



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 20
DE POLITICA MONETARIA

celebrada el 12 de junio de 2001

En Santiago de Chile, a 12 de junio de 2001, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Carlos Massad Abud, con la asistencia del Vicepresidente don Jorge Marshall Rivera y de la Consejera señora María Elena Ovalle Molina.

Asisten también los señores:

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

I. Resolución sobre Proyectos de Acta correspondientes a las Sesiones N°s 18 y 19, celebradas el 10 y 11 de mayo de 2001, respectivamente.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo los Proyectos de Acta de las Sesiones N°s 18 y 19, celebradas el 10 y 11 de mayo de 2001, respectivamente, cuyas versiones finales se aprueban sin observaciones.

II. Resolución sobre Minuta del Acta correspondiente a la Sesión N° 17, celebrada el 10 de abril de 2001, respectivamente.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo la Minuta del Acta de la Sesión N° 17, celebrada el 10 de abril de 2001, la que se aprueba sin observaciones.

III. Exposición.

El Gerente de División de Estudios, don Felipe Morandé, señala que 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 por algún tiempo que sólo podría verse afectada por problemas en Brasil. 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 que el dinamismo de la economía de Estados Unidos continúe reduciéndose, lo que se ha traducido en un ajuste al alza en las proyecciones de crecimiento de ese país. 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\$ 80 ctvs/lb para el presente año y US\$ 90 ctvs/lb 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.

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 al 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 directamente con la demanda de 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 de América 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 de nuestra moneda 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 doméstica 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. En síntesis, no existen razones poderosas para alterar el supuesto de trabajo efectuado en el IPOM 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, a pesar que éste disminuyó en el margen en abril.

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 éste 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 sólo 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 consideramos 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 lo 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 un consumo estancado, importaciones cayendo y una 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.

El Presidente ofrece la palabra a los asistentes.

El Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel, señala que el informe que presentó el Gerente de la División de Estudios, con información y elementos de juicio, comparados con los que se consideraron en la reunión del mes anterior, plantea una situación de decisión balanceada. Por una parte, dice, hay mayores holguras, reflejo de una actividad y un empleo más débiles, pero por la otra, se presentan antecedentes nuevos que pueden implicar mayores presiones inflacionarias en el mediano plazo, algunos de los cuales estima que no se destacan suficientemente en el informe presentado.

En primer lugar, 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 (debido a la actividad económica aún relativamente deprimida), ello plantea una presión inflacionaria de mediano plazo.

El segundo elemento importante es que los indicadores monetarios y crediticios del Banco siguen creciendo a dos dígitos. Como ciertamente ellos constituyen indicadores líderes de la actividad futura, hace que se apunte a mayores presiones de demanda de las que se anticipaba hace un mes atrás.

En tercer lugar, el precio internacional del petróleo no cede, estando su valor spot a niveles superiores a los previstos en el Informe de mayo para esta fecha y como promedio anual de 2001. Se refiere al precio a futuro para el resto del año que se acaba de mencionar en US\$ 27 por barril, en tanto que el precio spot estaba ayer a US\$ 29,6 por barril. Ambos valores están bastante por encima de los US\$ 25 por barril proyectados para este año en su totalidad y los US\$ 23 por barril proyectados para el año 2002. Por lo tanto, estima que se hace improbable el escenario de relajamiento de las presiones inflacionarias en los combustibles y el transporte (y sus posibles efectos de segunda vuelta), que están implícitas en las proyecciones de inflación de 2,7% ó 2,8% para el año 2002, que aún están basadas en las proyecciones de mayo.



Se refiere a otro elemento que debiera alterar la proyección del escenario internacional que dice relación con la evolución del precio del cobre que se aleja cada vez más de los US\$ 80 centavos por libra para este año (y de los US\$ 90 centavos para el próximo). Indica que esto no tiene implicancia directa para la inflación, porque este bien exportable, obviamente, no es parte de la canasta de consumo. Incluso podría tener un efecto negativo a través del correspondiente efecto ingreso sobre los sectores público y privado.

Por todos los elementos señalados, estima el señor Schmidt-Hebbel que, en lo inmediato, hay más elementos de preocupación para la inflación de mediano plazo, es decir, la proyección de inflación para el año 2002. De hecho, agrega, la proyección del Banco de inflación para el próximo año, de 2,7% ó 2,8%, está condicionada a un escenario excesivamente optimista respecto de las trayectorias del precio del petróleo y del tipo de cambio nominal, por lo que constituye un piso para una proyección de inflación con los nuevos elementos de juicio a los cuales ha aludido.

El Gerente de División de Política Financiera, don Luis Oscar Herrera, opina que en el informe se menciona brevemente que hay 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, 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% y presume que dadas las depreciaciones que ha habido en Brasil y en las economías asiáticas, también la depreciación del peso va a ser aún inferior, por lo tanto, las consecuencias inflacionarias son distintas porque se va a obtener una menor inflación externa proveniente de las importaciones de los socios comerciales.

El Gerente de la División Internacional, complementando lo que ha dicho el señor Herrera, indica que el precio del 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.

Otro punto que 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 IPOM, lo cual tiene algunos efectos de presiones inflacionarias. Sin embargo, cree que también vale la pena hacer notar que, por otro lado, las encuestas están apuntando hacia proyecciones de inflación un poco más bajas que lo que había un tiempo atrás. Por lo tanto, concluye que no se debe proyectar una inflación más alta, para lo que queda de este año y el próximo.

El Vicepresidente señor Marshall se refiere a algo que ya mencionó el señor Herrera en el sentido de que la sorpresa del tipo de cambio es más bien que el peso chileno se ha apreciado respecto de muchas monedas, más que se haya desvalorizado. De partida, dice "nos hemos apreciado respecto del euro", con lo cual la inflación en dólares ha caído respecto del Informe de Política Monetaria. No tiene un cómputo de los países asiáticos, porque han variado, pero señala que varios de ellos se han depreciado más que Chile. Obviamente, dice, hay otros países que tienen el tipo de cambio fijo como el caso de China. Lo que describió el Gerente de la División de Estudios se refiere a una situación a nivel multilateral bastante pareja, lo cual de alguna manera explica la razón de que el tipo de cambio alcanzara un nuevo nivel, en circunstancia que la situación en Argentina se mejoraba, o sea, se había alcanzado un nuevo precio de equilibrio, porque efectivamente el valor de las monedas en el mundo se ha reajustado. En ese sentido, señala, no ve el tema cambiario como un tema en el cual se pueda afirmar que se está en un punto de una sobredepreciación.



En segundo lugar, respecto de los indicadores monetarios y crediticios, manifiesta que son datos que están a la vista y los tienen todos los analistas principales del país, y éstos, después de observar los mismos datos que se están considerando, apuntan hacia abajo el crecimiento esperado, para éste y el próximo año. Por esto, tiene la impresión de que el Banco Central tiene que corregir en forma sustantiva el crecimiento esperado para este año, o sea, a un rango del orden de 3,8%, a pesar de todas las señales positivas del dinero (crédito) y otras cifras que se han comentado, parece como un crecimiento mucho más probable para este año. Es posible, dice, que el crecimiento para el próximo año sea mayor, pero la base desde el punto de vista del nivel de presión inflacionaria, lógicamente es menor y en ese sentido, cree que si algo se está observando es una información en donde las presiones inflacionarias vigentes y esperadas, para éste y para el próximo año, son claramente por debajo de las que se estimaron en el Informe de Política Monetaria y en las reuniones anteriores. Cree que este diagnóstico es compartido por los analistas y considera que la cifra monetaria no cambia el cuadro por cuanto las expectativas de la encuesta están a la vista.

En relación al precio del petróleo, concuerda con lo que el señor Schmidt-Hebbel ha expresado, señalando que hay una expectativa de precio superior a la que se había anticipado. El único argumento en la dirección contraria, dado que ya se está con precios relativamente altos y éstos se han mantenido, es que el efecto adicional resulta menor y lo que se pierde, por lo tanto, es el efecto de devolución, o sea, es distinto partir con puntos de comparación bajo o del orden de los US\$ 20 el barril, que partir con puntos de comparación como los que se tienen ahora, o los que se observaron el segundo semestre del año pasado. Obviamente, señala, de esa forma se obtienen resultados peores de los que se consideraron en el Informe anterior.

El señor Marshall manifiesta compartir también lo dicho por el señor Schmidt-Hebbel en el sentido que si la información de la baja del precio del cobre aparece como más duradera, si se tuviese que corregir, se corregiría a la baja, pero agrega que si algún efecto tiene, sería sobre la demanda. En el balance, no le parece menor la corrección de tres décimas 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 en tres décimas o dos décimas, dependiendo de cual sea la magnitud de inflación al año 2002, no le parece un cambio menor; por el contrario 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, tanto a nivel mensual como a nivel de mediano plazo, a fines de este año y del próximo y un crecimiento de actividad económica también por debajo de lo que se había anticipado.

Finalmente, el señor Marshall señala que el panorama de esta reunión, que surge también de la encuesta, muestra un cambio en el cuadro que se tiene del Informe de Política Monetaria. El mercado reduce el crecimiento de 4,2% a 3,8%, diferencia demasiado radical y se anticipa que la inflación a diciembre de 2002, manteniendo el supuesto del IPOM, cae en dos o tres décimas más.

El Gerente de Investigación Económica, señor Schmidt-Hebbel, indica que la proyección de inflación de 2,7% ó 2,8% está condicionada a un precio del petróleo de US\$ 25 para este año y US\$ 23 para el próximo y a un tipo de cambio bilateral menos depreciado. En ese sentido, constituye un piso para la proyección inflacionaria. Por supuesto, dice, la consideración de una proyección de crecimiento potencial menor apunta en el sentido contrario, surgiendo la pregunta de cuál de esos dos efectos domina. Estima que ello dependerá de la magnitud de las correcciones en las variables exógenas y su impacto neto sobre la actividad y los precios.

El señor Marshall opina que la proyección también está condicionada a una inflación externa relacionada con el valor del dólar norteamericano.



El señor Schmidt-Hebbel manifiesta que hasta ahora, no ha visto ninguna 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 problema del tipo de cambio multilateral es que supone que hay un traspaso pleno de shocks de los tipos de cambio bilaterales (del tipo de cambio entre el won coreano y el dólar de Estados Unidos) al tipo de cambio multilateral chileno, ponderados por la participación de la moneda correspondiente (el won) en la canasta del tipo de cambio multilateral chileno. Por ejemplo, si Corea devalúa en un 100% respecto del dólar de Estados Unidos y del peso chileno, el tipo de cambio multilateral chileno se apreciaría por el producto de 50% y la participación del won en la canasta del multilateral. Esto, sin embargo, no parece ser consistente con el comportamiento de los precios domésticos de los productos importados de Corea, 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 Chile o en cualquier otro mercado local) 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.

El Presidente señor Massad comunica que tiene en su poder una carta que ha recibido del señor Ministro de Hacienda y como los señores Consejeros también tienen una copia, sólo resumirá los argumentos principales para el propósito de la discusión.

En dicho documento el señor Ministro plantea que desde la última reunión de política monetaria los hechos relevantes principales han sido que en el caso de Argentina hay un resultado más favorable y que la situación de turbulencia tiende a declinar, por lo menos por ahora. Agrega que la Reserva Federal ha rebajado su tasa de interés en 50 puntos base. En lo interno, se intensifica la evidencia sobre estancamiento del gasto y que el escenario que se describió en la reunión del Comité Económico de Ministros de julio del 2000 se ha confirmado. Indica que el único signo alentador es el de los agregados monetarios, pero como este indicador se supone que lidera la actividad sólo por unos pocos meses, ya se debería estar observando el mayor dinamismo, lo que no ha ocurrido, y segundo, que existe la posibilidad de que este incremento de agregados más líquidos tenga más bien relación con expectativas de negocios estrictamente financieros, derivados de la reforma de mercados de capitales. Señala que la inflación está completamente bajo control y que el IPCX1 se mantiene bajo 2% por 21 meses consecutivos. Indica que el IPC subyacente se encuentra bajo en la meta del 3% y piensa que si el shock petrolero desaparece, la inflación puede disminuir bajo el rango meta. Agrega que la evolución de los costos unitarios de producción valida esta hipótesis y señala que la gran mayoría de los antecedentes que se han acumulado indican más bien debilitamiento que fortalecimiento de la economía.

Agrega el señor Massad que antes de proceder a la votación se referirá a lo planteado por el señor Ministro, la opinión que tiene sobre el movimiento de tasas de interés, y entregará otras consideraciones que también las va a mencionar en el momento que estime oportuno.

A continuación, el Presidente manifiesta su opinión sobre cómo aprecia el conjunto de información que se tiene a la vista. De hecho, dice, hay un par de elementos que apuntan en dirección positiva aparte de lo monetario y que se refieren al ámbito industrial y de la construcción. El resto de los elementos no muestra signos positivos. Indica que se ha estado permanentemente por debajo de las proyecciones, y eso le genera un grado de preocupación. Se refiere al Informe de Política Monetaria, emitido hace apenas un mes, y que a esta fecha todo parece apuntar a que las proyecciones de crecimiento de hace un mes atrás tendrían que rebajarse, por lo menos es lo que se señala en los comentarios que ha escuchado ahora, y esa baja debiera ser relativamente sustancial, lo que le genera un grado de



preocupación porque el trabajo que se hizo en esa época fue bastante detallado y concienzudo, pero apenas a un mes de ese momento, ya parece que lo que era el escenario alternativo, que también se señaló con un riesgo hacia abajo, se materializó ya, en pocas semanas. Eso, dice, es un síntoma en cuanto a la rapidez del cambio de los acontecimientos o a la oportunidad en que deberían revisarse las proyecciones, no sólo para propósitos internos sino que también de información pública, porque de hecho la decisión del Consejo, que todavía considera correcta, de no realizar públicamente revisiones sino cada cuatro meses, coloca al Banco Central en una posición inadecuada porque aparece como inflexible ante el mercado, cuando internamente está reconociendo ya que las proyecciones debieran ser algo más bajas. El mercado tiene actualmente otras proyecciones y, sin embargo, los planteamientos públicos del Banco Central consideran la proyección del 11 de mayo, por lo que, el Banco aparece, en el intertanto, afectado en su credibilidad.

Agrega el señor Massad que éste es un tema que en un momento próximo debería someterse a discusión, ya que cree que el Banco queda en una posición muy incómoda frente a las realidades que se ven más allá de sus proyecciones. El hecho que observa es que muy pocas cosas apuntan positivamente y la mayor parte se orientan a un comportamiento plano, en particular, en materia de gastos. Las cifras de empleo tampoco dan mucha tranquilidad. Al parecer, si se tuviera que comparar la situación de hoy con la del Informe de Política Monetaria de mayo, se tendría que decir que los niveles de holgura, que ahora se tienen, son mayores que los de ese momento y a lo mejor a la palabra "mayores" habría que agregarle algún adjetivo para que la enfatizara, tal vez "sustancialmente" mayores que los que se tenían en mayo. 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 hace apenas pocas semanas atrás.

Manifiesta que el balance de lo planteado en cuanto a política económica, no es absolutamente claro, ni definitivo, porque si se tuviera que decir que la reacción de política económica frente a una ampliación de ambas brechas es, por ejemplo, bajar la tasa de interés, tendría que estar bastante convencido de que esa medida de hecho produce una reducción de esas brechas y no se corren riesgos de incrementar alguna de ellas al adoptar una medida en ese sentido. Ello por el efecto que una reducción en la tasa de interés pudiese tener en estos momentos sobre el tipo de cambio y el efecto de éste sobre la inflación, por una parte y gasto por otra. No tiene claro cuál es la respuesta a esa pregunta y consulta a la División de Estudios, porque una respuesta a esa interrogante constituye un elemento mayor en la reacción de política que se debe tener frente al caso que ahora se está cotejando. Solicita a la División de Estudios que analice, hasta donde sea posible, las consecuencias de una reducción de la tasa de interés sobre el tipo de cambio y de éste, a su vez, sobre precios y niveles de actividad.

Por último, manifiesta el señor Presidente que le había comentado al Gerente de la División de Estudios que iba a plantear este punto en la sesión, porque cree que es un tema muy importante que debe quedar registrado en la discusión.

El señor Morandé hace presente que la evidencia que se pudo reunir hoy día, es resultado de la que se ha estado usando hasta ahora en los modelos de proyección, que es la evidencia histórica que se traduce en el modelo MEP y ella señala que la 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. Indica que sobre esa base se construyó, por ejemplo, el índice de condiciones monetarias que señala que cada vez que se deprecia el peso hay una condición más expansiva en el mix de política y eso, se basa sobre la evidencia empírica desde el año 1986 hasta ahora, sobre la base de estimaciones econométricas.



Los ejercicios que se estuvieron haciendo hoy día respecto de esta pregunta, puede que den alguna luz algo diferente. Explica que en un ejercicio de correlación de la depreciación en 12 meses y el crecimiento en 12 meses del Imacec, se genera una especie de curva J como la que está prevista en algunos artículos, es decir, hay un período de unos 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 en este ejercicio simple de correlación. También la otra información es una que relaciona la depreciación a 12 meses con la balanza comercial y acá nuevamente hay un efecto positivo en el corto plazo y un efecto negativo en el plazo mayor. Hay que tener en cuenta que la balanza comercial es medida en dólares, de modo que puede haber simplemente un efecto de valoración.

Señala que la ecuación de importaciones que presentó someramente en la discusión del Informe, indica que la depreciación real tiene un efecto a la baja en las importaciones por un período que supera el segundo semestre. Indica que no es un buen modelo para explicar la dinámica de las importaciones, pero por lo menos sí señala el efecto negativo sobre las importaciones y por esa vía puede también tener, en el corto plazo, un efecto negativo sobre el Imacec en el sentido de que las importaciones implican derechos de importación, derechos de aduana y por esa vía afectan al Imacec. Hay un efecto, también, por el lado del gasto, en la forma como se mide el Imacec, que podría estar reflejando el efecto negativo de la depreciación sobre el Imacec en el corto plazo. Es la evidencia que podría señalar hasta ahora.

El Vicepresidente señor Marshall manifiesta que dada la metodología del Banco, aquí se logran curiosamente dos efectos de una devaluación: uno, en la demanda externa y el otro en la interna. En la demanda externa el efecto se conoce como "efecto J". Cuando se produce el "efecto J" se toma la demanda externa y se ve cómo evoluciona, pero también tiene efecto sobre la demanda interna, porque los precios de los zapatos importados, para dar un ejemplo, están multiplicados por un coeficiente casi de 1,3, o sea, si en la demanda interna una devaluación fomenta un zapato nacional y sustituye y desaparece uno importado, el zapato que desapareció tiene un coeficiente de derecho de importación tan grande que el resultado es que la demanda interna ha caído: siempre se está comprando el mismo zapato, y ello por cuanto los bienes nacionales tienen mucho menos impuestos que los importados, entonces, si se computa a precio de mercado y cambia la composición del producto nacional por producto importado, la demanda interna cae y eso no tiene relación con el "efecto J". En el fondo, dice, lo que se debiera considerar es la distorsión del Imacec por efecto de la depreciación, o sea, una depreciación que sustituye al interior de los sectores, tiende a hacer caer la demanda interna y por tanto a crecer menos el Imacec de lo que sería a costo de factores. Entonces, hay dos efectos: uno es el "efecto J" por el lado de la demanda externa y el otro el de la demanda interna.

El Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña, indica que ese efecto está bien cuantificado en términos de la distorsión que hay hoy día con motivo de las ponderaciones que se están usando que corresponden a los precios del año 1986 y no del año 1996; o precios del año anterior, en el sentido de que al usar precios del año 1986 se le está dando una ponderación excesiva a las importaciones y eso afecta tanto por el lado de la oferta, que es el Imacec y derechos de importación, y también por el lado de la demanda que es el gasto interno. Esto es porque en la actual estructura de consumo, se está ponderando demasiado alto las importaciones -consumo importado versus consumo nacional- por lo tanto, una caída de las importaciones afecta por tener una ponderación tan alta al consumo y, finalmente, se está midiendo una caída más allá de lo real en materia de consumo importado y por ende, de gasto interno. Por lo tanto, la medición actual del gasto con ponderaciones antiguas tiende a exagerar la caída del gasto lo que explicaría un par de puntos que se debiera restar a dicha caída si se usaran ponderaciones actualizadas.



El Gerente de la División Internacional, señor Jadresic, manifiesta tener dos observaciones: la primera, que cuando se hacen ejercicios históricos de relación entre tipo de cambio real y demanda agregada, es importante tomar en cuenta otros factores adicionales que la afectan. En particular, las depreciaciones suelen estar correlacionadas a shocks adversos en el escenario internacional, como un impacto negativo de términos de intercambio, un escenario adverso en términos de tasa de interés u otros determinantes, por lo que, si no se controla por esos factores, es posible o probable encontrar efectos negativos de la depreciación del peso sobre el nivel de actividad a corto plazo.

La segunda observación es que justamente en virtud de lo señalado, sugiere tomar como referencia, por lo menos para esta discusión, la noción habitual que hay en otros países, que tienen incluso economías muy abiertas, respecto al efecto de las tasas de interés sobre el nivel de actividad. Y lo habitual, en ese sentido, es que una reducción de la tasa de interés contribuye a aumentar el nivel de actividad y la inflación. Parece razonable privilegiar la noción tradicional mientras no se tenga evidencia en contrario.

El señor Schmidt-Hebbel señala que 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, dice que el efecto riqueza es negativo porque somos deudores netos, 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. Esta velocidad es mucho menor, por ejemplo, en la economía chilena que, por el contrario, en las economías de Asia Oriental que producen bienes industriales. La maduración de nuestras inversiones en el sector de bienes transables es muy lenta, nuestros proyectos forestales maduran en 15 años y los proyectos mineros entre seis y ocho años, con lo cual 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. Si a ello se agrega el efecto riqueza negativo sobre la demanda, se profundiza el efecto contractivo de corto plazo representado por una curva "J". Recogiendo el punto del señor Jadresic, manifiesta que cuando se establece una relación entre dos variables que son endógenas, como son el tipo de cambio real y el producto, debe considerarse cuál es el shock que llevó a la devaluación real inicial. Sólo cuando se identifican los factores exógenos en un modelo estructural, se pueden derivar los efectos cambiarios y reales de los shocks exógenos sobre las variables endógenas en forma correcta.

El señor Presidente estima que este tema no resulta tan complejo sino que se está frente a una situación que es la siguiente: Al tener las alternativas de mantener o bajar la tasa, si se opta por una reducción, va a llevar consigo un aumento del tipo de cambio, pero encuentra poco probable que produzca una variación en el resto de las tasas de interés para estimular una baja de las tasas largas y por el contrario, lo más probable es que las aumente, tal como se ve en las expectativas del mercado, de modo que el efecto que pudiera producir sobre actividad a través de las tasas largas no resulta relevante, pero sí ve presente algún efecto sobre el tipo de cambio, por lo que pidió que se analizara en sus aspectos de tipo expansivo o restrictivo. Considera que el tema es mucho más amplio como para poder saber si una devaluación es expansiva o restrictiva porque va a depender de las causas que la generen.

El Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera, manifiesta que no hay mucho que agregar ya que casi todos los puntos han sido cubiertos, y dice ser también escéptico de que la evidencia empírica vaya a dilucidar este punto, en el sentido de correlaciones simples o modelos, el camino es más bien ir hacia una taxonomía en los efectos y evaluarlos. Manifiesta tener una discrepancia sobre la relevancia del índice de endeudamiento externo y la depreciación real, ya que ahí lo relevante es la diferencia de posición del sector privado entre moneda nacional y moneda extranjera que, en alguna medida,



es el inverso de la hoja de balance del Banco Central lo que representa una transferencia del orden de 1.500 millones de dólares desde el sector privado. Estima que ahí está el principal desbalance, efecto riqueza de la depreciación, sin perjuicio de otros adicionales en el sector privado entre agentes, pero que no son tan relevantes porque no existen descalces a nivel de la banca.

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

Al respecto, el señor Morandé señala lo siguiente:

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 IPOM 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.

Por su parte, si se toma un crecimiento de 3% para el primer semestre de este año (probable), el MEP anticipa un crecimiento para el año, en su conjunto, entre 5 y 6 décimas por debajo de la proyección del IPOM de mayo, para recuperarse con fuerza en 2002 y 2003, alcanzando cifras por encima de las proyectadas en ese informe, en un entorno de inflación subyacente ligeramente por debajo del centro del rango meta.

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 largas (5,2 y 5,5%, respectivamente) y el tipo de cambio (\$610 y \$625, respectivamente).

En este contexto, las opciones de política monetaria son **mantener** o **relajar**. La opción de aumentar la tasa 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 IPOM 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 la opción de la 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. Esta opción, además, no supondría un efecto depreciatorio adicional sobre el peso, un elemento que puede considerarse relevante para proyectar la evolución de la inflación dentro del horizonte de mediano plazo. Si esta fuera la opción escogida, y si aún se teme que el escenario de menor crecimiento impactará negativamente la tendencia de la inflación, entonces una consideración estratégica posible es acompañar esta decisión con un mensaje que señale que el Banco mantendrá su tasa en el actual nivel por un período relativamente prolongado (por ejemplo, aludiendo a la expectativa que el mercado tiene al respecto), y que no reaccionará demasiado prontamente subiendo la TPM frente a los primeros indicadores de recuperación del crecimiento del gasto que pudieran manifestarse en los meses que vienen.

Simulación de una tasa de política monetaria nominal (TPMN)

La metodología habitual para calcular la TPMN arroja, para una tasa de política indizada de 3,75%, una cifra de **7,25%** anual, la misma del mes anterior. Si la TPM se redujera a 3, 5, la TPMN bajaría en la misma forma, hasta **7,0** anual. Cabe consignar que en los últimos dos meses ha aumentado el premio por riesgo inflación.

El señor Presidente manifiesta al señor Morandé que en la parte analítica de las opciones no mencionó la política fiscal y sin embargo, hay anuncios de anticipo de gasto y de reforma tributaria. Consulta qué va a pasar por el lado fiscal y si no hay nada que altere lo que se está previendo que provenga de ese sector. Entiende que está implícito en cierto sentido, porque están tomando demanda global, pero específicamente señala que no se ha hecho ninguna referencia de la política fiscal.

Al respecto, el señor Morandé señala que en el texto del informe se prevé que hay un déficit fiscal para este año de 0,5% según los cálculos del gobierno, algo mayor que en el cálculo del Banco, debido principalmente a una menor recaudación tributaria que la proyectada. El crecimiento de la actividad económica previsto en términos de presupuesto era de 5,5% o de 5,6%, ahora se ha reducido a 4,5%, al igual que la estimación del precio del cobre a 80 centavos de dólar la libra, que es la cifra que ha considerado el Banco como precio final para este año. La información que ha transmitido el asesor de políticas macroeconómicas del Ministro en relación al gasto, más bien señala que podría haber un incremento superior al 5%, pero eso todavía no ha sido transmitido claramente.

El Vicepresidente señor Marshall entiende que esa materia, se relacionaría con la negociación final del proyecto de reducción de la tasa de impuestos a las personas y el aumento gradual del impuesto a la renta de las empresas, y el desfase con que se efectúa.

El señor Presidente, antes de proceder a la decisión, señala que el señor Ministro en su carta manifiesta que los antecedentes que se han acumulado apuntan a que ha aumentado la conveniencia de una nueva rebaja de tasas, ya que piensa que los riesgos de los efectos de no realizar esta disminución son considerablemente mayores a la alternativa de mantenerla inalterada.

A continuación lee el último párrafo que contiene algunos comentarios políticos importantes que no cabe resumir:



"Aprovecho además esta oportunidad para reafirmar que en opinión del Gobierno es indispensable evitar entregar visiones respecto de que puede existir un piso en el nivel de la tasa de interés. Asimismo, aprovecho la oportunidad para ratificar que, en nuestro concepto en el esquema de políticas macroeconómicas que mantenemos en la actualidad y en la medida que no se ponga en riesgo la meta de inflación, es la política monetaria y no la política fiscal, la llamada a llenar espacios de falta de demanda. Desde el punto de vista de economía política, ésta es la única manera de preservar el sano equilibrio de cuentas fiscales ordenadas, tasas de interés bajas y tipo de cambio real elevado. La discusión pública respecto de los supuestos efectos reactivadores de una rebaja tributaria, no compensada, vienen sólo a demostrar la disyuntiva que enfrentamos. El debate sobre el supuesto agotamiento del modelo económico que tenemos y la evaluación fuertemente ideologizada respecto del rol del Estado en la economía, son ejemplos aún más dramáticos de lo que un escenario de demanda agregada deprimida puede generar."

A continuación, interviene el señor Gerente General quien señala que, básicamente, su planteamiento es de que hay que mantener la tasa. Cree que hay un cierto grado de nerviosismo, que no se justifica, porque aparecen proyecciones para el año de 3,8% que se separa de lo que se había señalado inicialmente. Piensa que ese nerviosismo hoy ya no tiene fundamento porque esas proyecciones, básicamente, provienen de que el primer semestre creció muchísimo menos y ya transcurrió. Agrega que dicho menor crecimiento no se va a alterar y que, obviamente, habría que hacer un análisis sobre esa materia, pero ahora lo que hay que ver son 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. Más aún, cree que en este último tiempo, además de todos los datos estadísticos, ha habido un cambio cualitativo importante. Agrega que en la reunión pasada de política monetaria se discutió especialmente todo el tema de los aspectos legales, institucionales, de expectativas, etc. sin profundizar mayormente, pero se discutió eso porque justamente se veía que la tasa de interés no era el instrumento adecuado para impulsar la demanda y de eso había constancia que estaba sucediendo y que no se podía hacer mucho más por medio de la tasa de interés. No cree que eso haya cambiado, señalando que una baja en la tasa de interés, en este momento, no se vislumbra de qué manera podría ser positiva para la demanda. A veces actúa sobre las expectativas, pero en este caso bajar la tasa de interés no va a actuar sobre las expectativas en términos de impulsar la demanda. No ve que la baja de la tasa de interés vaya a ayudar en nada, por el contrario, cree que hay riesgo de mediano plazo y en eso está de acuerdo con el señor Schmidt-Hebbel, vale decir, hay eventuales presiones inflacionarias que en este caso el modelo no las advierte adecuadamente. Su visión es que hay problemas en los márgenes de comercialización y de traspasos del tipo de cambio a la inflación. Con un aumento de la demanda agregada, sin duda va a ser más fácil que se traspasen a precios. El hecho de que en el primer semestre de este año se haya crecido bastante menos que lo que se proyectaba y, sin embargo, la inflación no ha descendido tanto como se podría esperar en la relación que se hace entre crecimiento e inflación, le hace pensar que ante un aumento de la demanda agregada se empiece a crecer al 4%, 4,5% ó 5%, con lo que podría producirse una situación inflacionaria complicada. Termina diciendo que no hay ninguna causal que le convenza y que le haga ver que una baja de la tasa de interés vaya a ayudar a una mayor reactivación.

La Consejera señora Ovalle cree que la decisión entre las opciones planteadas por la División de Estudios es especialmente difícil en esta ocasión porque los elementos de juicio que se disponen están en direcciones opuestas: los indicadores financieros y monetarios indican un creciente dinamismo, pero los indicadores del gasto y actividad van en sentido contrario. Es cierto, dice, que una baja de la tasa de política monetaria podría justificarse sobre la base que las presiones de inflación están acotadas en este momento ante la holgura de un menor crecimiento que el determinado en el escenario base del IPOM 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, sustentada 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.

Destaca también, que en el IPOM de mayo se proyectó para el segundo semestre, un crecimiento bastante mayor al del primer semestre, en torno al 5%, por lo cual, explicar el porqué se está bajando la tasa es difícil, tomando en cuenta que la encuesta de expectativas indica claramente que el mercado espera la mantención de la tasa de política monetaria. Aún más, existe el riesgo que al bajar la tasa de política monetaria se interprete que el Banco Central tiene antecedentes más sombríos que los que son públicos al día de hoy. A esto, hay que agregar que el precio del petróleo y la depreciación del tipo de cambio a la fecha, ha sido más alto que los contemplados en el escenario base de mayo. También, está pendiente la Reunión de la Reserva Federal, el 26 de junio, sobre la cual no hay consenso sobre la determinación que se va a tomar. Por último, señala que comparte la preocupación manifestada por el Presidente señor Massad en lo relativo a las modificaciones significativas que han tenido las proyecciones de crecimiento para este año y el próximo, incluso en las informadas en el IPOM de mayo, lo que coloca al Banco Central en posición incómoda frente al mercado, defendiendo un crecimiento que sabe que va a ser más bajo.

El análisis de estos hechos la llevan a optar por la mantención de la tasa de política monetaria y acoger lo propuesto por la División de Estudios, en lo relativo a acompañar esta decisión con un mensaje que señale que el Banco Central mantendrá su tasa en el actual nivel por un período relativamente prolongado y que no reaccionará demasiado rápido subiendo la tasa de política monetaria frente a los primeros indicadores de recuperación de crecimiento del gasto que pudieren manifestarse en los meses que vienen.

El Vicepresidente señor Marshall, cree que hay que analizar los riesgos uno a uno. En primer lugar, los externos y su impresión es que los análisis recientes indican que éstos se han moderado, al menos en un horizonte de dos o tres meses hacia adelante, lo cual le hace estimar que el riesgo de actuar en materia de tasa de interés por este aspecto no es tan elevado.

En segundo lugar, señala que están los riesgos de precios, especialmente lo que mencionó el Gerente General y el señor Schmidt-Hebbel y cree que la opinión es muy valedera porque esos riesgos han aumentado. Sin embargo, estima que el Banco debe valorar el episodio de comienzos del año 2000 en que se tuvo que enfrentar el aumento fuerte del precio del petróleo y de los combustibles, y lo que se señaló es que una indicación temprana del Banco Central para enfrentar esos riesgos, iba a evitar efectos de segunda vuelta. El resultado fue que efectivamente se evitó riesgos de segunda vuelta en circunstancias de riesgo mucho mayores que las que se enfrentan ahora, porque actualmente se está con un precio supuesto o incorporado del petróleo de US\$26 y el escenario de riesgo podría ser US\$27, o sea, no se está hablando del riesgo del año 2000.

Manifiesta el señor Marshall que en enero del año 2000, en esta misma mesa, se dijo "aquí existe un aumento del precio del petróleo significativo y a ese aumento significativo hay que dar una indicación para evitar el efecto de segunda vuelta". Se dio la indicación significativa y fue exitoso, por tanto, cree que el Banco, en circunstancias de que cuenta con la experiencia de enfrentar un riesgo de costo (precio del petróleo u otro) simplemente mayor del que se está enfrentando hoy día, posee elementos para enfrentar la situación con una indicación que puede tomarse en momentos oportunos. Esta semana el precio de la gasolina bajó 20 pesos, así es que no es éste el instante de hacer la advertencia al mercado.

En tercer lugar, están los riesgos de demanda. El señor Marshall dice discrepar radicalmente de quienes han dicho que se enfrenta un riesgo de demanda. Señala que las tasas son irrelevantes y lo importante del flujo de la demanda es el nivel y no se enfrentan riesgos inflacionarios dados por la demanda. Agrega que la cifra de crecimiento del segundo semestre y la del próximo año del mercado, no está corrigiendo el menor crecimiento del primer semestre, o sea, 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, o sea, no hay recuperación. Algo distinto es que el mercado diga: como el primer semestre cayó el crecimiento, el segundo semestre se va a producir en forma natural una recuperación y que se va a prolongar el año 2002 y no es ése el pronóstico que hay. Por el contrario, la proyección indica que lo que se cayó el primer semestre no se recupera, por tanto, el nivel, que es lo relevante del punto de comparación, se va a mantener por debajo del anticipado durante todo el próximo semestre y el año siguiente. Por tanto, desde el punto de vista de los riesgos, tiene la impresión de que actualmente no hay riesgos, por lo tanto, hoy día es el momento de enfrentar una reducción de la tasa porque los riesgos no son efectivos. ¿Cuál es la justificación principal de la reducción de la tasa? A su juicio, es que los rezagos que se están observando en los efectos de la política monetaria son mayores. Si el Banco tiene un esquema de política en el cual sus horizontes de transmisión de la política monetaria son muy cortos, normalmente tiene que distanciarse muy poco de la tasa neutral o de una tasa intermedia o va a variar poco las tasas. Si se enfrentan situaciones en las cuales los mecanismos de transmisión tienen rezagos superiores, ya sea porque la gente no puede reprogramar si tiene créditos con tasas altas, ya sea porque hay ciertas rigideces, o sea, por distintas razones hay rezagos mayores, lo normal es que la tasa tenga que actuar con una intensidad mayor y aquí no tiene por qué saberse, en las circunstancias actuales, cuáles son efectivamente los rezagos, porque no se tienen todos los elementos de certeza como para hacer afirmaciones. Por consiguiente, cree que es recomendable una reducción en la tasa ya que los rezagos con que está operando la política monetaria, en las circunstancias actuales, han sido más prolongados que los habituales que se consideran en la forma de hacer política.

Para terminar, el señor Marshall señala que todo lo anterior son elementos que no cree que vayan a estar presentes el próximo mes o en dos meses más, porque las situaciones van a ser cambiantes, es posible que exista una situación del precio del petróleo muy distinta o que haya otra alteración, por lo tanto, piensa que ahora se conjugan los elementos y considera que hay que aprovechar el momento actual para dar un paso en esas direcciones y, por consiguiente, su preferencia sería aprobar una reducción de 25 puntos base en esta reunión.

El señor Presidente manifiesta que las holguras que hoy día se enfrentan son claramente mayores que las que existían en la reunión anterior, en la que se resolvió no mover la tasa. Señala que esas holguras han aumentado, por lo tanto, los argumentos que en ese momento se esgrimieron para mantener la tasa se ven claramente debilitados. Su duda principal, en relación con una reducción de la tasa en esta oportunidad, tiene relación con su efecto sobre los niveles de actividad y a través de ellos igualmente sobre la inflación hacia adelante. De ahí, que haya hecho esta pregunta tal vez un poco incómoda a la División de Estudios porque han tenido que reunir información en un plazo bastante breve para responderle. No queda tranquilo con la respuesta, realmente cree que se requiere un trabajo más a fondo sobre este tema porque se va a estar enfrentando esta pregunta de nuevo, recurrentemente, hacia adelante y por lo tanto, pide desde ya a la División de Estudios, que en conjunto con quienes estime apropiado, realice un análisis más en detalle de este fenómeno. No teniendo ese estudio a la mano, no le cabe duda que una acción de política monetaria hoy día no necesita revertirse al mes próximo, cree que casi cualesquiera que sean las circunstancias en los próximos meses, la decisión que hoy día se tome puede sostenerse por un tiempo de al menos tres o cuatro meses, lo que es bastante razonable para cambiar una decisión para el caso que resultare equivocada.

Por lo anterior, el señor Massad se inclina por una reducción en la tasa de interés de 25 puntos base, dadas las mayores holguras que hoy día existen y sin perjuicio del análisis encomendado a la Gerencia de División de Estudios. Estima no adecuado adoptar una decisión de este orden sobre la base de una variación de los rezagos de transmisión, porque no hay todavía una evidencia suficientemente poderosa sobre eso, por tanto, su fundamento central para llegar a esta decisión es el hecho de que las holguras que hay ahora son mayores que las del mes pasado y no existe riesgo claro y visible en materia inflacionaria que haga debilitar una decisión en esta dirección.



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

20-01-010612 – Tasa de Instancia Monetaria.

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.

IV. Comunicado.

El Presidente propone el siguiente texto para el comunicado:

“ En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió hoy reducir la tasa de interés de política en 25 puntos base, desde UF más 3,75% a UF más 3,5%. Los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustaron también en 25 puntos base.

La economía está creciendo a un ritmo algo menor a lo previsto en el Informe de Política Monetaria de mayo; la inflación mantiene una trayectoria controlada y con tendencia a la baja; el desempleo se ha mostrado levemente al alza, y las cifras de importaciones se ven débiles. Los indicadores monetarios y financieros muestran aumentos que anticipan una recuperación del crecimiento del gasto y de la actividad económica a partir del segundo semestre. Sin embargo, la inflación caería por debajo de 3% en el horizonte de proyección, lo que fundamenta la reducción acordada en la tasa de política monetaria.

El Banco Central continuará usando la política monetaria con flexibilidad para enfrentar las desviaciones que se proyecten en la trayectoria de la inflación respecto de la meta establecida.”

El Consejo aprueba el texto del Comunicado.

V. Fecha Sesión de Política Monetaria del mes de diciembre de 2001.

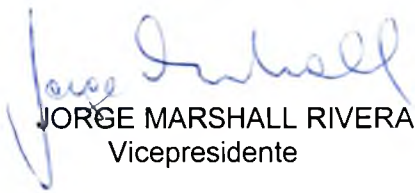
El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de diciembre de 2001, para el día 13 de ese mes.

Antes de terminar la sesión, el señor Presidente manifiesta que es tiempo de retomar la discusión sobre nominalización. Cree que a los niveles de inflación que se está llegando, la falta de avance en ese campo puede empezar a generar problemas. Insiste en retomar la discusión lo antes posible.



Por último, el señor Schmidt-Hebbel propone que el comunicado sea traducido al inglés, para que pueda publicarse en Internet aunque sea con un rezago de una o dos horas o que aparezca al mediodía del día siguiente. El Vicepresidente opina que correspondería a la Gerencia de División Internacional diseñar un mecanismo para tal efecto.

Se levanta la Sesión a las 18,25 horas.



JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente



CARLOS MASSAD ABUD
Presidente



MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe



MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera