

## **M I N U T A**

Acta correspondiente a la Sesión Ordinaria de Política Monetaria N° 21 celebrada el 12 de julio de 2001

### **ASISTENTES**

a) Consejeros, señores:

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

b) Otros participantes, señores:

Camilo Carrasco Alfonso (Gerente General);  
Miguel Angel 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)  
Pablo García Silva (Gerente de Análisis Macroeconómico)  
Sergio Lehmann Beresi (Gerente de Análisis y Operaciones Internacionales)  
Ricardo Vicuña Poblete (Gerente de Información e Investigación Estadística)  
Cecilia Feliú Carrizo (Secretaría Ejecutiva Gabinete de la Presidencia)  
Cecilia Navarro García (Jefe de Prosecretaría)

c) Asisten también el señor Ministro de Hacienda don Nicolás Eyzaguirre Guzmán y como invitado especial, el Coordinador de Política Económica del Ministerio de Hacienda, don Rodrigo Valdés Pulido.

1. ACUERDO : Se acuerda mantener la tasa de interés de política monetaria en UF+3,50%.
2. MATERIA : Reunión Mensual de Política Monetaria correspondiente a julio 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 julio de 2001:
  - La volatilidad en los mercados financieros de la región se acentuó fuertemente durante la última semana. Dicho fenómeno afectó principalmente al valor del dólar, y sólo en menor magnitud, a las tasas de interés domésticas. Las continuas turbulencias en las economías de la región se ven en parte compensadas por perspectivas de una aceleración en el crecimiento de los Estados Unidos durante el segundo semestre. Por el lado de la economía nacional, persisten las señales positivas en la evolución del dinero, del crédito, de las ventas inmobiliarias y en algunos sectores de la industria. La lenta evolución del empleo agregado, en tanto, continúa siendo la fuente de contención del consumo y de las presiones inflacionarias. En este entorno de señales mixtas, los mercados esperan la mantención de la tasa de interés de política monetaria en su nivel actual.

### **Evolución reciente de los precios**

- En junio la inflación anual del IPC descendió a 3,6%, en gran parte por las caídas de los precios de los combustibles en las últimas semanas. El IPCX mostró una inflación de 2,7% en el mismo mes. Este gradual aumento en la inflación subyacente (0% en abril, 0,3% en mayo y 0,4% en junio) se debe principalmente a los aumentos en las tarifas reguladas y a los alimentos incluidos en el índice (en especial las carnes). En efecto, la mayor parte de los bienes durables están en un período estacional caracterizado por descensos en sus precios (vestuario y electrónica) y, además, últimamente sus márgenes han vuelto a contraerse. En julio, la tarifa del transporte público aumentará, por segunda vez en el año, por efecto del mayor valor del tipo de cambio.

## II. Entorno Internacional

- En las últimas semanas se ha consolidado la visión que la economía de Estados Unidos habría alcanzado el piso en su desaceleración hacia el final del segundo trimestre. Con ello, la proyección de crecimiento para el año se ha mantenido en torno a lo proyectado en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de mayo. Esto no ha evitado que sigan ajustándose a la baja las proyecciones de crecimiento de las economías emergentes de Asia, la zona euro y América Latina. Con todo, la proyección de crecimiento mundial, con base en Consensus Forecast de junio, es inferior en 0,1% a lo previsto en la última Reunión de Política Monetaria y 0,2% respecto del último IPoM. Las perspectivas de mediano plazo parecen algo menos volátiles, a raíz de los mejores resultados esperados para el año 2002, en la economía norteamericana.
- Por otro lado, el panorama para los términos de intercambio se ha deteriorado. El incremento en los inventarios de cobre y la caída en el precio del metal hasta valores en torno a US\$0,70 por libra revela el escaso dinamismo de la demanda mundial. Por otra parte, el precio del barril de petróleo promedió US\$ 26,5 durante el primer semestre del año. De acuerdo a las medidas y anuncios hechos por la OPEP en sus últimas dos reuniones, pareciera que no va a diferir mucho de este valor en la segunda mitad del año, pudiendo incluso moverse al alza en la medida que comience el invierno en el hemisferio norte. Ello ya se refleja en los mercados futuros, que indican un precio promedio para este año de US\$ 26 el barril y de US\$ 24 para 2002.
- En Estados Unidos el proceso de reducción de tasas de interés parece estar llegando a su fin, en línea con las perspectivas de recuperación de la actividad en los próximos meses. En la zona euro, en tanto, el Banco Central Europeo se ha resistido a rebajar la tasa de interés. No obstante, el pobre desempeño que muestra la demanda interna lleva a los mercados a esperar un relajamiento monetario hacia fines del tercer trimestre del año, de entre 25 y 50 puntos base.
- En términos de spreads soberanos, Chile mantiene su posición respecto del mes anterior. En efecto, en junio alcanzó en promedio 166 puntos base, que es levemente inferior al registrado el mes anterior. Los spreads de empresas también se mantienen acotados, entre 270 y 290 puntos base. Desde esta perspectiva, las turbulencias financieras de la región no han afectado la fortaleza financiera de la economía chilena.

## III. Mercados Financieros

- El tipo de cambio ha sentido los efectos de los problemas regionales. El peso se depreció desde niveles en torno a \$608 por dólar, la primera semana de junio, a niveles cercanos a \$648 por dólar la semana pasada, lo que representa una variación de 6,6%. Sin embargo, como otras monedas también se han devaluado fuertemente respecto del dólar norteamericano (euro 2,8%, Libra Esterlina 1,1% y Real 2,8%), la depreciación del Tipo de Cambio Multilateral (TCM) y del TCM5 ha sido considerablemente menor, cercana a 3%. Con esto, se estima que la depreciación acumulada del tipo de cambio real en el año, hasta la semana pasada, ha sido del orden de 7%.
- La trayectoria de depreciación implícita que se deduce de los mercados futuros de monedas es

de 3,7%, respecto del dólar, y de 1,9% para el TCM5 en el horizonte de un año. Esto contrasta con un diferencial de tasas de interés reales de largo plazo de -0,2%, el cual es coherente con un tipo de cambio real relativamente estable o apreciándose, respecto de su nivel actual.

- Las tasas de interés de instrumentos del Banco Central mostraron algún grado de volatilidad en los últimos días, como consecuencia de aspectos puntuales de liquidez, de las turbulencias en la región y del anuncio de licitación de Pagarés Reajustables en Dólares (PRD). Con todo, las tasas de los PRC8 y PRC20 en el mercado secundario se han mantenido en rangos de UF+4,9% a UF+5,1%, y 5,4% a 5,6%, respectivamente, mientras que las tasas de los PRBC90 han fluctuado entre UF+3,45% y 3,65%.
- Luego de la reducción de la tasa de interés de política monetaria en la reunión del 12 de junio de este año, y de las turbulencias en el mercado cambiario, los analistas, mayoritariamente, no esperan movimientos adicionales en el corto plazo.
- El comportamiento de los agregados monetarios más líquidos --circulante y M1A-- es uno de los indicadores que auguran este mayor dinamismo. Se prevé que el dinero siga creciendo a tasas reales anuales de dos dígitos durante el tercer trimestre, incluso controlado por el impacto de menores tasas de interés nominales. Los agregados monetarios más amplios (M2A y M7), por otra parte, muestran una evolución algo menos dinámica, debido fundamentalmente a que las AFP continúan recomponiendo su cartera desde documentos del Banco Central hacia instrumentos de menor plazo y mayor liquidez, y a otras alternativas de inversión, como dólares, bonos corporativos y acciones.
- El crédito total en junio mostró un incremento más moderado que en mayo, pero debido en gran medida a factores estacionales. En términos desagregados, los créditos al sector privado continúan mostrando una trayectoria creciente sustentada en el comportamiento de las colocaciones a empresas.

#### **IV. Actividad y Empleo**

- A pesar que probablemente el crecimiento anual del Imacec durante mayo sea bajo, se espera que en el segundo trimestre el PIB crezca algo por encima de 3%, con un gasto inferior en 2% al nivel del mismo período del año 2000. Esta trayectoria se sustenta en una mejor evolución de los indicadores sectoriales en junio, con relación a abril y mayo, especialmente minería, industria e importaciones.
- Al igual que en abril, durante mayo la producción industrial, en especial las ventas, mostraron una positiva evolución. Las mayores alzas estuvieron en los bienes de consumo habitual e intermedios, principalmente en los rubros de alimentos, fabricación de papeles, productos químicos y refinerías de petróleo. Para el mes de junio, se espera un crecimiento similar. La productividad agregada del sector industrial continúa creciendo debido a la nula expansión del empleo sectorial.
- Durante mayo, los permisos de edificación habitacional mostraron un aumento significativo, revirtiendo la caída de principios de año. A su vez, los permisos de edificación de establecimientos también exhiben una velocidad de expansión positiva. El mercado de la vivienda sigue mostrando un comportamiento dinámico: las ventas de casas y departamentos superaron las 1.000 unidades mensuales y, debido a la finalización de proyectos existentes, los niveles de stock se encuentran por sobre los existentes en los meses anteriores.
- A pesar de lo anterior y del supuesto mayor empleo en las etapas de finalización de proyectos, la ocupación en la construcción continuó reduciéndose en mayo. En todo caso, estos resultados son consistentes con las menores proyecciones de crecimiento de la Cámara Chilena de la Construcción para este año. Por otro lado, el empleo en el sector comercio mantiene una tasa de crecimiento positiva. Con todo, la tasa de desempleo pasó de 9,1% en el mes de abril a 9,5% en mayo.

- Durante mayo las exportaciones cayeron en valor en la mayoría de sus categorías. Un panorama similar se observó en las importaciones, las que han evolucionado por debajo de lo esperado, con crecimientos anuales en mayo negativos, especialmente en el caso de las importaciones de bienes de consumo (-16%) y de bienes intermedios (-13%). Este es uno de los factores importantes detrás del reducido desempeño del gasto estimado para el segundo trimestre.
- A contar del mes de abril, el crecimiento de los salarios nominales se desaceleró en forma consistente con la caída en la inflación anual que se observó a lo largo del primer trimestre. La variación anual del Índice General de Remuneraciones en términos reales llegó en mayo a 1,6%. Esto, junto con el pobre comportamiento del empleo agregado y la productividad, sigue revelando la total ausencia de presiones inflacionarias desde el mercado laboral.

## V. Perspectivas

- Una serie de indicadores parciales apuntan a una aceleración del crecimiento del gasto y la actividad durante el tercer trimestre. Por el lado de los precios, se espera una convergencia paulatina de la inflación anual del IPC y del IPCX hacia 3%.

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

- Uno de los participantes señala que en términos generales, los indicadores que se presentaron son positivos. Los indicadores líderes siguen marcando una recuperación hacia el resto del año, los datos preliminares para junio confirman el mismo hecho, lo que en algún momento se reflejará en las cifras de empleo. El esfuerzo que el Gobierno está haciendo por generar mayores fuentes de trabajo, durante este año, aunque sean transitorias, es otro elemento positivo en este cuadro. Si bien existe el riesgo creciente de la economía de países de la región, las propias circunstancias hacen que sea posible manejarlo dentro de límites acotados.
- Existe consenso en los participantes que las noticias provenientes de la región apuntan hacia un deterioro respecto de lo acontecido algunos meses atrás. Se indica que las características que tenga el desenlace de la situación económica de países de la región, puede ser importante para cuantificar el impacto final sobre el tipo de cambio en Chile y determinar si se trata de un fenómeno permanente o transitorio.
- Se destaca que en anteriores reuniones de política monetaria se pensó que el riesgo de un desenlace abrupto en algunas economías regionales tomaría un tiempo más largo en materializarse. Sin embargo, en los últimos días aparece mucho más cercano y, a pesar de toda la firmeza de los factores fundamentales de la economía chilena, el tipo de cambio se ha visto afectado transitoriamente. Se manifiesta que es importante ver que este riesgo no se aprecia en otros indicadores, lo que probablemente es una demostración adicional de la firmeza de los factores fundamentales de la economía nacional. Entre ellos destaca una política fiscal bien manejada; una política monetaria basada en metas de inflación y un tipo de cambio que tiende a reflejar las condiciones de oferta y demanda en el mercado.
- Estos factores, unidos a un sistema financiero fuerte y bien supervisado, permitirán sobrepasar las dificultades que existen en la actualidad, pero sin evitar sufrir algunos vaivenes en la economía nacional en el corto plazo, particularmente aquellos que pueden estar vinculados con el tipo de cambio.
- La actual coyuntura económica se caracteriza por bajas presiones inflacionarias, un crecimiento por debajo del potencial, un déficit de la cuenta corriente moderado, y una sólida institucionalidad financiera, bancaria, corporativa y pública. Bajo estas circunstancias, están dadas las condiciones para dejar que el tipo de cambio funcione como mecanismo de ajuste y

el Banco Central se concentre en el objetivo de meta de inflación. En este sentido, se rescata el ejemplo del caso de Australia, durante el período 1997-1999.

- Se indica que los australianos se encontraron con la crisis asiática en condiciones parecidas a las que Chile está enfrentando hoy día. Ellos venían de un período de rebaja de tasas de interés de política que, en seis meses, habían alcanzado 200 puntos base, con baja presión inflacionaria y crecimiento por debajo de lo que estimaban de tendencia. En esas circunstancias, dejaron que el ajuste se hiciera vía del tipo de cambio. Hubo una fuerte devaluación del dólar australiano y en términos de reacción de política, no hicieron ajuste de la tasa de interés durante mucho tiempo, aproximadamente durante un año y medio; y hubo un episodio de reducción de las reservas internacionales. Dentro de este contexto, se señala que el tipo de cambio llegó a devaluarse en un 40%, pero se revirtió la mitad aproximadamente. De esa devaluación, el resultado que se dio en términos de inflación fue un aumento de sólo 1,5 puntos porcentuales.
- Respecto de esta experiencia, la economía chilena muestra algunas diferencias que se refieren al mayor grado de indización de precios y salarios. Sin embargo, se sabe que en episodios recientes los efectos de segunda vuelta fueron muy reducidos, siendo cuestionable que esa indización haya realmente tenido un efecto demasiado importante. Otro aspecto que se estima conveniente hacer notar, es la diferencia en términos de la nominalización de la tasa de política monetaria. En el caso chileno, la tasa relevante es reajutable, indizada a la inflación y eso por sí solo, entrega un mecanismo de ajuste automático ya que, como es sabido, la tasa nominal aumenta con las expectativas de inflación.
- Al mismo tiempo, vale la pena destacar que de acuerdo con el informe que se presenta, no hay todavía indicios de algún efecto del tipo de cambio sobre la inflación; que es el punto que preocupa, pero hay que seguir ese tema muy de cerca, de modo de poder actuar con rapidez y en plenitud, ante las circunstancias mencionadas.
- Ante una consulta con respecto de la calidad del dinero como indicador líder para predecir el crecimiento de los próximos meses, se manifiesta que este indicador ha sido bastante preciso en detectar cambios de fase en la velocidad de crecimiento de la actividad y también para predecir la desaceleración del cuarto trimestre del año pasado y del primer trimestre de este año. Se explica que el dinero es solamente uno de los factores que pueden considerarse en los indicadores líderes, junto con indicadores de la economía real, del sector inmobiliario, tasas de interés y también de condiciones externas.
- El rezago o el adelantamiento del dinero es en torno a cuatro meses, por lo que la información de que se dispone hoy, produce impacto en septiembre y octubre de la misma manera que los datos de los meses anteriores están señalando una mejoría en la actividad para junio, julio y agosto. Se agrega que la incertidumbre en Argentina ha venido creciendo a lo largo del año y obviamente existen algunas dudas respecto de la estabilidad de la demanda por dinero y, por lo tanto, de las bondades de ese indicador como indicador líder.
- Complementariamente, se indica que otra hipótesis relevante es la posibilidad de un mayor impacto de las menores tasas de interés sobre la demanda de dinero. La elasticidad de la demanda para los actuales niveles de tasas de interés puede ser mayor que para los niveles históricos. En el límite, para una tasa de interés de 0%, la demanda es infinitamente elástica. La diferencia de este episodio respecto de anteriores, es que en esta ocasión las tasas han sido sostenidamente bajas, mientras que en episodios anteriores las tasas bajas habían sido ocasionales.
- Respecto de este tema, se señala que los estudios recogidos en las revistas de economía chilena, muestran, salvo el caso del año 2000, que los traslados de una demanda por dinero no explicados, por el producto ni por el costo de tener dinero, siempre han sido menores.

## Opciones

- El Informe presentado en esta oportunidad revela pocos cambios con relación a junio pasado, excepto en dos aspectos: la escalada del tipo de cambio en la última semana, como resultado de la extremadamente frágil situación financiera de países de la región, y la revisión a la baja en las proyecciones de términos de intercambio. En efecto, por el lado de la economía interna, se sigue observando una fuerte expansión de los agregados monetarios más líquidos, un importante crecimiento de las colocaciones bancarias y ventas dinámicas en el sector inmobiliario. No hay todavía nueva información que permita asegurar que este dinamismo se esté propagando a otros indicadores de demanda interna y de actividad, en particular el empleo, aunque se presume que la variación del Imacec de junio será bastante mayor que el mismo índice en los meses de abril y mayo, lo cual podría ser indicativo de un cambio positivo de tendencia. La inflación subyacente ha mostrado una leve tendencia alcista en lo más reciente y se espera que supere levemente el 3% anual este mes y el próximo, para estabilizarse luego en esa cifra en lo que resta del año.
- En general, todo parece indicar que la economía se mueve a una situación mejor en cuanto a actividad económica durante el segundo semestre, en un ambiente de inflación en torno a la meta. Sin embargo, el deterioro en los términos de intercambio y el efecto del persistente desempleo sobre el gasto en consumo, afectarán en algún grado el crecimiento promedio de este año.
- Tal vez lo más destacable del fuerte incremento en la volatilidad de los mercados financieros en la región, sea que su impacto en Chile se ha circunscrito, únicamente, al tipo de cambio. El compromiso del Banco Central con la política de flotación cambiaria, la sólida posición fiscal, el saludable estado del sistema financiero, junto a la floja expansión de la demanda interna y un reducido déficit de cuenta corriente, permiten entender por qué ni las tasas de interés internas ni el spread soberano se han visto afectados. Así, el tipo de cambio está operando exactamente como fue pensado cuando se dejó flotar: una válvula de ajuste para enfrentar las turbulencias externas.
- ¿Cuánto debe preocupar este ambiente turbulento en lo que al tipo de cambio se refiere, y más precisamente, en lo que toca a la significativa depreciación del peso en los últimos días? Descartando que situaciones abruptas en países de la región tengan un efecto sustancial sobre el sector real de la economía, la depreciación observada del peso puede en principio afectar la inflación interna y el crecimiento de la actividad económica. En cuanto a lo primero, la evidencia actual indica un traspaso de depreciación a inflación bastante menor al histórico, similar, como se señaló, al de países como Australia. En cuanto al efecto sobre la actividad económica, los resultados señalan que la depreciación es estimulativa en términos netos en el horizonte contemplado: una depreciación transitoria de 10% llevaría a un mayor crecimiento de la actividad, también transitorio, de 0,5% en dos años, para luego disiparse en el futuro posterior. Si la depreciación es permanente, el efecto neto es nulo y sólo afecta la composición de la producción y el gasto.
- Con todo, la mayor intranquilidad del mercado frente a una situación nueva y la propia acción del Banco Central la semana pasada de anunciar una colocación de Pagares Reajustables en Dólares en lo que resta del año, son dos factores que, en conjunto, aunque no impactarán mayormente en la inflación y el crecimiento, de todos modos afectan a la hora de decidir sobre las opciones de política monetaria disponibles en esta oportunidad, aunque sea desde una perspectiva de estrategia y riesgos. En efecto, la opción de relajar se ve coartada si se estima que ella trae una mayor presión sobre el peso en un momento en que la moneda local se encuentra ya bastante presionada. La opción contraria, de aumentar la tasa de política monetaria, no se justifica si sólo se miraran las presiones inflacionarias derivadas de la situación proyectada de la demanda interna. Tampoco parece justificarse si se trata de un incremento pequeño para hacer frente solamente a la depreciación en curso del peso sobre la base de la paridad descubierta de intereses. Para tales efectos se requiere de un salto más sustancial de la tasa de política monetaria que trae un riesgo mayor de una inflación que se mueve por debajo de la meta en el horizonte de política. Sí tendría más sentido, si se estimara que la depreciación del peso es un fenómeno permanente que impactará decisivamente la inflación hacia el borde del rango meta. Sin embargo, este escenario es poco probable en vista

que las variables fundamentales de la economía más bien sugieren que el peso está subvaluado en la actualidad.

- El análisis anterior indica entonces que la opción de mantener la tasa de política monetaria en su actual nivel es la más adecuada. Sin embargo, el comunicado debiera hacer referencia a las turbulencias financieras y cambiarias, señalando que, aunque transitorias y divorciadas de los fundamentos de la economía chilena, éstas seguirán siendo observadas atentamente. Ello permitirá al Banco Central actuar preventivamente con sus instrumentos si se detecta un aumento en el riesgo de incumplimiento de la meta de inflación en el horizonte de política.

### **Acuerdo**

El Consejo, por unanimidad de sus miembros, acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en su actual nivel, esto es UF + 3,5. Asimismo, los tramos de la línea de crédito de liquidez permanecen inalterados.