capital cercana a 6% durante el tercer trimestre, con lo que se confirma la proyección de un crecimiento nulo para el año como un todo.

Por su parte, estimaciones preliminares indican que las exportaciones de bienes y servicios durante el tercer trimestre mostraron una expansión de 7% (anual) en términos reales. Las importaciones, a su vez, moderaron de forma importante su expansión, reflejando la desaceleración de la demanda interna, en particular la acumulación de inventarios. La información para octubre permite anticipar una balanza comercial superavitaria en US\$ 150 millones, producto de exportaciones FOB del orden de US\$ 1700 millones e importaciones totales por US\$ 1550 millones (no petróleo de US\$ 1300 millones). Estos antecedentes confirman el dinamismo exportador, así como un nivel plano para las importaciones no petroleras.

En relación con la política fiscal, la ejecución del primer semestre 2000 arrojó un incremento del gasto público con impacto macroeconómico de 5%. Puesto que el crecimiento del gasto público, según lo contemplado en el presupuesto, no debiera superar el 3,3%, no se espera una política fiscal expansiva en el segundo semestre. Más hacia adelante, la Ley de Presupuestos anticipa un crecimiento del gasto nominal con impacto macro de 8% para el año 2001, permitiendo un restablecimiento paulatino del equilibrio fiscal. Los supuestos de crecimiento potencial de la economía y de precio del cobre de largo plazo, que determinan este crecimiento del gasto, son razonables y similares a los contenidos en el Informe de Política Monetaria de septiembre.

En síntesis, el diagnóstico de lenta recuperación de la demanda interna parece estar validándose con los datos más recientes. La creación de empleo continúa siendo lenta, lo que acota las posibilidades de una recuperación del consumo y la confianza en los hogares en el corto plazo. La inversión, por su lado, sí muestra signos de un incipiente dinamismo, lo que puede dar luces acerca de la fuente de creación de empleos hacia el 2001. En este sentido, es importante que la recuperación de los salarios reales no sea un impedimento al aumento de la ocupación, y que se despejen incertidumbres de orden microeconómico que pueden estar siendo una traba a la creación de empleo.



4. Expectativas de Inflación

La reciente encuesta de expectativas muestra un leve aumento de la proyección de inflación a diciembre del 2001 de 3,9%. Esto es consistente con una serie de factores. En primer lugar, la expectativa de condiciones monetarias holgadas por un período mayor de tiempo, lo que incide directamente en una proyección de tipo de cambio nominal levemente superior a la encuesta de octubre. A su vez, una proyección de crecimiento de 5,5%, una décima inferior a la proyección anterior, la que también es coherente con una trayectoria del tipo de cambio real hacia un nivel algo más depreciado.

5. Conclusiones

Los desarrollos recientes permiten diversas conclusiones. En primer lugar, el diagnóstico de recuperación moderada de la demanda presentado en el Informe de Política Monetaria de septiembre se ha afianzado. Esto, producto de menores perspectivas de recuperación de los flujos de capitales a economías emergentes, premios soberanos más elevados, el estancamiento de los niveles de empleo y la pérdida de dinamismo del consumo y de acumulación de inventarios. En segundo lugar, este diagnóstico ha sido crecientemente adoptado por el sector privado, lo que se aprecia tanto en el comportamiento de la curva forward como en los resultados de la encuesta de expectativas privadas.

En tercer lugar, en el corto plazo se prevé mayores niveles de inflación, la que alcanzaría en noviembre y diciembre cerca de 4,9%. En el mediano plazo, sin embargo, no se aprecian cambios sustanciales en las expectativas de inflación, pero es importante notar que éstas se encuentran cerca del techo de la meta rango a fines del año 2001. Esto indica que el Banco Central deberá prestar particular atención a la velocidad con que la inflación en doce meses se reduce a partir del primer trimestre del 2001, aún cuando el petróleo siga la trayectoria esperada de reducción.

Diversos factores de riesgo ponen en peligro el proceso de desinflación hacia el centro de la banda que debería comenzar a principios de 2001. El principal es el comportamiento del petróleo. Al respecto, es necesario notar que un precio del crudo sostenidamente por sobre los US\$30 por barril podría indicar que la escasez de combustible pasa a ser un fenómeno más permanente que transitorio, lo que cambia el diagnóstico respecto a la persistencia de las presiones inflacionarias. A su vez, dado que el escenario central para la economía mundial hoy parece ser la combinación de aterrizaje suave con escasez de flujos de capitales, los riesgos estarían nuevamente en un aterrizaje más brusco y/o una violenta caída en los mercados financieros. Ambos escenarios alternativos presentan sobre todo riesgos a la baja en la proyección de crecimiento de la demanda interna y el crecimiento global.

El Presidente Subrogante ofrece la palabra a los presentes para discutir sobre el diagnóstico.



El Consejero señor Desormeaux estima que el cuadro sobre la evolución de la economía internacional está un poco atrasado porque la fuente Consensus Forecasts aparece con datos del mes de octubre. Cree que hoy día hay bastante consenso en torno a que la expansión de la economía mundial va a ser inferior al 4% y la expansión de la economía norteamericana, los años 2001 y 2002, va a estar más cerca del 3% que del 3,6%, por lo tanto, señala que desde esa perspectiva, el cuadro internacional es bastante menos favorable, lo que representa una mala noticia para Chile.

Respecto a los flujos de capitales, que según lo indicado se va a seguir observando un cuadro de escasez de capitales externos y de mucha inestabilidad, señala el señor Desormeaux que el cuadro externo es un poco más negativo de lo que ha sido presentado aquí.

La Consejera señora Ovalle señala que es importante determinar, en el informe, la proyección de IPC e IPCX para diciembre de 2001, dado que existe una sensación en el mercado de cierta flexibilidad en el cumplimiento de la meta. Contesta el señor García diciendo que las expectativas del sector privado están en el 3,9%, siendo las expectativas de la División de Estudios de 3,6% para diciembre de 2001 y la subyacente estaría alrededor del 3,3%.

La señora Ovalle consulta en qué grado de avance está el análisis que, según se informó en la reunión pasada, estaría haciendo la División de Estudios con algunos productos para seguir la secuencia de traspaso de IPM a IPC. Contesta el señor Morandé diciendo que el citado estudio está pendiente.

El Gerente de la División Internacional Interino, don Gonzalo Sanhueza, señala que efectivamente la metodología que se usa son las proyecciones de Consensus Forecasts que tienen un rezago. Indica que las proyecciones de octubre no tenían incorporado el producto del tercer trimestre en Estados Unidos, que fue más bajo de lo esperado, las utilidades de las empresas en el tercer trimestre y las proyecciones para el cuarto, que también son más bajas de lo esperado, lo que ha hecho que el precio de los activos financieros se ajusten a la baja y eso, dice, va a tener, sin duda, un efecto en la riqueza y por lo tanto, en el gasto y en el crecimiento de la economía. Agrega que lo más probable es que cuando tengan las proyecciones de Consensus Forecasts de noviembre, vengán más bajos que esa proyección.

Respecto a la estabilidad financiera, señala que hay más inestabilidad, haciendo presente que en Argentina tal vez ya pasó el peak de inestabilidad, pues al observar el precio de los activos de la semana pasada, los spread estaban al máximo; los premios de futuro en la moneda también estaban al máximo y ya después del paquete de medidas anunciado el viernes, esto se revirtió y se ha descartado prácticamente que haya riesgo de "default", porque si hay un paquete de ayuda del Fondo Monetario Internacional, ya estarían garantizados los pagos del próximo año. Por lo tanto, estima que ha vuelto un poco la tranquilidad a los mercados financieros, pero que sin duda se quedaron en niveles más altos de los que estaban antes de que comenzara la crisis, por lo tanto, indica que eso va a tener un efecto sobre el flujo de capitales. De hecho, dice, las proyecciones del mercado van siempre a la baja respecto al flujo de capitales para este año y para el próximo.

El Gerente de Programación Macroeconómica, don Luis Oscar Herrera, señala que aparte del escenario internacional donde se han acumulado antecedentes relativamente negativos para la economía chilena, en relación con lo que serían las perspectivas de Estados



Unidos y Argentina, cree que el otro punto destacable de información, que se ha venido acumulando estos últimos meses o desde el informe anterior, es lo que se refiere al empleo y al desempleo. Dice que no sólo se han mantenido cifras de menor empleo como ya se había anunciado en agosto, sino que estas cifras se han agudizado y también se ha agudizado el tema de la tasa de desempleo, a pesar de que hay una situación de crecimiento en la economía. Cree que eso está en el corazón de lo que ha sido la evolución reciente del consumo, señalando que en este momento, existe una lista de factores que pueden estar influyendo sobre esa presión de empleo, pero el análisis de aquí al próximo informe debiera poner énfasis en este tema, porque aquí existe una especie de puzzle de qué es lo que está pasando en la economía con el tema de creación de empleo que es clave también para lo que es la evolución del consumo. Hay que anotar esto, dice, como otro de los hechos relevantes de información que se han acumulado a través del último trimestre.

El señor Pablo García agrega al respecto que el comportamiento de la tasa de desocupación es aún más notable dado no sólo por el estancamiento sino que por la reducción de la tasa de participación que ha ocurrido en los últimos meses. Señala que la fuerza de trabajo en este momento está prácticamente constante a niveles absolutos, lo cual revela que el aumento de la participación en el momento de mayor desempleo, el año pasado, por efecto de trabajo adicional, ahora no solamente se mantuvo, sino que de hecho se está revirtiendo y empezó a generar una situación en la cual la gente decide no participar debido a que las perspectivas en el plano laboral no son buenas. No solamente la demanda está deprimida sino que también la oferta, lo cual pone mayor énfasis en cómo entender este aumento de la masa de desocupación.

El Gerente de la División de Estudios señala que lo que antes parecía el factor más flojo dentro de la demanda interna, que era la inversión, hoy día aparece como el más dinámico en los datos más recientes. Es algo que es destacable, dice, porque hay que ver qué tipo de proyectos hay o hacia qué sectores va ese nuevo impulso de inversión. Agrega que no sería extraño, por ejemplo, que mucha de esta inversión fuera para sustituir trabajo dentro de los sectores activos ante la perspectiva por un crecimiento eventual del costo laboral. Señala que el costo laboral por supuesto que hay que seguirlo, tomando en cuenta el aumento de la productividad, pero también los deflatores que se usan para evaluar el costo real de salarios en un instante. No es lo mismo hoy día, en particular, deflactar el IPC que tiene todos los componentes del petróleo, que deflactar con el precio relevante para un sector. Le parece muy distinto, ya que hay algunos sectores donde los precios se han mantenido estables en términos nominales, por lo cual, un aumento del salario nominal de 5% ó 6% implica un enorme incremento en el salario real de ese sector. Expresa que ese tipo de cosas también hay que verlas con cuidado para poder tener una lectura completa desde el punto de vista del empleo.

El señor Herrera complementa lo anterior diciendo que el sector comercio sería uno de los más afectados, porque los márgenes se han reducido muchísimo y al ver la gráfica de los salarios reales deflactados con IPC, se observa que han continuado aumentando en el sector servicio.

El Consejero señor Desormeaux se refiere al texto que dice que en realidad la economía en el tercer trimestre sigue la misma evolución del primer trimestre o del primer semestre, en el sentido de que las tasas en doce meses se ven elevadas, pero que el crecimiento entre trimestres es tan reducido como en el primer trimestre. A él le da la impresión que las tasas de crecimiento entre trimestres son más altas, aunque la explicación de eso pueda estar basada más que nada en factores de oferta que en elementos de demanda.



El Presidente Subrogante se refiere a un tema que no está mencionado en el informe, por lo que consulta a la Gerencia de División de Estudios si tienen alguna visión sobre los términos de intercambio en el segundo semestre de este año, distinta de la que existía en el Informe de Política Monetaria. Porque en el Informe, dice, se pensaba que el segundo semestre estaba acompañado de una mejora relativamente importante, pero una mejora en los términos de intercambio que habían sido negativos el primer semestre. En cambio, lo que él cree que se está observando, son términos de intercambio más bien negativos también en el segundo semestre.

El señor Sanhueza señala que los tres precios más importantes, son, el precio del petróleo de US\$ 30 para el último trimestre, en términos de cobre estaba en US\$ 0,84 y tal vez en la celulosa se logre algo menos que lo proyectado, pero no cree que sean muy distintos de los precios proyectados, por lo menos estos tres precios que son el grueso en los términos de intercambio.

El señor Morandé acota diciendo que en la proyección del informe de septiembre fueron más conservadores que lo que se observaba en ese momento, por lo menos en relación al precio del cobre. Este estaba en US\$ 0,89 y aquí se estaba indicando en US\$ 0,84.

El señor Marshall señala que el efecto de la Opa de Gener no está mencionado en ninguna parte y dentro del escenario de escasez de flujos de capitales tiene la impresión de que puede ser un hecho relevante.

El señor Herrera dice que depende en cuál de las dos Opas se concrete, porque hay una que se trata de operaciones de venta de activos para pagar pasivos lo que tiene un impacto sobre ese 20%. La otra que involucra el 80%, sí significaría fondos frescos hacia inversionistas residentes, como COPEC o las AFP y ahí uno se puede encontrar que también va a haber alguna salida, pero parte de esos fondos probablemente se van a quedar en el mercado nacional, así es que no es claro todavía el impacto y por lo menos no parece que el mercado se esté moviendo muy sintonizado con la noticia respecto a estas operaciones.

El Presidente Subrogante cree que la síntesis de este diagnóstico es, por una parte, la mantención del escenario central con pequeñas desviaciones en distintos ámbitos, especialmente en el sector externo, y en menor medida en el sector interno por el lado del empleo y la demanda, o sea, son pequeños movimientos en la misma dirección que el informe anticipaba. Es decir, una economía internacional que se desacelera, puede hacer un poco más que lo que se había anticipado, pero es un diagnóstico que se mueve en la misma dirección de lo que estaba contemplado en el informe. Considera que esta discusión confirma lo que se mencionaba en la exposición de que el balance de los pequeños movimientos en una dirección, en lo internacional y en la dirección de menor dinamismo en lo doméstico, especialmente en demanda, no en inversión, hace llevar las cosas en la dirección de riesgos negativos.

Recuerda el señor Marshall que en la reunión pasada se mencionó bastante como riesgo el traspaso de devaluación a precios, que fue uno de los elementos que se discutió en la reunión de octubre. Tiene la impresión, dice, de que por el análisis que se hace en el texto no está mencionado directamente en la presentación, pero que no hay antecedentes concretos que permitan sostener que eso sea algo que esté operando en alguna intensidad distinta a la esperada.



El señor Morandé dice que ha tenido un impacto sobre algunos precios regulados donde directamente influye la evolución del tipo de cambio. Parte del incremento en el precio del transporte colectivo tiene que ver con el aumento del dólar, lo mismo que en el caso eléctrico.

El señor Marshall insiste en que en los transables subyacentes no se observa y siguen mostrando una inflación muy baja, de modo que ese riesgo que eventualmente se estaba observando en la reunión pasada, que podría producirse por la evaluación desde septiembre en adelante del tipo de cambio, aparentemente no se ha manifestado con la intensidad que se había considerado en la reunión de octubre.

A continuación, el Presidente Subrogante solicita al Gerente de la División de Estudios que haga las recomendaciones y opciones de política monetaria

El señor Morandé señala lo siguiente:

“ Aunque la información respecto del desempeño de la economía nacional en el último mes no es muy diferente a lo visto en la reunión de octubre y, en menor medida, a lo proyectado en el Informe de Política Monetaria de septiembre, los riesgos que se observan en el frente externo aparecen hoy algo más sombríos. Dentro de ellos destaca la prolongación de un precio del petróleo por sobre los US\$ 30 el barril, con lo cual se va transformando en una situación más permanente con implicancias negativas en el crecimiento global y en una mayor inflación externa. Ello traería una mayor inflación doméstica en el corto plazo que tendería a revertirse en un plazo mayor en la medida que el menor crecimiento mundial implicaría una importante caída también en el crecimiento de la economía chilena. También sobresale un empeoramiento en la percepción de analistas e inversionistas respecto de la economía argentina y sus posibilidades de conseguir financiamiento externo. Finalmente, el escenario de aterrizaje suave en Estados Unidos de América aunque aún dominante, está siendo desafiado en la actualidad por un escenario alternativo de un aterrizaje más brusco en la medida que se teme una caída más drástica y duradera de los precios de activos (especialmente las acciones tecnológicas) y que no se resuelve el entrapamiento político de las elecciones presidenciales.

A nivel local, las expectativas de los agentes siguen medianamente deprimidas en cuanto a la actividad económica, lo cual se correlaciona con un rebelde y alto desempleo. La inflación total ha superado largamente el borde superior de la meta rango, pero hay coincidencia entre los agentes económicos que prácticamente todo el incremento de la inflación en el presente año se debe a la triplicación de los precios internacionales del petróleo desde mediados de 1999. Las expectativas de inflación en la última encuesta revelan un leve incremento en el margen (noviembre) para fines del próximo año, pero mantienen a la medida de inflación subyacente dentro del rango meta (aunque por encima de 3%). Finalmente, la proyección de crecimiento para este año y el próximo es algo menor, en torno a 5,5%, lo que evidencia que los desarrollos externos han sido en parte incorporados en las expectativas privadas. Esto, a su vez, se ve reflejado en condiciones monetarias más expansivas que el mes pasado, en la medida que el tipo de cambio se ha depreciado en el margen al tiempo que las tasas largas han mostrado una leve caída.

En este contexto, la opción de reducir la tasa de política monetaria desde su actual nivel de UF más 5% no parece coherente con un escenario externo que, de volverse más desfavorable, impondría una presión adicional sobre el tipo de cambio, aumentando en consecuencia el riesgo de una inflación total que permanece por sobre el techo del rango



meta en forma más prolongada. En la misma dirección apunta la posibilidad de un precio del petróleo sostenidamente por sobre los US\$30 el barril. Así, las opciones de política monetaria se circunscriben a mantener o subir la tasa de referencia. Es previsible que, si se desarrolla un escenario externo más negativo, se afectaría más el crecimiento del PIB (hacia abajo) que directamente la inflación interna (hacia arriba), por lo que en balance no se vislumbra un recrudescimiento de la inflación en el mediano plazo en estas circunstancias. De este modo, una actitud de “esperar y ver” parece la más aconsejable.

No obstante, al igual que en la reunión de octubre, es necesario recordar la necesaria vigilancia en los efectos de segunda vuelta de una inflación total e indicadores de expectativas de inflación que mantienen una trayectoria al alza. Asimismo, es también relevante observar el comportamiento de los salarios nominales y reales y la evolución del debate sobre reformas de orden microeconómico a mercados clave, puesto que ambos factores pueden incidir sobre la evolución del desempleo y, en consecuencia, sobre el dinamismo de la demanda interna y la inflación.

Por último, es importante recalcar en el comunicado público de esta reunión que, a pesar que la inflación ha seguido subiendo en el corto plazo (acercándose más a 5% que a 4%), este fenómeno debiera revertirse a partir del primer trimestre de 2001 y que, para los efectos de mantener la inflación bajo control, se mantendrá una política monetaria con toda la flexibilidad que requiera el caso.”

A continuación, señala el señor Morandé que de acuerdo a lo solicitado alguna vez por el Consejo, en esta oportunidad se agrega una recomendación para la tasa de interés nominal, en forma de una simulación al respecto, o sea, se entregan antecedentes de varias simulaciones alternativas considerando criterios para incorporar las expectativas de inflación que han de sumarse a la tasa de interés indizada y al premio por riesgo de inflación, para obtener una tasa de interés de política objetivo equivalente a la tasa de interés que actualmente se usa, que es la tasa indizada. Todo esto se indica en Anexos que se acompañan a la presente Acta, formando parte integrante de ella.

No hay comentarios sobre las opciones y el Consejo adopta el siguiente Acuerdo:

11-01-001114 – Tasa de Instancia Monetaria.

El Consejo, por la unanimidad de sus miembros asistentes, acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en su actual nivel, esto es, UF más 5,0%.

Asimismo, los tramos de la línea de crédito de liquidez permanecen inalterados.

IV. Comunicado.

El Presidente Subrogante propone el siguiente texto para el comunicado:

“ El Consejo del Banco Central resolvió mantener la tasa de interés de política en UF más 5,0% en la reunión mensual de política monetaria realizada en el día de hoy. Los tramos de la línea de crédito de liquidez permanecen también inalterados.



Como es habitual, en esta reunión el Consejo analizó la evolución reciente de la economía y sus perspectivas para los próximos veinticuatro meses, tomando como referencia el Informe de Política Monetaria de septiembre último.

De acuerdo a lo previsto, la inflación en doce meses registrada en octubre (4,5%) se mantuvo por encima del límite superior del rango meta, establecido en 4% anual. En esta evolución ha sido determinante el aumento del precio internacional del petróleo desde mediados del año pasado. En la medida que dicho precio no ejerza presiones adicionales, es posible anticipar una disminución en la inflación a partir del primer trimestre del próximo año. Esto permitiría retornar al interior del rango meta hacia mediados del 2001 y aproximarse a un 3% dentro del horizonte de política.


Asimismo, los indicadores de inflación subyacente mantienen una trayectoria controlada, dentro del rango meta, como consecuencia del comportamiento de la demanda interna. Estos desarrollos son coherentes con las proyecciones de crecimiento de la actividad, la demanda y el tipo de cambio contempladas en el Informe de Política Monetaria de septiembre.

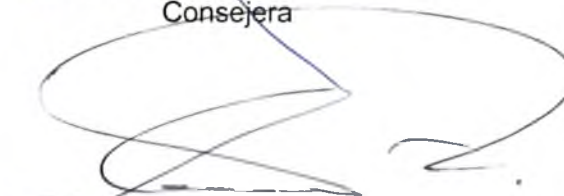
El panorama externo se prevé algo menos alentador. Por una parte se ha prolongado la vigencia de altos precios de los combustibles. De mantenerse esta situación, se podría generar un crecimiento global menor que el anticipado hace unos meses. Por otra parte, los mercados financieros se han tornado más cautelosos ante las economías emergentes, principalmente por aprensiones respecto de las condiciones financieras en algunos países de Asia y de América Latina. Estos hechos se suman al escenario de lento dinamismo de la demanda interna y requieren de una actitud cautelosa y flexible de la política monetaria. En tal sentido, el Banco Central seguirá atento a todos los riesgos que amenacen el objetivo inflacionario."

El Consejo aprueba el texto del comunicado.

Se levanta la sesión a las 17,30 horas.


MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera


JORGE MARSHALL RIVERA
Presidente Subrogante


MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe


JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero

Incl.: Anexo I y Anexo II.



**ANEXO I****Simulación de una tasa de política monetaria nominal (TPMN):**

Consideraciones similares a las que motivan las opciones de política en el caso actual se aplican bajo una tasa de política monetaria nominal, aunque la TPMN debe llevar implícito el nivel de inflación esperada por parte del Banco y eventualmente un premio por riesgo inflación. Por tanto, un movimiento al alza de la TPMN puede reflejar tanto que el Banco Central cree que es necesaria un alza en los tipos reales de interés, como que la tasa de política necesita un ajuste ante un cambio relevante en las expectativas de inflación o en la volatilidad de la misma.

En Anexo II se detallan distintas simulaciones realizadas para la trayectoria hipotética de la TPMN durante el presente año, bajo distintos supuestos respecto de la forma en que se computan las expectativas de inflación. Llama la atención que en tres de las cuatro simulaciones, la trayectoria de la TPMN es exactamente equivalente a la de la TPM indizada. En este resultado es crucial la restricción impuesta a los movimientos en la TPMN, en el sentido en que esta tasa sólo se ajusta en la reunión de política correspondiente si el cambio previsto según la ecuación de Fisher supera los 25 puntos base (de modo de evitar cambios chicos, menores a 25 p.b., tal como en cierta forma se hace en la actualidad con los cambios en la TPM).

En términos analíticos, si se calcula un objetivo hipotético para la tasa de interés nominal interbancaria agregándole a la TPM, actualmente en UF + 5,0%, un promedio ponderado de la expectativa de inflación para los próximos 12 y 24 meses y un premio por riesgo inflación¹, se tiene:

$$(1) \quad i_{\text{objetivo},t} = r_t + \text{premio} + \alpha * \Pi_{t+12}^e + (1-\alpha) * \Pi_{t+24}^e$$

donde i es la tasa de interés nominal objetivo, r es la TPM y Π_{t+12}^e es la inflación esperada durante los próximos k meses.

Si tomamos los supuestos del primer ejercicio de simulación del Anexo II, la tasa de inflación esperada se construye como un promedio ponderado de la proyección de los analistas privados, obtenida a partir de la encuesta mensual de expectativas, y de la proyección de inflación realizada en la GPM con base en el modelo estructural de política MEP. Así:

$$(2) \quad \Pi_{t+k}^e: \beta * E\Pi_{t+k}^{\text{encuesta}} + (1-\beta) * E\Pi_{t+k}^{\text{MEP}} \quad \text{donde se usó un } \beta = 0,5$$

El cálculo se realiza con un $\alpha = 0,5$. El premio por riesgo se estima en 49 pb, a partir de la información disponible para el presente año. Finalmente, y como se señaló anteriormente, se computa la tasa de interés nominal de política (TPM nominal) con una regla que permite reducir la volatilidad de la TPM objetivo. Así, la TPM nominal en t sólo cambia si el valor absoluto de la diferencia entre la TPM objetivo y la TPM nominal observada en $(t-1)$ es mayor que 25 puntos base.

$$(3) \quad i_t \neq \text{si } | i_{\text{objetivo},t} - i_{t-1} | > 0,25$$

¹ Este premio NO está incluido en los cálculos del Anexo II.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Con estos antecedentes, y si se toma la opción de mantener la actual TPM de UF más 5%, **la TPMN recomendada sería de 9,00%**. La tasa objetivo nominal es, en forma precisa y de acuerdo a la ecuación (1), 9,07%, algo mayor al 9,05% calculado para octubre y al 8,99% simulado para septiembre, lo cual refleja los leves aumentos en las expectativas de inflación. Estos, sin embargo, no han sido suficientes para gatillar un cambio en la TPMN, la que, desde el 28 de agosto, habría estado en 9,00%.²

² Nótese que un supuesto importante en estas simulaciones es que el premio por riesgo de inflación permanece constante en 0,49%, a pesar del aumento esperado en la inflación. Si se incorporara un concepto variable de este premio (tal como lo refleja la llamada "señal de inflación"), el resultado no se alteraría mayormente si se promediara esta variable con otras medidas de expectativas de inflación (parecido al ejercicio 4 del Anexo II), pero sí se alteraría si sólo consideramos la señal de inflación (parecido al ejercicio 3).



ANEXO II

Cálculo de una tasa de política monetaria nominal (TPM nominal) sin considerar premio por riesgo inflación

En esta nota se calcula un objetivo hipotético para la tasa de interés nominal interbancaria. Para ello, a la TPM, actualmente UF + 5,0%, se le adicionó un promedio ponderado de la expectativa de inflación para los próximos 12 y 24 meses¹.

$$(1) \quad i_{\text{objetivo},t} = r_t + \alpha * \Pi_{t+12}^e + (1-\alpha) * \Pi_{t+24}^e$$

donde i es la tasa de interés nominal objetivo, r es la TPM y Π_{t+k}^e es la inflación esperada durante los próximos k meses. El cálculo se realizó con un $\alpha = 0,5$.

A su vez, la tasa de inflación esperada se construyó como un promedio ponderado de la proyección de los analistas privados, obtenida a partir de la encuesta mensual de expectativas, y de la proyección de inflación realizada en la GPM con base en el modelo estructural de política MEP así:

$$(2) \quad \Pi_{t+k}^e: \beta * E\Pi_{t+k}^{\text{encuesta}} + (1-\beta) * E\Pi_{t+k}^{\text{MEP}} \quad \text{donde se usó un } \beta = 0,5$$

Finalmente, se computó la tasa de interés nominal de política (TPM nominal) con una regla que permite reducir la volatilidad de la TPM objetivo. Así, la TPM nominal en t sólo cambia si el valor absoluto de la diferencia entre la TPM objetivo y la TPM nominal observada en $(t-1)$ es mayor que 25 puntos base.

$$(3) \quad i_t \neq \quad \text{si } | i_{\text{objetivo},t} - i_{t-1} | > 0,25$$

Los cálculos se pueden observar en el Cuadro 1. En el Gráfico 1 se muestra que el comportamiento de la TPM en UF durante el presente año es exactamente igual al comportamiento que hubiera tenido una TPM nominal así construida.

En el Cuadro 2 se presenta un ejercicio alternativo donde la inflación esperada corresponde exclusivamente a la inflación que los analistas privados pronostican para los próximos doce meses, de acuerdo con la encuesta mensual realizada por la GPM. Es decir, α y β son iguales 1. En el Gráfico 2 se observa que una TPM nominal así construida habría tenido un comportamiento similar a la TPM pero partiendo de un nivel inferior en enero. Por tanto, sus incrementos iniciales habrían sido mayores.

En el Cuadro 3 se presenta un cálculo similar al anterior ($\alpha, \beta = 1$) pero aquí, en lugar de la encuesta de expectativas, se usa la inflación esperada implícita en los documentos PDBC a un año². El Gráfico 3 muestra que cuando se considera sólo la señal de inflación a un año de los documentos del Banco Central, la dinámica de la TPM nominal es diferente pues habría aumentado en octubre y noviembre cuando, por el contrario, la tasa de política en UF ha permanecido constante en esos meses.

¹ Es importante resaltar que en el cálculo no se incluyó ninguna prima de riesgo inflacionario.

² Corresponde a la diferencia entre los PDBC360 y la tasa de los PRC cero cupón a un año.



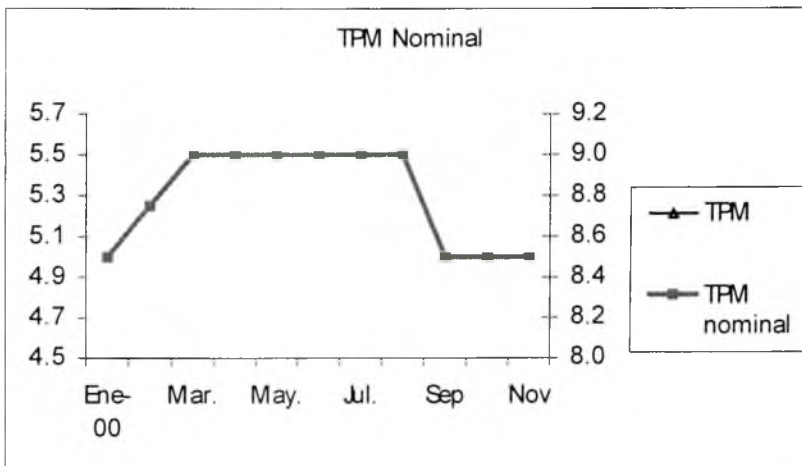
BANCO CENTRAL DE CHILE

El cuarto ejercicio se muestra en el Cuadro 4. En la construcción de la inflación esperada aquí se considera, con la misma importancia (1/3), la inflación esperada proveniente de la encuesta, la señal de inflación extraída de los PDBC360 y la proyección de inflación para los doce meses siguientes del MEP. Su comportamiento es muy similar al observado por la TPM durante el año en curso.

Cuadro 1

	TPM	Inflación Encuesta		Inflación Proyección MEP		TPMN Obietivo	TPM nominal
		12 meses	24meses	12 meses	24 meses		
Ene-00	5.00	3.60	3.50	4.392	2.821	8.578	8.500
Feb.	5.25	3.87	3.50	4.311	2.824	8.876	8.750
Mar.	5.50	4.00	3.50	4.231	2.827	9.140	9.000
Abr.	5.50	3.88	3.50	4.069	2.833	9.069	9.000
May.	5.50	3.87	3.50	3.746	2.846	8.989	9.000
Jun.	5.50	3.91	3.50	3.722	2.841	8.993	9.000
Jul.	5.50	3.90	3.50	3.698	2.837	8.984	9.000
Ago.	5.50	3.97	3.50	3.650	2.829	8.986	9.000
Sep	5.00	4.03	3.60	3.553	2.812	8.500	8.500
Oct	5.00	4.07	3.58	3.900	2.700	8.560	8.500
Nov	5.00	4.17	3.57	3.900	2.700	8.583	8.500

Gráfico 1





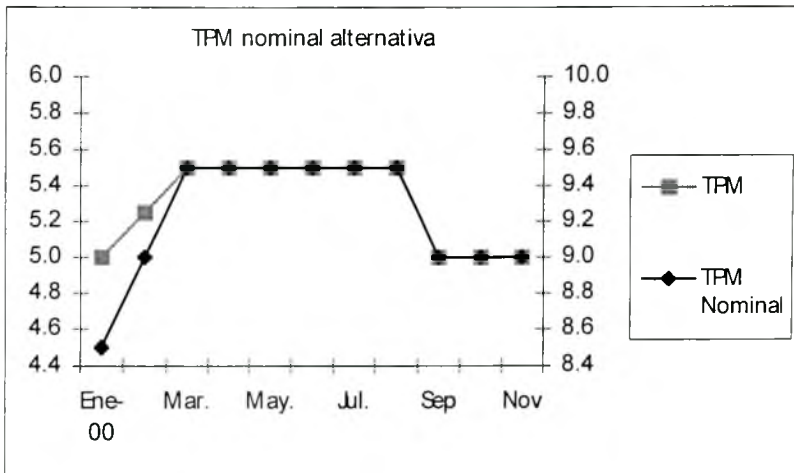
BANCO CENTRAL DE CHILE

Cuadro 2

	TPM	Inflación Encuesta		Inflación Proyección MEP		TPM Objetivo	TPM Nominal
		12 meses	24meses	12 meses	24 meses		
Ene-00	5.00	3.60	3.50	4.392	2.821	8.600	8.500
Feb.	5.25	3.87	3.50	4.311	2.824	9.117	9.000
Mar.	5.50	4.00	3.50	4.231	2.827	9.500	9.500
Abr.	5.50	3.88	3.50	4.069	2.833	9.375	9.500
May.	5.50	3.87	3.50	3.746	2.846	9.367	9.500
Jun.	5.50	3.91	3.50	3.722	2.841	9.408	9.500
Jul.	5.50	3.90	3.50	3.698	2.837	9.400	9.500
Ago.	5.50	3.97	3.50	3.650	2.829	9.467	9.500
Sep	5.00	4.03	3.60	3.553	2.812	9.033	9.000
Oct	5.00	4.07	3.58	3.900	2.700	9.067	9.000
Nov	5.00	4.17	3.57	3.900	2.700	9.167	9.000

Escenario que sólo incluye la inflación en 12 meses de la encuesta de expectativas

Gráfico 2



Handwritten signature



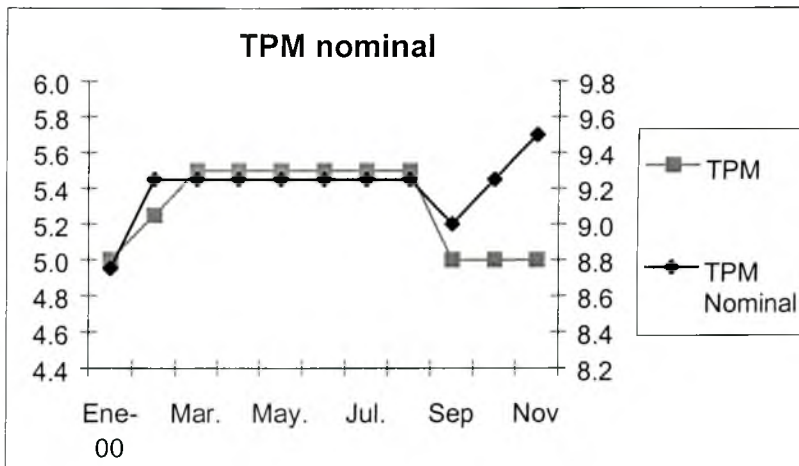
BANCO CENTRAL DE CHILE

Cuadro 3

	Señal de inflación(*) Premio			TPM Objetivo	TPM Nominal
	TPM	12 meses	riesgo		
Ene-00	5.00	4.32	0.49	8.832	8.750
Feb.	5.25	4.50	0.49	9.264	9.250
Mar.	5.50	4.43	0.49	9.441	9.250
Abr.	5.50	4.11	0.49	9.121	9.250
May.	5.50	4.16	0.49	9.170	9.250
Jun.	5.50	4.41	0.49	9.422	9.250
Jul.	5.50	4.24	0.49	9.251	9.250
Ago.	5.50	4.21	0.49	9.218	9.250
Sep	5.00	4.47	0.49	8.978	9.000
Oct	5.00	4.77	0.49	9.283	9.250
Nov	5.00	5.01	0.49	9.522	9.500

(*) Corresponde a la diferencia entre los PDBC360 y la tasa de los PRC cero cupón a un año

Gráfico 3



Cuadro 4

	Señal de inflación(*) Premio			Inflación Encuesta	Inflación MEP	Inflación Proyección MEP	
	TPM	12 meses	riesgo	12 meses	12 meses	TPM Objetivo	TPM nominal
Ene-00	5.00	4.32	0.49	3.60	4.392	8.941	9.000
Feb.	5.25	4.50	0.49	3.87	4.311	9.314	9.250
Mar.	5.50	4.43	0.49	4.00	4.231	9.557	9.500
Abr.	5.50	4.11	0.49	3.88	4.069	9.355	9.500
May.	5.50	4.16	0.49	3.87	3.746	9.261	9.500
Jun.	5.50	4.41	0.49	3.91	3.722	9.351	9.500
Jul.	5.50	4.24	0.49	3.90	3.698	9.283	9.500
Ago.	5.50	4.21	0.49	3.97	3.650	9.278	9.500
Sep	5.00	4.47	0.49	4.03	3.553	8.855	9.000
Oct	5.00	4.77	0.49	4.07	3.900	9.083	9.000
Nov	5.00	5.01	0.49	4.17	3.900	9.196	9.000

gm