



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 9  
DE POLITICA MONETARIA  
celebrada el 28 de agosto de 2000

---

En Santiago de Chile, a 28 de agosto de 2000, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Carlos Massad Abud y con la asistencia del Vicepresidente, don Jorge Marshall Rivera y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina, señor Pablo Piñera Echenique y señor Jorge Desormeaux Jiménez.

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

Asisten también los señores:

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

Inicia la Sesión el Presidente señalando que hacia fines de la semana pasada, el señor Ministro de Hacienda puso a disposición del Consejo, cierta información relevante con la que no se contaba y que altera el balance de riesgos que se había hecho en reuniones pasadas. La nueva información se refiere fundamentalmente al comportamiento de indicadores de producción, venta y empleo a nivel nacional.

En función de esa información y de sus efectos, señala el señor Massad que los Consejeros se reunieron esta mañana y acordaron realizar hoy la reunión de política monetaria, para poder evaluar más a fondo dicha información y a base de ella revisar las perspectivas y tomar las decisiones que correspondan al respecto.

Asimismo, si bien la sesión fue citada como sesión especial, atendido que se encuentran presentes en la Sala la unanimidad de los integrantes del Consejo y el señor Ministro de Hacienda, se resuelve darle a esta sesión el carácter de ordinaria, para todos los efectos legales y reglamentarios, resolviéndose en consecuencia adelantar, para esta fecha, la reunión de política monetaria programada para el próximo miércoles 6 de septiembre de 2000.



A continuación, el Presidente cede la palabra al Gerente de División de Estudios para revisar la situación y como es habitual, el Gerente de Programación Macroeconómica, don Luis Oscar Herrera B. presenta el siguiente informe:

- \* Se ha conocido la cifra de expansión del PIB, 5,8% en el primer trimestre, además 9% año a año, pero en las últimas cifras se está observando una tasa de expansión promedio del orden de 2% anual trimestre a trimestre. Este crecimiento de la demanda interna ha estado concentrado en la variación de existencias mientras que la inversión y los indicadores de consumo presentaron una desaceleración y estas tendencias se mantienen en julio y agosto. La excepción son los datos de dinero que muestran un leve aumento.
- \* La desocupación que se había mantenido constante en junio, tras los antecedentes que se conocen respecto de julio muestran un ascenso y probablemente se mantendrá en los meses venideros, dada la forma de registro de esos datos.
- \* El aumento de los índices de desempleo y el deterioro de los índices de confianza vienen a proyectar una situación de menor dinamismo en la demanda interna en los trimestres venideros, pero por otra parte, este efecto sobre la demanda interna es parcialmente compensado por condiciones monetarias más expansivas, con tasas de interés de mediano y largo plazo a la baja y con un tipo de cambio realmente depreciado. Esto significa una situación más expansiva que la que existió en mayo y también con un mejoramiento marginal de las proyecciones respecto del escenario internacional.

En esta perspectiva, los antecedentes recientes son visibles. Por una parte, hay mejores proyecciones para la demanda externa, pero por otra parte un menor impulso de demanda interna. Puesto en el conjunto y para un nivel dado de la tasa de interés de política monetaria (TPM) de 5,5%, la tasa actualmente establecida, estos desarrollos llevarían a reducir las proyecciones de crecimiento del PIB para los próximos 24 meses.

- \* En lo que se refiere a las proyecciones de crecimiento, la revisión para el año 2000 es marginal, ya que se espera una variación del PIB del orden de 5,6%, algo por debajo de la cifra prevista anteriormente. Para los años 2001 y 2002, habría una reducción aún mayor, pasando de una proyección inicial entre 6% - 6,5% en mayo, a niveles en un rango entre 5% y 5,5% en la actualidad, de mantenerse la actual tasa de interés de política monetaria.
- \* Con estos resultados, para la TPM y también para las condiciones de una TPM de 5,5% la proyección de corto plazo del IPCX es superior a la de mayo último, por el efecto del tipo de cambio pero en mediano plazo desciende a 2% por las mayores holguras del producto y mercados internos.

En el mismo escenario, la proyección de corto plazo de la inflación IPC es más elevada que la de mayo último, pero su proyección de mediano plazo es inferior, como consecuencia de la anterior disminución del IPC y también una disminución en el precio de los combustibles.

El señor Herrera señala que lo anteriormente expuesto corresponde a los puntos más destacados del informe, pasando a continuación a hacer una revisión detallada de estos antecedentes:

- En relación con la evolución de la inflación, las referencias que existen para el mes de agosto indican que la situación efectiva tanto del IPC como del IPCX se mantendrían prácticamente estables respecto al mes anterior, habrían movimientos de centésimas que pueden determinar el incremento de una décima tanto en el IPC como en el IPCX en sus movimientos marginales. El IPCX se mantendría o se elevaría de un 2,6% a un 2,7%, el



IPC estaría en un rango de 3,8% a 3,9% similar al que tiene hoy día. Por lo tanto, a nivel de mediciones de inflación subyacente hay una estabilidad en los meses respecto a los ciclos de meses previos y esa situación se mantiene en agosto.

- \* En relación a precios específicos, el componente más importante sobre el cual se esperan novedades se refiere al incremento en el precio del petróleo. Esto provocaría, en los próximos meses, un aumento en el precio de los combustibles y previsiblemente también en el precio del transporte en el mes de septiembre. Estos factores introducen una presión transitoria sobre la inflación que elevaría principalmente los registros de IPC.
- \* Respecto de los factores relevantes para la inflación futura, durante los meses posteriores al Informe de Política Monetaria de mayo se va afianzando la expectativa de un continuado dinamismo del crecimiento de la economía mundial.
- \* En relación a los términos de intercambio también existe una mejor expectativa, coherente con las expectativas de los mercados internacionales y un incremento cercano al 7% para los próximos dos años, similar al que existía en la reunión de política monetaria anterior.
- \* El precio del petróleo se ha mostrado muy volátil y se mantiene en el rango de los US\$ 30 a US\$ 32 por barril. Es difícil predecir cuál va a ser su evolución futura, en todo caso se está reconociendo un precio promedio mayor que el que tenía anteriormente y eso significa, por una parte, un escenario de mayor presión de inflación y por otra parte, una reducción del ingreso real de los consumidores porque también tiene un impacto sobre las perspectivas de consumo para el futuro.
- \* No hay novedades respecto de las tasas de interés internacional. La última reunión de la FED confirmó la tasa prevaleciente, aunque indicó un sesgo al alza en ésta, pero en general el mercado ha tendido a entrar en una expectativa de cambios leves del orden de 25 puntos base hacia fines de año o simplemente nulo.
- \* En los términos de spreads soberanos, en general, las condiciones de financiamiento internacional han influido favorablemente para el conjunto de las economías emergentes y en el caso del PIB no hay un cambio significativo.
- \* Los mercados financieros en Chile, durante el mes de agosto, han continuado una tendencia de moderación en las tasas de interés. Los últimos antecedentes muestran tasas de interés de largo plazo que han llegado a niveles de 6,2% y eso ha ido moderando progresivamente las expectativas que existían inicialmente respecto a un aumento de la TPM, aunque hay que señalar que todavía el mercado hace una apuesta con los precios que revelan una expectativa de aumento de la TPM. Sin embargo, estas expectativas se han ido moderando progresivamente a través de los últimos meses.
- \* En relación al dinero, en julio y agosto se ha observado una leve recuperación del dinero M1A que contrasta con la tendencia que se había observado en meses previos. Los agregados monetarios más amplios muestran un crecimiento en este período. En el caso de los agregados monetarios más altos, una parte significativa de este crecimiento proviene de inversiones de las AFP, de una vuelta de las AFP a los mercados nacionales, mientras que las tenencias que están asociadas al sector privado y que podrían tener una relación más directa con decisiones de gasto, tienen un comportamiento más moderado.
- \* En el caso del crédito, se está observando un incremento principalmente del crédito vinculado al comercio exterior y crédito empresa, mientras que el crédito a personas ha



mostrado una desaceleración, particularmente una caída en los créditos de consumo y un menor ritmo de incremento en los créditos de vivienda. Los créditos comerciales tampoco muestran una tendencia creciente, por lo que el incremento en el crédito está radicado en colocaciones en comercio exterior.

- \* Respecto del tipo de cambio nominal, se observó a través del semestre una moderación de las expectativas de aumento de la TPM y eso estuvo asociado también a una depreciación del tipo de cambio. Parte de ese efecto se ha revertido a lo largo del último mes. El tipo de cambio ha estado en un nivel de \$ 550 por dólar a \$ 555 por dólar, en torno a \$ 545 por dólar en los datos recientes y este comportamiento es similar tanto para el tipo de cambio multilateral como para el dólar.
- \* En relación a los antecedentes de oferta y demanda, en las últimas cifras se está viendo que continúa un estancamiento en la evolución de la industria. Las ventas industriales, después de haber registrado un descenso desde comienzos de año hasta mayo y junio, han mostrado una leve tendencia ascendente, pero aún se mantienen por debajo del nivel de producción industrial, por tanto, ese crecimiento también es inferior a la producción industrial y eso refleja un grado de acumulación de inventarios que podría tener una consecuencia sobre la evolución futura de la producción.
- \* Las ventas de nuevas viviendas también han mostrado un nivel que está levemente por debajo del nivel alcanzado hacia fines del año pasado. Hay una leve recuperación en los plazos más recientes, pero aún se mantienen niveles que son comparables a los de mediados del año 1998.
- \* Finalmente, los antecedentes más relevantes de esta reunión, se refieren a la evolución del empleo. Las cifras de empleo total para el trimestre móvil mayo-julio y también el empleo excluyendo los programas de empleo y lo que se observa en la estadística es que desde principios de año existe un estancamiento, aunque hay volatilidad en las cifras, pero en promedio se observan las cifras de creación de empleo que estarían relativamente estancadas. En el caso del empleo total, se podría ver también una tendencia similar y eso refleja, especialmente los datos más recientes, una situación en el mercado laboral que se mantiene estancada y que incluso se observaría un incremento en la tasa de desocupación ajustada por factores estacionales.
- \* Hasta los datos anteriores se había obtenido una tasa de desocupación relativamente estable, levemente ascendente, pero los últimos datos marcan un cambio, un quiebre en esta tendencia, que según los antecedentes que se conocen respecto a los valores marginales de la tasa de desocupación y al comportamiento del empleo se mantendría también en el trimestre venidero.
- \* En la evolución de las ventas del comercio, en términos generales, se mantiene una leve tendencia descendente.
- \* En el caso de las ventas totales del comercio, éstas se mantienen constantes los últimos meses, aunque por debajo de los niveles que habían alcanzado a fines del año pasado, también por debajo de los niveles promedio del trimestre. El contraste entre ambas refleja que hubo una importante recuperación de las ventas de bienes durables, las ventas de bienes habituales quedaron más rezagadas y las ventas de automóviles, evidencian que se incrementa en el comportamiento de las ofertas de bienes durables que muestran tendencia ascendente, pero que ha tendido a aplanarse en los últimos 6 meses. Los datos marginales están levemente por debajo de los que había en los meses previos y básicamente se ha observado un estancamiento en los niveles de ventas de automóviles.



- \* En el caso de las importaciones no petróleo, también hay al día de hoy nuevos antecedentes para el mes de agosto, con una proyección basada en las primeras tres semanas. La proyección lleva a un nivel de las importaciones no petróleo FOB del orden de US\$ 1.200 millones. Se muestra la cifra CIF que es del orden de US\$ 1.300 millones, que son cifras que están por debajo de lo que había en los dos meses previos. Después de haber tenido esta tendencia ascendente de las cifras de importaciones no petróleo, el proceso de acumulación de inventarios en el comercio y también la depreciación del tipo de cambio real podrían estar induciendo la disminución de las importaciones no petróleo.
- \* Un factor que es también relevante de considerar respecto de lo que podría ser la perspectiva futura de inversión, son las perspectivas de recuperación de la inversión a la luz de lo que es la evolución de las tasas de interés. En esos términos, el impulso de esta recuperación sería el adecuado, sin embargo, hay un factor que también hay que entrar a ponderar y que se refiere a lo que son las expectativas respecto al futuro las que se puede observar en el mercado accionario que se han mantenido más bien planas a través de los medios de inversión. Ya hubo una recuperación significativa respecto a los deprimidos niveles que se habían alcanzado a mediados de 1998, pero desde entonces a la fecha no se ha observado un mejoramiento decisivo en el precio de los activos y eso, a diferencia de períodos anteriores de esta recuperación, indica que las perspectivas de recuperación para la inversión pueden ser más moderada en esta ocasión.
- \* El principal componente que se está introduciendo en estas proyecciones son los antecedentes recientes de desocupación. Esos antecedentes de desocupación y la proyección de que esta situación se va a mantener en los próximos seis meses, en que se va a observar una trayectoria de desocupación por encima de lo que se había previsto inicialmente, tiene un efecto directo sobre la evolución del consumo. Como aproximadamente por cada punto adicional de desocupación se puede restar un punto al crecimiento del consumo, eso significa deteriorar las perspectivas de crecimiento del consumo para los trimestres venideros respecto a lo que habría sido el escenario base anterior y eso tiene consecuencias sobre la trayectoria de la demanda y también de otros componentes que están vinculados a ella.
- \* En conclusión, luego de esta revisión de antecedentes respecto del informe de mayo, tal como se había revisado anteriormente, existe un mejor escenario para la evolución de la demanda externa, un mejor escenario de términos de intercambios y un tipo de cambio real más depreciado. Todos esos factores promueven un mayor impulso de demanda externa, pero, a la luz de lo que ha sido la evolución reciente en los indicadores de demanda interna, consumo e inversión, a la luz de lo que ha sido la evolución del índice de desempleo y también de las expectativas del sector privado, la proyección es que en los trimestres venideros tiene más asidero una hipótesis de que esta desaceleración de la demanda interna es un fenómeno más permanente de lo que aparecía hasta hace algunos meses, o sea, la acumulación de estos antecedentes lleva a proyectar que esta desaceleración podría continuar en los trimestres venideros y ese efecto superaría el efecto expansivo de la demanda externa determinando una reducción a las proyecciones de crecimiento. Con todo lo demás constante, trae una reducción a la proyección de inflación subyacente hacia un nivel más cercano al piso del rango meta y por lo tanto con riesgo más relevante de que nos encontremos por debajo de ese rango/meta.

El Presidente ofrece la palabra a los presentes.



El Consejero señor Desormeaux estima que los cuadros presentados son bastante claros, pero le preocupa saber exactamente qué es lo que hizo el Departamento de Estudios para llegar a estas conclusiones. Desea que le expliquen con más claridad qué supuestos se cambiaron y en qué magnitudes, y cómo se introdujo el tema del desempleo.

Explica el señor Herrera que como antecedentes tenían previsto dos escenarios alternativos, un escenario principal que continuaba proyectando la información que había hasta mayo último, a la luz de los desarrollos más recientes y un escenario alternativo que le daba mayor ponderación a los datos de evolución reciente del producto. De las variables de estado que han cambiado en la economía, la principal es el deterioro del resultado del desempleo, lo cual se introduce a través de la ecuación de consumo, entregando una menor proyección para lo que va a ser la evolución del consumo privado hacia adelante. Eso es el principal antecedente para proyectar un menor dinamismo de la demanda interna. Adicionalmente a eso hay otros factores que no están considerados directamente en el modelo que actualmente se está aplicando, que se refieren a los antecedentes respecto a expectativas del sector privado. Ese es un componente que no está directamente considerado, pero que también se le está dando peso para estas proyecciones futuras. Si se tomaran los datos de la evolución efectiva de la economía hasta hoy día, no se podría descartar que la economía está en una trayectoria similar a lo que se podría haber previsto hace algunos meses. Esa fue la revisión anterior que se hizo de estos datos. Hasta hace un mes la trayectoria de la economía era similar a la que se podría haber previsto o a la comparable con recuperaciones previas, salvo en dos componentes: 1) era el comportamiento del empleo y 2) el consumo condicional al empleo. Los antecedentes más recientes vienen a agudizar esa diferencia entre el comportamiento del empleo proyectado y el comportamiento efectivo del empleo y a su vez, se supone que también se va a agudizar la diferencia entre el consumo y recuperación previa por el impacto que esto tiene sobre el consumo.

Agrega el señor Herrera que un factor que efectivamente no se había considerado directamente o que adquiere más peso y que va a adquirir más peso a la luz de estos antecedentes es el deterioro de las expectativas privadas. En lugar de tener una tendencia ascendente en eso, se ha tenido una tendencia plana o descendente y eso probablemente también está indicando que se están tomando decisiones en las últimas cifras sobre la base de proyecciones menores de crecimiento.

El Gerente de la División de Estudios, señor Morandé, señala que hasta la reunión anterior el escenario central era uno donde estos antecedentes más recientes respecto de la evolución del gasto, no podían decir que se estaba manifestando un cambio de tendencia permanente en la evolución de la economía y por tanto, ese que era un escenario alternativo, se dejaba en un segundo plano. En las proyecciones que ha mostrado el señor Herrera hoy día, el escenario alternativo ha pasado a ser escenario central, en el sentido que se juzga como que ha habido un cambio más permanente en esta variable, o sea, hay información suficiente como para llegar a esa conclusión. De todos modos, dice, es un asunto que está todavía en discusión, pero por lo menos eso es lo que proyectan los índices.

A continuación, el Presidente manifiesta que en las últimas dos reuniones de política monetaria se analizó con cierta detención la opción de rebajar la tasa, a la luz de los antecedentes que había disponibles. En ese momento, dice, se apreciaba ya una cierta tendencia a disminuir la velocidad de crecimiento de la economía, una cierta debilidad en la demanda que parecía estar sostenida fundamentalmente por los inventarios; los inventarios tienden normalmente a alcanzar un cierto límite y luego no siguen presionando la demanda en forma permanente, de modo que ya en un par de reuniones anteriores se percibían algunos síntomas que le daban un grado de probabilidad a un debilitamiento en la tasa de crecimiento de los últimos trimestres. Sin embargo, hasta ese momento no había suficiente información



como para afianzar esa probabilidad, por lo cual, señala que el Consejo resolvió mantener en esos momentos la tasa de política monetaria. La nueva información que se ha recibido en el curso de la semana pasada, tal como lo ha señalado la División de Estudios, cambia ese balance de riesgos y pone claramente más énfasis en el sentido de una pérdida de dinamismo de la economía en los próximos meses, cuando aún no se terminan de recuperar los niveles de empleo del pasado y en un contexto en el cual parecen no estar seriamente amenazados los objetivos inflacionarios del Banco Central en el mediano plazo. Se sabe, dice, que esos objetivos están fuertemente amenazados en el plazo corto, por el aumento del precio del petróleo y otros precios, pero tal como lo señala la División de Estudios, no parece que se pudiera estar en un riesgo inflacionario hacia adelante, sino más bien se estaría topando con la parte más baja de nuestro rango y tal vez incluso yendo por debajo de esa cifra en el curso de ocho o diez trimestres. Ese cuadro, agrega, claramente muestra un cambio en el balance de riesgos que justifica revisar la posición que se ha mantenido en reuniones anteriores y cree que la revisión que se está realizando ahora se justifica plenamente en función de la información que hay a la vista y en particular de la nueva información que se recibió la semana pasada de parte del Ministro de Hacienda.

Enseguida, el Gerente de División de Estudios presenta las siguientes opciones:

“ El Informe presentado señala que se han ido configurando dos grandes escenarios posibles en el horizonte de los siguientes 12 a 24 meses. De un lado, el escenario “positivo” que apunta a que la desaceleración observada en la demanda interna en meses recientes es un fenómeno puntual que se revertirá por sí mismo a partir de condiciones monetarias que han ido adquiriendo un carácter más expansivo desde mayo pasado y el mejoramiento de las proyecciones para la economía internacional. En este escenario la inflación proyectada en el horizonte de política permanece esencialmente en el rango meta, suponiendo que se mantiene la actual instancia de la política monetaria, aunque la inflación total superaría el 4% por uno o dos trimestres antes de converger hacia 3% en el plazo de 4 trimestres. Es crucial para esta evolución de la inflación que haya una reversión en el precio internacional del petróleo hacia valores en torno a los US\$ 24 a 25 en el mismo horizonte. Asimismo, este escenario es coherente con una actividad económica creciendo poco más de 6% anual y un gasto global haciéndolo al 8% por año, con lo cual es previsible un desvanecimiento de las holguras en cuanto a capacidad hacia mediados de 2002.

El escenario “negativo”, en cambio, interpreta la evidencia más reciente de desaceleración de los indicadores de gasto privado y empleo y el deterioro de las expectativas privadas como la materialización de un cambio de tendencia más permanente en las condiciones macroeconómicas, que prorroga en el tiempo las holguras existentes en relación con la capacidad productiva del país, postergando a su vez la aparición de presiones inflacionarias y haciendo menos factible la materialización de efectos de segunda vuelta sobre la inflación a partir de los aumentos en los precios de los combustibles. Más aún, en este escenario se incrementa notoriamente el riesgo de que la inflación se pueda estacionar prolongadamente por debajo del 3% anual en el horizonte de 12 a 24 meses. Con base en los mismos supuestos generales del escenario anterior, la diferencia aquí estaría dada por un efecto más intenso sobre las decisiones de gasto de las personas en un ambiente de alto desempleo (y creciente en el margen), inseguridad laboral y alto endeudamiento previo, en tanto la recuperación de la inversión en sectores sensibles al gasto interno se vería postergada por la misma proyección de una demanda que demora en despegar definitivamente. La inversión en estos y otros sectores también se vería afectada por otros factores de orden microeconómico, aunque esto es válido en ambos escenarios. Con todo, el crecimiento de la actividad económica en este escenario “negativo” sería en torno a 5% anual en los próximos dos años, todo lo demás constante (incluida la TPM), en tanto el gasto interno crecería alrededor de 6,5% por año en el mismo período.



En el contexto de estos dos escenarios alternativos, las opciones de política monetaria que se abren son las de ***mantener*** (en caso que se suscriba el escenario "positivo") y de ***relajar*** (en caso que se sostenga el escenario "negativo"). Desde abril y hasta el 10 de agosto pasado, el Consejo otorgó más validez al escenario "positivo" y, en consecuencia, optó por mantener la tasa de interés de política monetaria en su nivel actual de 5,5%. Sin embargo, la evaluación de los riesgos ha ido cambiando paulatinamente conforme se ha ido validando una inflación subyacente por debajo de lo previsto y una serie de indicadores de demanda rezagados con relación a lo esperado en mayo pasado. Esto se ha reflejado en las opciones de política monetaria discutidas desde que se cambió por última vez la TPM (marzo), tal como lo muestra el cuadro 1.

Cuadro 1

Fecha Reunión Política Monetaria	Opciones Consideradas			Decisión
	Relajar	Mantener	Endurecer	
11 de abril		XX	XX	Mantener
9 de mayo	XX	XX	XX	Mantener
8 de junio	XX	XX	XX	Mantener
11 de julio	XX	XX	XX	Mantener
10 de agosto	XX	XX		Mantener
27 de agosto	XX	XX		¿?

Los riesgos de las dos opciones consideradas en esta oportunidad están, por un lado, vinculados a la posibilidad de que se suscriba un escenario y efectivamente se dé el escenario alternativo y, por otro lado, a la lectura que haga el mercado de la información disponible, de la decisión del Consejo, de su oportunidad (incluida la convocatoria de esta reunión), y de su relación con otras políticas de gobierno.

Respecto de los riesgos de equivocarse de escenario, la información de gasto, inflación y empleo disponible más recientemente avalan un aumento en la probabilidad del escenario "negativo". Si se redujera hoy la TPM y finalmente la demanda recupera impulso más rápido y aumentan las presiones de inflación en el horizonte de política, eso llevaría a revertir esta reducción hipotética de hoy en un plazo breve, por lo que habría un costo de mayor inestabilidad de la TPM, con un eventual efecto en la credibilidad de la política. Al revés, si se mantiene la actual TPM y se confirma el escenario negativo, arriesgamos en el margen una tendencia inflacionaria que se mantiene claramente por debajo de 3% (en el horizonte de política) y una demanda agregada más aletargada. La evaluación de estos riesgos está fuertemente influida por la probabilidad subjetiva que se quiera dar a cada uno de los escenarios.

Más compleja resulta la evaluación de los riesgos asociados al *interplay* con el mercado. Hay, desde luego, un riesgo de que el mercado entienda la actual coyuntura de un modo distinto al BC. Por ejemplo, los agentes relevantes del mercado podrían estimar que es más probable el escenario "positivo" en circunstancia que el BC reduce su TPM apelando al escenario "negativo", con lo cual las tasas de interés de mercado podrían subir con un tipo de cambio que no se deprecia, desdibujándose en parte el efecto expansivo que se busca sobre la demanda interna. En una situación inversa, el mercado, después de conocer las últimas cifras de actividad y empleo, podría validar un espacio para bajar la TPM más temprano que tarde, para





BANCO CENTRAL DE CHILE

estimular la demanda interna y el empleo sin efectos inflacionarios, siempre y cuando no se adoptaran otras decisiones de impulso en el área fiscal.

A lo anterior hay que agregar dos consideraciones: (a) el sentido de urgencia que tiene la convocatoria a esta reunión; a este respecto, la pregunta del mercado puede ser ¿nos dimos cuenta de pronto que la economía está bastante más mal?; y (b) la necesaria coordinación con las políticas del Ejecutivo frente a un diagnóstico de este último que claramente suscribe el escenario "negativo". En otras palabras, ¿qué cambios introducirá el gobierno en sus políticas, fiscales y otras, después que el Consejo adopte su decisión hoy? Cualquiera que sea la evaluación que se haga de estas interrogantes, se hace extremadamente importante la manera en que se articula frente a la opinión pública la posición del Banco Central (comunicado).

Si se toma la opción de relajar, la siguiente pregunta es en qué magnitud hacerlo. Las proyecciones que es posible realizar en el marco del escenario "negativo" permiten una reducción de 50 pb manteniendo a la inflación en el entorno de 3% anual en el horizonte de planeación. Una reducción de esta magnitud intensifica los riesgos mencionados respecto de la opción de relajar (con relación a una rebaja de 25 pb), pero también se aumentan los potenciales beneficios de una acción pronta y más definitiva en una economía que puede observar, al revés, una inflación prolongadamente por debajo de la meta de mediano plazo."

Antes de continuar en la consideración de estas opciones, estima el señor Presidente que es extremadamente importante conocer la versión del señor Ministro de Hacienda en cuanto a las medidas fiscales que pudieran tenerse previstas, ya que las proyecciones que se han hecho suponen que no hay medidas fiscales de apoyo a la economía de ninguna importancia macroeconómica y, por tanto, que se cumplen los compromisos de crecimiento del gasto público que ha hecho el gobierno de 3,3%, del gasto con un impacto macroeconómico y que el déficit de este año se reduce a un tercio del déficit del año pasado y que el año próximo se estaría alcanzando una situación estacionaria en materia de superávit estructural. Señala el señor Massad que sobre esa base se han hecho los estudios de la División y por tanto, esas bases tendrían que ser revisadas si la posición del gobierno es distinta y en eso es esencial tener la opinión del Ministro de Hacienda.

El señor Ministro de Hacienda expresa lo siguiente: "Para dar una respuesta breve respecto a los tres supuestos muy bien descritos por el Presidente del Banco, debo reafirmar que esa es nuestra intención en el evento en que el Banco Central bajara la tasa de interés de política en el orden de 50 puntos base. Nuestro diagnóstico se parece más al escenario pesimista y va un poco más allá. Hace ya un tiempo que en las conversaciones con el Banco Central hemos venido planteando nuestro temor a que en las últimas cifras, tanto la demanda como la producción, se han visto estancadas, que las cifras de doce meses no han acusado recibo por cuanto todavía las comparamos con un momento del ciclo anterior en que la economía no subía en niveles, pero desde luego que todos sabemos que a partir de aproximadamente agosto o septiembre la economía tuvo un fuerte impulso en niveles el año pasado, con lo cual y dado que no vemos ningún elemento positivo en el futuro cercano, excepción hecha del efecto rezagado de la reducción de las tasas largas, pensamos que el escenario más probable es que, sin cambios, la tasa de crecimiento en doce meses se desacelere en forma importante, no descartando la posibilidad de que esté en el orden de 3% a 4% en el último trimestre de este año y que nos encaminemos a una trayectoria de crecimiento moderado durante el 2001. Con este diagnóstico, al gobierno le parece que es imprescindible actuar para romper el círculo vicioso de mayor desempleo/menor consumo y menor consumo/mayor desempleo. Es evidente que la relación es en ambos sentidos y eso es lo

29



que condiciona que, a menos que uno le dé un impulso a la economía, ese círculo vicioso sólo tienda a profundizarse.

Hemos también analizado, con alguna detención, si el tema del desempleo se explica por una sustitución de factores o por un problema de nivel de producción, o por algo, y la hipótesis de que fundamentalmente es un problema de crecimiento, habida cuenta del rezago, no puede ser descartada. Así las cosas, me parece que la política apropiada es actuar sobre la demanda agregada, para recuperar bienes del empleo y del consumo y así de demanda y crecimiento y por tanto, de empleo. Nosotros no tenemos vuestra experiencia en materia de proyección de inflación, aunque respetamos plenamente vuestras decisiones, no obstante, con la información más reciente sabemos que la inflación subyacente ha estado dentro de un margen del orden estadístico básicamente estable y debajo del 3% por algunos meses y que la inflación IPCX1, esto es descontando los microbuses y otros efectos, está establemente situada por algunos meses debajo de 2%, por tanto, entendemos que el riesgo de intentar salir del círculo vicioso con una política de demanda, desde el punto de vista de una aceleración de la inflación es virtualmente inexistente dentro del presupuesto moderado.

Quisiera decir que no obstante todo lo anterior y reafirmando los tres supuestos de política fiscal que el Presidente ha señalado, y es más, fortaleciendo la concepción que el Ministerio de Hacienda tiene sobre cómo debe funcionar la política macroeconómica para llevar a un buen equilibrio y no a un mal equilibrio, que consiste básicamente en que el Fisco tiene como misión reequilibrar la balanza estructural hasta llegar a un nivel de 1% en el año 2001 y de allí en adelante simplemente tener una política neutral que permite permanecer en el año 2001 en adelante con el superávit de 1%, pero un elemento fuerte contracíclico. La circunstancia actual, esto es cuando estamos construyendo todavía ese superávit estructural, hace que la política fiscal sea moderadamente procíclica. No obstante lo anterior, en virtud de un esquema de coordinación de política, como decía, que nos lleve a un buen equilibrio, nosotros atribuimos fundamentalmente al Banco Central el manejo del nivel de demanda agregada vis a vis inflación, o sea, el manejo de la demanda agregada antes del punto de aceleración de inflación, mientras el Fisco tiene el deber de mantener la confianza a través de cuentas fiscales sanas y proveer los bienes públicos que en consideración del gobierno actual se puedan necesitar.

Con todo lo anterior, quisiera solamente terminar diciendo que el gobierno se propone, no obstante cumplir exactamente los tres supuestos que señalaba el Presidente, hacer medidas de carácter estructural y algunas de carácter simbólico, que no tienen una implicancia presupuestaria de primer orden, esto es, que se inscriben plenamente en la reducción a un tercio del déficit contable del Fisco entre 1999 y 2000 y que se inscriben también en el propósito declarado de tener un 1% de superávit el próximo año, cuales son el reprogramar con algunos meses de gracia el pago de impuestos atrasados que creemos debiera dar lugar a una recolección de impuestos en mora similar a los que operan por la vía de los cobros judiciales y por lo tanto, no habría costo fiscal. Enseguida, nos proponemos producir un adelanto en el crédito que el sector privado le da a cero costo al Fisco, mediante la acumulación de débitos del Fisco con el sector privado que se cancela sólo con motivo de la operación renta en mayo y nos proponemos por tanto, sobre la base del cálculo histórico de lo que han sido las devoluciones a personas naturales en el mes de mayo, devolver anticipadamente hasta un 50% de ese monto.

Una tercera medida que dice relación con dar un bono a las familias más pobres, realmente las familias más pobres que son las que reciben el subsidio único fiscal (subsidio de cesantía) que son alrededor de 800 mil personas en la extrema pobreza, un bono de 10 mil pesos que, dado que estas personas son alrededor de un millón, tendría un costo de diez mil millones de pesos, que podrían acomodarse sobre la base de la supresión de algunos



gastos contemplados de aquí a fin de año, gastos que van a ser suprimidos para cederle el paso a este bono y por tanto, una vez más que la política fiscal se sigue inscribiendo en el cometido de incrementar los gastos no más allá de un 3,3% este año. Las medidas de orden estructural creo que son un punto pacífico para todos, por cuanto no creo que sea necesario comentarlas.”

El señor Presidente ofrece la palabra para que se comente las opciones.

El Vicepresidente señor Marshall cree que es bastante importante el diagnóstico que el Consejo transmita al tomar esta medida y manifiesta que su visión es tal vez un punto intermedio entre el escenario positivo y el escenario negativo que dio el señor Morandé, tomando en cuenta que los elementos del escenario positivo están presentes, ya que hay condiciones monetarias que han ido adquiriendo un carácter más expansivo y hay un mejoramiento de las proyecciones de la economía internacional. A eso, señala, se podría agregar que existe una política fiscal muy responsable y que ha demostrado ya durante el primer semestre ese compromiso con metas y con reglas; por el lado de la política monetaria también existe un mecanismo de política que es estable, predecible y transparente, de modo que los elementos que están presentes en aquel escenario que el señor Morandé llama positivo están plenamente vigentes, y eso lleva a pensar qué es lo que no está presente y por tanto, cuál es el elemento de diagnóstico. Cree el señor Marshall que lo que no está presente del elemento de diagnóstico es que hay algunos factores sin que las condiciones monetarias sean la causa. Nuestro diagnóstico, dice, no es que se interprete que las condiciones monetarias han sido restrictivas en los últimos meses y por tanto esa ha sido la causa de la lentitud de la demanda, sino que hay algunos factores que pueden ser analizados por el lado de la creación y destrucción de producto.

Por el lado de la destrucción, cree que el Presidente en algún momento dijo que el efecto de los desarrollos tecnológicos más recientes, para una economía como la chilena, significaba poner en duda ciertos empleos, incluso podría significar que las empresas puedan reducir sus plantas y sus costos y por esa vía acceder a tecnologías más modernas y por tanto, los aumentos de productividad se iban a producir, tal vez en el corto plazo, en disminuciones de empleo, aumento del desempleo, lo que es coincidente con una observación más bien casual. Dice no tener mucha evidencia de que el aumento de la tasa de desempleo en los meses más recientes de este año tiene alguna asociación mayor con estratos de mayor nivel de ingresos o mayor nivel de capital humano, evidencia más bien circunstancial, no muy poderosa, pero que se puede trabajar más. Entonces se observa un fenómeno de destrucción de producto por un lado, dado por aumento de productividad o por tecnología y eso normalmente se debe compensar en la economía con factores de creación. Por el lado de la inversión se observan flujos de capitales o financiamiento internacional relativamente modestos. Señala que tampoco existen los factores normales o tradicionales en donde operan estos factores de creación; la inversión extranjera durante este año ha estado algo más deprimida, el financiamiento internacional algo más bajo y cree que a eso se debe agregar también ciertas señales que el mercado analiza o procesa para tomar decisiones de inversión. Por lo tanto, dice, el resultado de esto es que esta no sincronía entre factores de destrucción y factores de creación de producto, en la medida que estos factores permanezcan en el tiempo, el riesgo de pasar al escenario negativo es mayor, el riesgo es simplemente encontrarse con que la trayectoria sea una trayectoria de menor crecimiento, porque no hay suficiente demanda. Cree que es importante, para él personalmente, hacer este análisis, por cuanto cree que lo que el Banco Central hace en cuanto a generar condiciones monetarias aún más expansivas o más favorables en la expansión de la demanda y lo que hace la autoridad fiscal, de acuerdo a lo anunciado por el Ministro, es coincidente con este diagnóstico, por lo que estima que es importante transmitir un diagnóstico que tenga coherencia. En el Banco Central



hacer una política más expansiva para asegurar que la demanda no va a seguir una trayectoria que no es la deseada, sino que va a seguir una trayectoria más dinámica porque las condiciones de la economía así lo permiten y al mismo tiempo la autoridad fiscal, junto con buscar soluciones específicas a temas concretos, genera señales y condiciones micro, condiciones estructurales, que son más favorables para la inversión.

Concluye el señor Marshall señalando que se queda con un escenario positivo en el cual se han introducido ciertos factores de rezago y frente a esos factores de rezago el Banco Central actúa con la política de generar condiciones monetarias más expansivas.

El Consejero señor Piñera manifiesta que las últimas cifras entregadas por el señor Ministro de Hacienda estuvieron muy presentes en la última reunión de política monetaria cuando el Banco claramente no aceptó bajar la tasa de política monetaria y la gran duda era si los dos meses malos eran transitorios o permanentes, y se dejó claramente establecido de que en la medida que las cifras negativas se fueran confirmando, en la próxima reunión el Banco estaría dispuesto a hacer una baja de tasa de interés y así quedó claramente reflejado en el comunicado del Banco Central. Cree que si hoy día se acuerda bajar la tasa en 0,5% es muy consistente con lo que se analizó en la última reunión de política monetaria, por lo tanto, señala estar de acuerdo con eso.

Lo segundo que estima que hay que tener presente, es que cuando se fijó la tasa de interés de un día, uno de los elementos más importantes para este cambio era hacer más flexible la tasa de instancia, poder moverla con más facilidad y que no fuera un trauma como era antes porque afectaba a 90 días. En ese sentido, dice, hay que tener una tasa de interés diaria más flexible, como tienen todos los países que usan tasas de interés flexibles.

En tercer lugar, el señor Piñera cree que además del asunto de la demanda interna del país, hay otros elementos no económicos que probablemente están afectando desde un punto de vista negativo y eso puede hacer aún más fuerte la caída en los términos de consumo futuro y también tener presente que este aumento sustantivo de inventarios que ha habido, que pueden haber sido inventarios deseados frente a una espera de un fuerte consumo, puede llevar a que si no se produce consumo, la gente empieza a bajar el nivel de producción y a bajar los inventarios, lo cual tiende un poco a agudizarse en la parte más negativa.

Enseguida se refiere al tema de capitales externos en que estamos muy cercanos a cero, aunque eso, dice, es genérico para todos los países emergentes de acuerdo al informe del Fondo Monetario Internacional, por lo tanto no es un problema atribuible a Chile y eso hace que no sea muy fácil que en el muy corto plazo venga una reversión fuerte, que llegue al país un gran flujo de capitales externos.

Y por último, hace un alcance al tema del empleo. Cree que va a tener que preocuparse quien le corresponda, porque va a costar volver a los niveles de empleo que había antes de la crisis, en parte, como planteaba el Presidente, por motivos tecnológicos, pero también en conversaciones con muchos empresarios, se tiene la impresión de que como en el país hubo un período de bonanza como de 14 ó 13 años, nadie estaba muy preocupado de achicar gastos. En la crisis, dice, hubo una fuerte rebaja de gastos y en personal, y hoy día se dan cuenta que puede producir igual que antes con menos gente, luego, las crisis tan profundas como ésta, en que hubo un período largo de bonanza, generan una mejoría en la eficiencia de uso de recurso humano, por lo tanto cree que va a ser complicado volver a niveles de empleo similares a los que había antes de la crisis. Las crisis originan mejoría de eficiencia, porque la gente trata de preocuparse de cada gasto.

fy



Concluye el señor Piñera señalando que tal cual lo dijo al principio, está muy de acuerdo con la rebaja de la tasa de política monetaria de 0,5%.

La Consejera señora Ovalle está de acuerdo con lo planteado por el Vicepresidente, don Jorge Marshall, en el sentido de que se encuentran en el escenario intermedio entre los escenarios positivo y negativo planteados por la División de Estudio. Cree que existen opciones para cualquiera de los dos escenarios, la diferencia está en que si ocurriera el escenario negativo, esto traería consecuencias graves para el país. Actualmente, dice, existe una pérdida de dinamismo en el crecimiento de la economía y no está amenazado el objetivo de inflación de mediano plazo, por lo cual ante la posibilidad descrita, está de acuerdo en bajar la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base.

El Consejero señor Desormeaux señala que desde el punto de vista del Banco Central, en su opinión personal, sería altamente deseable tener un poco más de evidencia antes de actuar en una situación como ésta, en la cual existen dos escenarios y si uno se equivoca de escenario se corren riesgos que no son menores. Se minimizarían esos riesgos, dice, si se pudiera esperar, pero por otro lado está claro que una actuación oportuna del Banco Central puede significar que no sea la política fiscal la llamada a actuar. Así, aparece como una opción válida, una acción oportuna del Banco Central relajando la política monetaria. Cree firmemente que dentro de las razones que explican esta desaceleración de la demanda y del empleo no está solamente la introducción de nuevas tecnologías. Cree que aquí claramente hay, por una parte una disminución drástica en los flujos de capitales externos, tema que no solamente afecta a nuestro país sino que a todos los países emergentes y particularmente en América Latina, pero también hay aspectos que el Consejero Piñera llamaba "no económicos", elementos propios de nuestro país, como un clima de negocios enrarecido por propuestas de reformas y regulaciones que han reducido la confianza del sector empresarial. No hay duda, señala, que la primera prioridad desde el punto de vista político sería actuar en ese campo, pero la verdad es que cualquier corrección en ese campo sólo produciría efectos de manera muy gradual, por lo cual estima que esa consideración no cambia las dos opciones que se han considerado, las opciones del escenario más positivo cuya probabilidad se observa que ha ido cayendo en el tiempo y la probabilidad de un escenario más negativo o alguna combinación de ambos que, en cualquier caso, lleva a la opción de relajar la política monetaria en esta oportunidad.

El Presidente señor Massad manifiesta que también está por rebajar la tasa de interés de política en 50 puntos base. Le parece que está claro y firme el compromiso fiscal de una política que en el resto del año y probablemente en la mayor parte del próximo va a tener un sentido más bien restrictivo que expansivo y por lo tanto, la combinación de política económica más apropiada es una que en promedio tiene una política monetaria algo más expansiva que si estas cosas no ocurrieran.

También señala que no se puede esperar que el nivel de empleo en el futuro sea muy fácilmente el que había en el pasado, de hecho, dice, nos estamos comparando con una tasa de desempleo de los años 1996/1997 que reflejó un momento de una economía que crecía a un ritmo insostenible, con niveles de gasto insostenibles y por tanto, es muy probable que esas cifras no sirvan de referencia para pensar en los niveles "normales" de lo que podría ser en el país el empleo de la fuerza de trabajo y que esa cifra o que esos niveles normales sean más altos que los que se observaron en ese período, a menos que reformas estructurales en el campo de la flexibilidad laboral, en el campo del capital humano incorporado, etc. permitan hacer un cambio que vaya más allá de lo que sería el cambio normal por meras medidas de tipo macroeconómico. De modo que su sugerencia en esto sería no mirar hacia los años 1996/1997 como la cifra con las cuales debiéramos compararnos en materia de



desempleo, sino más bien mirar algo más atrás que eso, cuando la economía crecía a ritmos que eran verdaderamente sostenibles. Agrega que no debíamos esperar ninguna reacción inmediata en los niveles de empleo, porque es muy probable que los próximos meses puedan señalar cifras que sean aún más difíciles que las que se está viendo ahora, por el sólo proceso del cálculo, que es un promedio trimestral y desea dejar constancia que si se observara algún grado de deterioro en esos promedios trimestrales, no le servirían como una base para decir que la política monetaria debiera flexibilizarse aún más, porque es una información que ya está incorporada en los estudios y en la discusión que se ha tenido hoy día. Agrega que esto no significa que no se pueda alterar la tasa en el futuro en cualquier dirección, si las circunstancias así lo indican, pero esa mera circunstancia de que la cifra de desempleo promedio trimestral continúe deteriorándose todavía durante un par de meses, no se debería considerar como un argumento suficiente para nuevos cambios en la política monetaria, porque podría llevar a una sobrereacción que pudiera poner en peligro todo un conjunto de políticas y señala que se refiere aquí no sólo a la política monetaria. Cree que se justifica dar el paso que entiende estaría aprobado por la unanimidad de los Consejeros, estima que la redacción del comunicado tendrá que ser especialmente cuidadosa y es lo que se analiza a continuación.

En consecuencia, el Consejo adopta el siguiente Acuerdo:

**09-01-000828 – Tasa de Instancia Monetaria.**

***El Consejo acordó reducir la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, a UF más 5,0%.***

***Asimismo, los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustan también en 50 puntos base.***

Se retira el señor Ministro de Hacienda, don Nicolás Eyzaguirre G.

Finalmente, el Presidente propone el siguiente texto para el comunicado:

“En el curso de la semana pasada, el Ministro de Hacienda puso a disposición del Banco Central información reciente y relevante sobre el comportamiento de indicadores de producción, ventas y empleo a nivel nacional. El Consejo del Banco Central, vistos la información mencionada y otros antecedentes que sirven de base a las proyecciones de mediano plazo de la inflación, convino en adelantar al día de hoy la reunión de política monetaria programada para el próximo miércoles 6 de septiembre.

En esta reunión se analizó la evolución reciente de la economía, y sus perspectivas para los próximos veinticuatro meses. Los antecedentes examinados señalan que, si bien la actividad económica continúa en una trayectoria de crecimiento, el ritmo de la expansión de las ventas internas y el empleo han descendido en meses recientes, en tanto que la inflación subyacente se mantiene estable. La persistencia de tasas de desempleo elevadas, junto con el consiguiente deterioro de las expectativas económicas, llevan a proyectar un crecimiento más moderado de la demanda interna, a pesar de que las condiciones monetarias se han tornado más expansivas en los últimos meses. Ello implica la proyección de una tasa de inflación en el mediano plazo que, no obstante los efectos



visibles de los aumentos de los precios de los combustibles, evolucionaría hacia niveles por debajo de 3% en el horizonte de política.


Basado en el análisis anterior, y tomando en cuenta las holguras existentes, el Consejo del Banco Central resolvió reducir la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, a UF más 5,0%. Los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustan también en 50 puntos base.

Esta decisión se adoptó en el marco del compromiso del gobierno en orden a que el gasto fiscal con efecto macroeconómico crezca en un 3,3% este año y a la consecución de un superávit estructural de 1% del PIB a fines de 2001. Las metas fiscales fueron reiteradas por el Ministro de Hacienda en la reunión del Consejo.

El Banco Central continuará usando la política monetaria con toda la flexibilidad que exijan las circunstancias, de modo de confrontar los riesgos que, en cualquier dirección, se proyecten respecto de la trayectoria de mediano plazo de la inflación en relación a su meta."

El Consejo aprueba el texto del comunicado.

Se levanta la Sesión a las 18,15 horas.

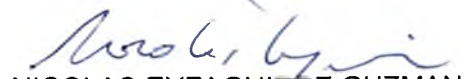
  
JORGE MARSHALL RIVERA  
Vicepresidente

  
CARLOS MASSAD ABUD  
Presidente

  
PABLO PIÑERA ECHENIQUE  
Consejero

  
MARIA ELENA OVALLE MOLINA  
Consejera

  
JORGE DESORMEAUX JIMENEZ  
Consejero

  
NICOLAS EYZAGUIRRE GUZMAN  
Ministro de Hacienda

  
MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI  
Ministro de Fe