

MINUTA

Acta correspondiente a la Sesión Ordinaria de Política Monetaria N° 20 celebrada el 12 de junio de 2001

ASISTENTES

a) Consejeros, señores:

Carlos Massad Abud
Jorge Marshall Rivera
María Elena Ovalle Molina

b) Otros participantes, señores:

Camilo Carrasco Alfonso (Gerente General);
Miguel Angel Nacur Gazali (Fiscal y Ministro de Fe);
Felipe Morandé Lavín (Gerente de División Estudios);
Luis Oscar Herrera Barriga (Gerente de División Política Financiera);
Esteban Jadresic Marinovic (Gerente de División Internacional);
Klaus Schmidt-Hebbel Dunker (Gerente de Investigación Económica);
Ricardo Vicuña Poblete (Gerente de Información e Investigación Estadística);
Cecilia Feliú Carrizo (Secretaria Ejecutiva Gabinete de la Presidencia);
Cecilia Navarro García (Jefe de Prosecretaría)

1. ACUERDO : Reducir la tasa de interés de política monetaria desde UF+3,75% a UF+3,50%.
2. MATERIA : Reunión Mensual de Política Monetaria correspondiente a junio 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 junio de 2001:

Puntos Destacados:

- Las presiones inflacionarias permanecen contenidas y no se aprecia un riesgo inminente de cambio en esta situación.
- Se ha reducido la posibilidad de un ajuste mayor en el crecimiento de Estados Unidos (EE.UU.) y, a pesar que ha continuado la turbulencia en la región, el canje de deuda argentina permite prever una relativa estabilidad aunque sólo por algún tiempo.
- Hay señales positivas en la evolución del dinero, del crédito, de las ventas inmobiliarias y levemente en el caso del empleo en la industria.
- Sin embargo, es necesario mencionar que la evolución negativa de las importaciones y del consumo aún obliga a observar con cautela el proceso de recuperación del crecimiento.

I. Evolución Reciente de los Precios

- Persiste el escenario de presiones inflacionarias contenidas que se ha venido observando desde hace varios meses. En mayo, la inflación anual mostró un leve incremento (3,7% en doce meses), siendo éste un fenómeno esperado y directamente relacionado con los aumentos del precio de los combustibles. Además, se sumaron mayores tarifas de los servicios regulados (microbuses y electricidad) y aumentos estacionales de los productos perecibles.
- Este incremento en la inflación total es de carácter transitorio toda vez que se anticipa una reversión parcial de los precios de los combustibles. La inflación de tendencia, por su parte, se mantiene estable, según se desprende del IPCX, el que muestra un crecimiento en doce meses de 2,6% en mayo.

II. Escenario Internacional

- Desde el cierre del Informe de Política Monetaria de mayo, ha disminuido parcialmente el temor a que el dinamismo de la economía de Estados Unidos continúe reduciéndose. En el caso de América Latina, ha habido generalizados ajustes a la baja en las proyecciones de crecimiento de las tres economías más importantes (Argentina, Brasil y México). Con todo, la proyección de crecimiento mundial, de acuerdo a la información de Consensus Forecast de mayo, es marginalmente inferior (0,1%) a lo que se tenía en la última reunión de política monetaria, pero las perspectivas de mediano plazo parecen algo menos volátiles a raíz de los mejores resultados de la economía norteamericana esperados para el año 2002.
- El precio de los productos básicos ha evolucionado en forma consistente con el anterior escenario de crecimiento. En la medida que la demanda mundial se ha estabilizado, se ha detenido el proceso de incremento en los inventarios de cobre iniciado a partir de marzo. Por esta razón, las proyecciones se mantienen en US\$0,80 por libra para el presente año y US\$0,90 por libra para 2002. De otra parte, el precio del petróleo ha mostrado una tendencia al alza en los últimos días debido a un leve retroceso en los inventarios. Así, el promedio de los últimos 30 días para el precio futuro del petróleo se sitúa por encima de lo proyectado en el Informe de Política Monetaria de mayo.
- Las perspectivas para las tasas de interés de política se han movido en línea con la evolución esperada de la actividad mundial. En la actualidad, los mercados anticipan, en promedio, un último recorte de 25 puntos base en la tasa de interés de Estados Unidos. Respecto del euro, el Banco Central Europeo se ha resistido a rebajar la tasa de interés, pero los mercados esperan que éstas sean reducidas hacia el último trimestre del año entre 25 y 50 puntos base. En términos de spreads soberanos, a pesar de las turbulencias en Argentina, Chile mantiene su posición respecto del mes anterior. En efecto, el spread soberano en mayo fue en promedio de 169 puntos base, que es levemente inferior al del mes anterior.

III. Mercados Financieros

- Los agregados monetarios más líquidos -circulante y M1A- han consolidado su tendencia de crecimiento en términos de niveles reales desestacionalizados, ajustados por la evolución de la tasa de interés nominal, que se viene apreciando desde marzo pasado. Esta medición se relaciona con la demanda por dinero por motivo de transacciones y constituye un indicador anticipado de la actividad económica. Su comportamiento dinámico de los últimos meses, así como la aceleración del crecimiento de las colocaciones y las bajas tasas de interés (en relación con parámetros históricos), permiten prever un incremento en el dinamismo de la actividad económica durante el segundo semestre.
- Las colocaciones totales de crédito en mayo mostraron un fuerte incremento, destacándose en este período el importante aumento de las colocaciones efectivas en moneda nacional. Lo anterior era esperado dados los niveles más bajos que hay actualmente en las tasas de interés para este tipo de operaciones. En términos desagregados, el crédito al sector privado mostró

una importante recuperación en abril, en especial el destinado a empresas. Se estima que esta situación se mantuvo en mayo como consecuencia de una mayor reprogramación de las deudas de las pequeñas y medianas empresas.

- En términos de las expectativas sobre la evolución de las tasas de interés, la principal novedad desde la última reunión de política monetaria es que existe claridad que el mercado no espera reducciones adicionales de la tasa de interés de política monetaria. La tasa del PRBC a 90 días se ubica actualmente en niveles muy cercanos al de la tasa de política monetaria y las tasas de interés de más largo plazo se han situado en torno a 5,15% en el caso del PRC 8 y 5,7% para los PRC 20. De esta estructura de tasas de interés se puede deducir (curva forward) que hay expectativas de aumentos de la tasa de política monetaria entre 25 y 50 puntos base hacia fines de año.
- Las tasas de interés de largo plazo han mostrado en lo más reciente un comportamiento algo volátil, influido por vaivenes en las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos y los cambios observados recientemente en la composición del portafolio de los agentes hacia dólares, bonos y acciones. En efecto, parte de estos cambios en el portafolio obedece a la incertidumbre respecto de Brasil y Argentina. Sin embargo, también ha afectado la importante colocación de bonos privados en el mercado local y la futura reforma al mercado de capitales, la que ha traído perspectivas algo más optimistas sobre la evolución futura de la economía.
- Por su parte, el tipo de cambio también ha mostrado una mayor volatilidad durante las últimas semanas, con tendencia a la depreciación. Esto no sólo se ha manifestado en el tipo de cambio spot, sino que ha desplazado hacia arriba todos los precios a futuro. Es indudable que la coyuntura reciente en Argentina ha jugado un rol en estos movimientos en el mercado cambiario, así como también, tal como ya se mencionó, ha elevado marginalmente las tasas de interés de largo plazo. Después del megacanje de la deuda externa argentina, calificado como "exitoso" por la mayoría de los analistas, la volatilidad del mercado cambiario debiera aminorarse y aflojar la presión sobre el peso. Sin embargo, las crecientes dudas sobre algunos aspectos relevantes de la economía brasileña pueden impedir en el corto plazo una tendencia más clara de apreciación del peso.
- No obstante la aparente debilidad del peso en los meses recientes, el tipo de cambio real ha acumulado una leve depreciación, del orden de 0,4% entre marzo y abril, y de sólo un 1,8% en lo que va corrido de este año. En ello ha incidido la renovada fortaleza del dólar frente al euro y la mayoría de las monedas del mundo.
- La trayectoria de depreciación implícita que se deduce de los futuros de monedas es de 3,4% respecto del dólar y de 1,7% para el TCM5 en el horizonte de un año. Esto contrasta con un diferencial de tasas de interés reales de largo plazo cercano a cero, el cual es coherente con un tipo de cambio real relativamente estable o apreciándose. Además, una aceleración de la actividad interna y una atenuación de las turbulencias en los mercados financieros internacionales, tampoco es consistente con una tendencia de depreciación aún mayor del tipo de cambio real, al menos, en la acepción de equilibrio. En síntesis, no existen razones poderosas para alterar el supuesto de trabajo efectuado en el Informe de mayo, en cuanto a que el tipo de cambio real se mantendrá estable en el horizonte de los siguientes 24 meses.

IV. Actividad y empleo

- En el primer trimestre, las cifras de actividad muestran un crecimiento de 3,3% para el PIB y 3,9% para la demanda interna. Durante el mes de abril, las ventas y la producción industriales mostraron crecimientos positivos después de dos meses de caídas. Este repunte está relacionado principalmente con el rubro de alimentación y en menor medida con la evolución de los bienes de consumo intermedio. No obstante, las estimaciones preliminares del Imacec de abril y mayo revelan un crecimiento por debajo del observado en el primer trimestre, en gran medida como consecuencia de una fuerte reducción del gasto global (posiblemente resultado de ajustes de inventarios) en esos meses.

- Por otro lado, la formación bruta de capital mostró un grado de dinamismo durante el primer trimestre, impulsada positivamente por las obras de ingeniería. Dado que éstas son más intensivas en mano de obra que otros tipos de construcción, se espera un aumento del empleo en dicho sector.
- El empleo de los sectores industrial y comercial tuvo una evolución positiva durante abril, mostrando un aumento en la ocupación de 20 mil personas. Esto permite atenuar el escenario negativo de la evolución del empleo, debido a que estos sectores concentran un alto porcentaje del total de la ocupación. Pese a ello, la tasa de desempleo aumentó a 9,1%, en gran medida por efecto de la estacionalidad propia de esta época del año.
- Los salarios reales siguen creciendo a tasas relativamente altas (1,7% real en doce meses), de manera que se mantienen como un factor que inhibe el proceso de recuperación del empleo. No obstante, en el margen se observan signos de desaceleración en esta variable. Así, los índices de remuneraciones reales totales y del sector privado registraron caídas de 0,2% y 0,4%, respectivamente, con respecto al trimestre móvil anterior. Además los costos laborales unitarios presentan una ligera reducción en términos anuales.
- En lo relacionado con el comercio exterior, durante abril las exportaciones han crecido fuertemente, tanto las industriales como las mineras. Por el contrario, las importaciones han evolucionado muy por debajo de lo esperado, mostrando crecimientos anuales negativos especialmente en el caso de las importaciones de bienes de consumo (-13%) y de bienes intermedios (-5,7%). En parte, esto se debe al efecto sustitución hacia productos nacionales que genera el tipo de cambio más alto. No obstante, también este puede ser el resultado de que el consumo en general ha continuado plano y, como consecuencia, se han producido fuertes ajustes de inventarios.
- El gasto público con impacto macroeconómico se expandió un 5,0% el primer trimestre del 2001, lo cual es consistente con el presupuesto para el año. Sin embargo, los ingresos tributarios crecieron moderadamente (2,5%), dada una evolución de la actividad menor que la esperada por el gobierno. Lo anterior implica una proyección del déficit global contable para este año superior a la prevista, estimada en 0,5% del PIB. Sin embargo, este déficit podría ser levemente mayor si se considera que el cálculo del gobierno supone un crecimiento de 4,5% para el año, cifra que parece optimista. Con todo, el comportamiento de las finanzas públicas revela un impulso fiscal expansivo tanto como resultado de un incremento del gasto por encima del crecimiento de la economía, como por una recaudación tributaria menor.

V. Perspectivas

- Se prevé que la inflación total se mantendrá en cifras similares a las de mayo durante lo que resta del segundo trimestre y comienzos del tercero, pero que se reducirá en el último cuarto del año. En esta trayectoria de la inflación confluyen diversos factores. En primer lugar, las holguras de la economía. En segundo lugar, durante el cuarto trimestre de este año se debiera producir una caída de la inflación anual como consecuencia de la elevada base de comparación en el mismo período del 2000, asociada a los incrementos en los precios de los combustibles de entonces y que no debieran repetirse a fines del presente año. Esto se ve compensado, en parte, por el traspaso de la depreciación reciente a la inflación y por la descompresión paulatina de los márgenes de comercialización que se espera con la reactivación de la demanda.
- La depreciación del peso sólo ha tenido efectos indirectos sobre la inflación ligados a los mecanismos de reajuste de los servicios regulados. En cuanto a los márgenes del comercio, éstos continuaron mostrando un estancamiento en mayo, comportamiento que se observa desde mediados del primer trimestre. Por ahora, los precios de los bienes durables permanecen en los niveles que se observaron hace un año. Por otra parte, el crecimiento de los salarios reales no ha producido presiones inflacionarias debido a que el incremento de la productividad ha moderado los costos laborales unitarios (caen en 0,7% anual). Una reversión en cualquiera de estos dos factores, algo no improbable, significará un aumento en las presiones sobre la inflación hacia fines de este año y comienzos del próximo.

- Las perspectivas de una aceleración del crecimiento de la actividad económica, por su parte, se sustentan en que anticipan el comportamiento dinámico del dinero y las colocaciones, sumado a las bajas tasas de interés, un peso depreciado, el repunte observado en el empleo de la industria y el comercio y la mantención de indicadores relativamente dinámicos en la construcción y la inversión. No obstante, la realidad en el corto plazo muestra el consumo estancado, las importaciones cayendo y la tasa de desempleo al alza. Está entonces por verse si el mejoramiento en las expectativas de los agentes que se ha podido apreciar en las últimas semanas se sostiene en el tiempo y acompaña a los indicadores positivos mencionados.

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

- Uno de los asistentes señala que, si bien hay mayores holguras, reflejo de una actividad y un empleo más débiles, se presentan antecedentes nuevos que pueden implicar mayores presiones inflacionarias en el mediano plazo. En primer lugar, se señala que el tipo de cambio nominal está más depreciado de lo que las proyecciones del Informe de mayo planteaban y, aunque el traspaso a inflación de dicha depreciación aún no se materializa, plantea una presión inflacionaria de mediano plazo. El segundo elemento importante es que los indicadores monetarios y crediticios siguen creciendo a dos dígitos, lo cual es indicio de una mayor actividad futura. En tercer lugar, el precio internacional del petróleo se encuentra en niveles superiores a los previstos en el Informe de mayo. Además, se indica que la evolución del precio del cobre se aleja cada vez más de los US\$0,80 por libra para este año y de los US\$0,90 para el próximo. Por todos los elementos señalados, en lo inmediato, hay más elementos de preocupación para la inflación de mediano plazo.
- Por otra parte, otro de los asistentes, refiriéndose al Informe, menciona brevemente que éste establece una diferencia bastante significativa entre lo que es la depreciación del tipo de cambio del dólar versus el de un conjunto en monedas. Si se hace la comparación a un año plazo, se indica que se obtiene una depreciación del peso respecto del dólar del orden de 15%, pero respecto de las monedas principales es del orden de 7%, por lo tanto, las consecuencias inflacionarias internas son distintas pues se va a obtener una menor inflación externa proveniente de las importaciones de los socios comerciales.
- Complementando lo anterior, un tercer participante de la reunión señala que el dólar en el mercado internacional se ha apreciado en forma importante desde hace un mes a la fecha. Por ejemplo, si se compara con respecto al euro, durante el último mes hubo una apreciación del dólar del orden del 4%, cifra bastante significativa que también se reproduce en el caso de la libra esterlina y de otros mercados, incluyendo el caso chileno. Esto hace que la apreciación del dólar modere el efecto de la depreciación del peso como una fuente de presión inflacionaria.
- Respecto de las devaluaciones de las demás monedas, se manifiesta que no existe evidencia clara que demuestre que el tipo de cambio multilateral sea un mejor indicador de la competitividad del país o más relevante para el traspaso de precios externos a precios domésticos que el tipo de cambio bilateral. El tipo de cambio multilateral supone que hay un traspaso pleno de shocks de los tipos de cambio bilaterales de los países al tipo de cambio multilateral chileno, ponderados por la participación de la moneda correspondiente. Esto, sin embargo, no parece ser consistente con el comportamiento de los precios domésticos, debido a dos razones. Primero, los precios internacionales de los productos exportados se fijan en dólares de acuerdo con las condiciones competitivas en el respectivo mercado mundial y, segundo, los precios locales (en este caso en Chile) de dichos productos se fijan de acuerdo con las condiciones del mercado local. Este comportamiento de precios ("pricing to local markets") parece ser particularmente importante en el caso de los bienes importados manufacturados, cuyos márgenes de intermediación en los mercados locales han demostrado variar significativamente con el ciclo local. Por lo tanto, el tipo de cambio multilateral no parece ser un buen indicador de precios locales de productos importados.
- Otro punto que se destaca es que, por el lado del precio del petróleo, efectivamente los

antecedentes recientes apuntan a un precio un poco mayor para este año que lo que se proyectó en el último Informe de Política Monetaria, lo cual tiene algunos efectos de presiones inflacionarias. Sin embargo, se cree que también vale la pena hacer notar que, las encuestas están apuntando hacia proyecciones de inflación un poco más bajas que lo que había un tiempo atrás. Por lo tanto, se concluye que no se debe proyectar una inflación más alta, para lo que queda de este año y el próximo.

- Respecto de los indicadores monetarios y crediticios, uno de los asistentes manifiesta que éstos están disponibles para los analistas principales del país, los cuales, después de observar los mismos datos que se están considerando en esta reunión, proyectan hacia abajo el crecimiento esperado, para éste y el próximo año.
- Adicionalmente, indica que no parece menor la corrección a la baja de la encuesta de expectativas de junio en el cuadro de la inflación a diciembre del próximo año. Estima que si se introduce un porcentaje de la actividad económica bajo el proyectado, dependiendo de cual sea la magnitud de inflación al año 2002, se está en presencia de un cambio bastante significativo en términos de perspectivas de inflación, que son claramente por debajo de lo que se tenía un mes atrás.
- Se señala que existe un par de elementos que apuntan en dirección positiva aparte del mercado monetario y que se refieren al ámbito industrial y de la construcción. El resto de los elementos no muestra signos positivos, en particular el empleo y el gasto. Las holguras aparecen tanto en el plano de la brecha producto, como en el plano de la tasa de inflación proyectada. En ambos casos hay márgenes de holgura que se han acrecentado respecto de los que se tenía en el Informe de Política Monetaria de mayo pasado.
- Se indica que se ha estado permanentemente por debajo de las proyecciones, y eso genera un grado de preocupación. A un mes de entregadas las proyecciones oficiales, el escenario alternativo de crecimiento, que contenía un riesgo a la baja en el crecimiento, ya se materializó. Esto es considerado como un síntoma en cuanto a la rapidez del cambio de los acontecimientos.
- Respecto del efecto de una reducción de la tasa de interés sobre el tipo de cambio y sobre la inflación, se señala que los modelos que utilizan información histórica entregan evidencia que una depreciación real del peso es expansiva, es decir, genera cambios de los precios relativos, implicando un estímulo sobre la actividad económica que finalmente termina incrementando el PIB. Sin embargo, ejercicios de correlación de la depreciación en 12 meses y el crecimiento en 12 meses del Imacec, señalan que se genera una especie de "curva J", es decir, habría un período de 11 meses en que la depreciación puede tener un efecto contractivo sobre el Imacec a través de canales que van por el lado de la demanda agregada, para luego a partir del mes 11 tener un efecto expansivo en los 20 meses siguientes.
- Por el lado de la demanda, se pueden distinguir entre los efectos sustitución (intra e intertemporales) y los efectos ingreso y riqueza de una devaluación real. En el caso de Chile, se dice que el efecto riqueza es negativo porque el país es deudor neto, con pasivos internacionales del orden de 50% del PIB. Por el lado de la oferta es importante considerar la velocidad de reasignación de los recursos productivos del sector de bienes no transables hacia el sector transable, en combinación con la velocidad de maduración de los proyectos de inversión en los sectores transables. Se manifiesta que esta velocidad es mucho menor en la economía chilena que en las economías de Asia Oriental, que producen bienes industriales. La maduración de las inversiones en el sector de bienes transables es más lenta en Chile, por lo que la respuesta productiva a una devaluación real permanente es inicialmente negativa (por la contracción de los sectores no transables), siendo positiva recién en el mediano o largo plazo.
- Uno de los miembros de la reunión piensa que el pesimismo respecto de las proyecciones actuales no tiene fundamento porque esas proyecciones provienen básicamente del hecho que el primer semestre se creció menos de lo esperado. Agrega que dicho menor crecimiento no se va alterar y que hay que analizar las perspectivas para el segundo semestre y para el próximo año. Estima que las perspectivas de crecimiento para el segundo semestre de este año y para

el próximo no han variado tan fundamentalmente. Agrega que en el último tiempo se ha estado discutiendo especialmente sobre los aspectos legales, institucionales, expectativas, etc., justamente porque se consideraba que la tasa de interés no era el único instrumento para impulsar la demanda. Plantea dudas respecto de la eficacia que tendrá la tasa de interés en la actual coyuntura, manifestando incluso la posibilidad de un riesgo inflacionario de mediano plazo.

- Una baja de la tasa de interés de política monetaria podría justificarse sobre la base que las presiones de inflación de corto plazo están acotadas ante las holguras de un menor crecimiento que el determinado en el escenario base del Informe de mayo, con un prolongado desempleo y un consumo estancado. Sin embargo, estima necesario considerar, sin perjuicio de lo anterior, que hay perspectivas de aceleración del crecimiento de la actividad económica, sustentadas a la fecha por el crecimiento del dinero de 15% y el aumento de las colocaciones de 7% a 8%, sumado a las bajas de interés, un peso depreciado, el repunte observado en el empleo de la industria y el comercio y la mantención de indicadores relativamente dinámicos en la construcción y la inversión.
- Otro participante considera que hay que analizar los riesgos en forma independiente. En primer lugar, en los riesgos externos existe la impresión que los análisis recientes indican que se han moderado, al menos en un horizonte de dos o tres meses hacia adelante, lo cual hace estimar que el riesgo de actuar en materia de tasa de interés no sería tan elevado. En segundo lugar, se señala que están presentes los riesgos de precios, los cuales han aumentado en el mediano plazo. Sin embargo, el Banco Central posee elementos para enfrentar la situación oportunamente, tal como lo hizo a comienzos del año 2000. En tercer lugar, están los riesgos de demanda. Agrega que la cifra que se obtiene de la encuesta de expectativas de junio de crecimiento del segundo semestre y la del próximo año, no está corrigiendo el menor crecimiento del primer semestre. Es decir, lo que el mercado está indicando es que el nivel de la demanda será menor que lo anticipado todo el segundo semestre y el próximo año, existiendo mayores holguras en la actividad de lo que había un mes atrás. Además, es posible que en la actual coyuntura los rezagos de los efectos de la política monetaria sean mayores que lo que fueron en el pasado.

A continuación, la Gerencia de División Estudios presenta las siguientes opciones de política monetaria.

- El cuadro macro que presenta el Informe mensual revela un fuerte contraste entre los indicadores de gasto y actividad más recientes, en su mayoría poco alentadores, y los indicadores monetarios y financieros, que anticipan un creciente dinamismo de la economía interna a partir del segundo semestre. En otras palabras, los hechos centrales muestran a una economía creciendo a un ritmo en torno a 3% el primer semestre (por debajo de lo previsto en el Informe de Política Monetaria de mayo), una inflación que mantiene una trayectoria controlada, un desempleo al alza y unas importaciones débiles. Pero, al mismo tiempo, el dinero sostiene un crecimiento a tasas anuales de dos dígitos, las colocaciones se aceleran desde marzo, el peso no repunta y las tasas de interés se mantienen en rangos como los observados después de la última rebaja de la tasa de política monetaria en abril.
- La relación entre ambos grupos de indicadores exhibe, en el margen, y desafortunadamente, un cierto grado de inestabilidad. En efecto, los modelos de indicadores líderes basados en variables financieras, prevén que el gasto y la actividad económica debieran mostrar desde mayo una tendencia creciente, para acelerarse por sobre el 5% el segundo semestre. No obstante, la información del sector real más bien señala un estancamiento del crecimiento en el segundo trimestre, muy influido por la caída en las importaciones. Hay que recordar que estos modelos anticiparon correctamente la desaceleración del gasto ocurrida entre mediados del año pasado y marzo-abril de este año.
- Las expectativas de mercado, según lo revelan los resultados preliminares de la encuesta de junio, contemplan más que nada un cambio significativo en el crecimiento esperado para este año, que pasa de 4,2% el mes pasado a un 3,8% este mes, manteniéndose un relativamente alto grado de dispersión. Las expectativas respecto de las restantes variables permanecen en cifras muy similares a las de la encuesta pasada, destacándose en este sentido la inflación (que

se corrige apenas una décima a la baja este año), la tasa de política monetaria (cuyo valor esperado se sostiene en el actual 3,75% a fines de este año y en 4,5% a fines de 2002), las tasas de interés de largo plazo (5,2 y 5,5%, respectivamente) y el tipo de cambio (\$610 por dólar y \$625 por dólar respectivamente).

- En este contexto, las opciones de política monetaria son mantener o relajar. La opción de aumentar la tasa de interés de política monetaria, aunque podría sustentarse en los indicadores financieros y crediticios y en el hecho básico que la política monetaria debe anticiparse al ciclo, parece todavía prematura hasta que un conjunto más amplio de indicadores de gasto y actividad muestren una tendencia ascendente y validen las proyecciones que hoy se derivan del dinamismo de los agregados monetarios y financieros.
- La opción de relajar podría justificarse sobre la base de que se mantiene la perspectiva de presiones de inflación acotadas ante la holgura que representaría un escenario de crecimiento más sombrío al del escenario base indicado en el Informe pasado, con prolongado desempleo y un consumo estancado. Sin embargo, si se escoge esta opción y se confirma el entorno de mayor crecimiento que anticipan los indicadores monetarios y financieros a corto andar, el riesgo de un aumento de la inflación dentro del horizonte de doce a veinticuatro meses forzaría prontamente a una reversión de esta rebaja. En este caso, la opción de rebajar ahora sólo podría justificarse por su efecto en la actividad económica a través del canal del crédito. En cambio, si en las próximas semanas se modifica sustancialmente el dinamismo de los agregados monetarios y crediticios, una rebaja se justificaría más plenamente y tal vez más allá de veinticinco puntos base.
- Finalmente, la opción de mantener es una opción de más cautela frente al contraste de evidencias al que se aludió más arriba. Es la opción de "esperar y ver" para que dicho contraste se dilucide.

Acuerdo

El Consejo acuerda reducir la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, desde UF más 3,75% a UF más 3,5%. Este acuerdo se adopta con el voto en contra de la Consejera señora Ovalle, quien estima que debe mantenerse la tasa existente.

En consideración al Acuerdo precedente, los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustan en 25 puntos base.