



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 21
DE POLITICA MONETARIA
celebrada el 12 de julio de 2001

En Santiago de Chile, a 12 de julio 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 los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina, señor Jorge Desormeaux Jiménez y señor José De Gregorio Rebeco.

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 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 Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de Análisis y Operaciones Internacionales, don Sergio Lehmann Beresi;
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.

Se encuentra también presente, especialmente invitado, el Coordinador de Política Económica del Ministerio de Hacienda, don Rodrigo Valdés Pulido.

I. Resolución sobre Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 20, celebrada el 12 de junio de 2001.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo el Proyecto de Acta de la Sesión N° 20, celebrada el 12 de junio de 2001, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

II. Resolución sobre Minutas de las Actas 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 las Minutas de las Actas de las Sesiones N°s 18 y 19, celebradas el 10 y 11 de mayo de 2001, respectivamente, las que se aprueban sin observaciones.



III. Exposición.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Pablo García, señala que la volatilidad en los mercados financieros de la región se acentuó fuertemente durante la última semana. Dicho fenómeno afectó principalmente al valor del dólar, y sólo en menor magnitud, a las tasas de interés domésticas. Las continuas turbulencias en las economías de la región se ven en parte compensadas por perspectivas cada vez más ciertas de una aceleración en el crecimiento de los Estados Unidos durante el segundo semestre. Por el lado de la economía doméstica, persisten las señales positivas en la evolución del dinero, del crédito, de las ventas inmobiliarias y en algunos sectores de la industria. Agrega, que la lenta evolución del empleo agregado, en tanto, continúa siendo la fuente de contención del consumo y de las presiones inflacionarias. En este entorno de señales mixtas, los mercados esperan la mantención de la tasa de interés de política monetaria en su nivel actual.

I. Evolución reciente de los precios

En junio la inflación anual del IPC descendió a 3,6%, en gran parte por las caídas de los precios de los combustibles en las últimas semanas. Este efecto continuará presente en julio lo que, sumado a los menores precios del vestuario, llevará a la inflación de ese último mes a niveles cercanos o por debajo de 0%, a pesar de la depreciación del peso. Respecto del IPCX, éste mostró una inflación de 2,7% en junio y se anticipa que se acercará a 3% en julio. Este gradual aumento en la inflación subyacente (0% en abril, 0,3% en mayo y 0,4% en junio) se debe sobre todo a los aumentos en las tarifas reguladas y a los alimentos incluidos en el índice (en especial las carnes). En efecto, la mayor parte de los bienes durables están en un período estacional caracterizado por descensos en sus precios (vestuario y electrónica), y además, últimamente sus márgenes han vuelto a contraerse. En julio, la tarifa del transporte público aumentará, por segunda vez en el año, por efecto del mayor valor del tipo de cambio.

II. Entorno internacional

En las últimas semanas se ha consolidado la visión de que la economía de Estados Unidos habría alcanzado el piso en su desaceleración hacia el final del segundo trimestre. Con ello, la proyección de crecimiento para el año se ha mantenido en torno a lo proyectado en el Informe de Política Monetaria de mayo. Esto no ha evitado que sigan ajustándose a la baja las proyecciones de crecimiento de las economías emergentes de Asia, la zona Euro y América Latina. Con todo, la proyección de crecimiento mundial, con base en Consensus Forecast de junio, es inferior en 0,1% a lo previsto en la última reunión de política monetaria y 0,2% respecto del último IPOM. Las perspectivas de mediano plazo parecen algo menos volátiles, a raíz de los mejores resultados esperados para el año 2002, en la economía norteamericana.

Por otro lado, el panorama para los términos de intercambio se ha deteriorado. El incremento en los inventarios de cobre y la caída en el precio del metal hasta valores en torno a US\$ 70 ctvs/lb revela el escaso dinamismo de la demanda mundial. Esto lleva a corregir la proyección de precios para éste y el próximo año a US\$ 76 ctvs/lb y US\$ 84 ctvs/lb, respectivamente. Por otra parte, el precio del petróleo promedió US\$ 26,5 el barril durante el primer semestre del año. De acuerdo a las medidas y anuncios hechos por la OPEP en sus últimas dos reuniones, pareciera que no va a diferir mucho de este valor en la segunda mitad del año, pudiendo incluso moverse al alza en la medida que el hemisferio norte entre al invierno. Ello ya se refleja en los mercados futuros, que indican un precio promedio para este año de US\$ 26 el barril y de US\$ 24 para 2002.

pl.
ag



En Estados Unidos el proceso de reducción de tasas de interés parece haber llegado a su fin, en línea con las perspectivas de recuperación de la actividad en los próximos meses. En la zona Euro, en tanto, el Banco Central Europeo se ha resistido a rebajar la tasa de interés. No obstante, el pobre desempeño que muestra la demanda interna lleva a los mercados a esperar un relajamiento monetario hacia fines del tercer trimestre del año, de entre 25 y 50 puntos base. En términos de spreads soberanos, Chile mantiene su posición respecto del mes anterior. En efecto, el spread soberano en junio alcanzó en promedio 166 puntos base que es levemente inferior al registrado el mes anterior. Los spreads de empresas también se mantienen acotados, en torno a 270 puntos base – 290 puntos base. Todo esto ratifica que las turbulencias financieras de la región no han afectado la fortaleza financiera de la economía chilena.

III. Mercados financieros

En el tipo de cambio, sí se ha producido un efecto a consecuencia de problemas regionales, el que se depreció desde niveles en torno a \$608 por dólar, la primera semana de junio, a niveles cercanos a \$648 pesos por dólar la semana pasada, lo que representa una variación de 6,6%. Sin embargo, como otras monedas también se han devaluado fuertemente respecto del dólar norteamericano (Euro 2,8%, Libra Esterlina 1,1% y Real 2,8%), la depreciación del TCM y del TCM5 ha sido considerablemente menor, cercana a 3%. Con esto, se estima que la depreciación acumulada del tipo de cambio real en el año, hasta la semana pasada, ha sido del orden de 7%.

La trayectoria de depreciación implícita que se deduce de los mercados futuros de monedas es de 3,7%, respecto del dólar y, de 1,9% para el TCM5 en el horizonte de un año. Esto contrasta con un diferencial de tasas de interés reales de largo plazo de -0.2%, el cual es coherente con un tipo de cambio real relativamente estable o apreciándose, respecto de su nivel actual.

Las tasas de interés de instrumentos del Banco Central mostraron algún grado de volatilidad en los últimos días, como consecuencia de aspectos puntuales de liquidez, de las turbulencias en la región y del anuncio de licitación de Pagarés Reajustables en Dólares. Con todo, las tasas de los PRC8 y PRC20 en el mercado secundario se han mantenido en rangos de UF+4,9% a UF+5,1%, y 5,4% a 5,6%, respectivamente, mientras que las tasas de los PRBC90 han fluctuado entre UF+3,45% y 3,65%.

Luego de la reducción de la tasa de política monetaria en la reunión del 8 de junio de este año, y de las turbulencias en el mercado cambiario, los analistas no esperan mayoritariamente movimientos adicionales en el corto plazo.

El comportamiento de los agregados monetarios más líquidos -circulante y M1A- es uno de los indicadores que auguran este mayor dinamismo. Se prevé que el dinero siga creciendo a tasas reales anuales de dos dígitos durante el tercer trimestre, incluso controlado por el impacto de menores tasas de interés nominales. Los agregados monetarios más amplios (M2A y M7), por otra parte, muestran una evolución algo menos dinámica, debido fundamentalmente a que las AFP continúan recomponiendo su cartera desde documentos del Banco Central hacia instrumentos de menor plazo y mayor liquidez, y a otras alternativas de inversión, como dólares, bonos corporativos y acciones.

El crédito en junio mostró un incremento más moderado que en mayo, pero debido en gran medida a factores estacionales. En términos desagregados, los créditos al sector privado continúan mostrando una trayectoria creciente sustentada en el comportamiento de las colocaciones a empresas.



IV. Actividad y empleo

A pesar que probablemente el crecimiento anual del IMACEC durante mayo sea bajo, se espera que en el segundo trimestre el PIB crezca en torno a 3%, con un gasto inferior en 2% al nivel del mismo período del año 2000. Esta trayectoria se sustenta en una mejoría de los indicadores sectoriales en junio, con relación a abril y mayo, especialmente minería, industria e importaciones.

Al igual que en abril, durante mayo la producción industrial, en especial las ventas del sector, mostraron una positiva evolución. Las mayores alzas estuvieron en los bienes de consumo habitual e intermedios, especialmente, en los rubros de alimentos, fabricación de papeles, productos químicos y refinerías de petróleo. Para el mes de junio se espera un crecimiento similar. La productividad agregada del sector industrial continúa creciendo debido a la nula expansión del empleo sectorial.

Durante mayo, los permisos de edificación habitacional mostraron un aumento significativo, revirtiendo la caída de principios de año. A su vez, los permisos de edificación de establecimientos también muestran una positiva velocidad de expansión. El mercado de la vivienda en general sigue mostrando un comportamiento dinámico: las ventas de casas y departamentos superaron las 1.000 unidades mensuales y, debido a la finalización de proyectos existentes, los niveles de stock se encuentran por sobre los existentes en los meses anteriores.

A pesar de lo anterior y del supuesto mayor empleo en las etapas de finalización de proyectos, la ocupación en la construcción continuó reduciéndose en mayo. En todo caso, estos resultados son consistentes con la reducción de las proyecciones de crecimiento de la Cámara Chilena de la Construcción para este año. Por otro lado, el empleo en el sector comercio continúa creciendo fuertemente. Con todo, la tasa de desempleo pasó de 9,1% en el mes abril a 9,5%.

En lo relacionado con el comercio exterior, durante mayo las exportaciones mostraron un fuerte descenso en la mayoría de sus ítem. Un panorama similar se observó en las importaciones, las que han evolucionado muy por debajo de lo esperado, mostrando en mayo crecimientos anuales negativos especialmente en el caso de las importaciones de bienes de consumo (-16%) y de bienes intermedios (-13%). Este es uno de los factores importantes tras el pobre desempeño del gasto estimado para el segundo trimestre.

A contar del mes de abril, el crecimiento de los salarios nominales se desaceleró en forma consistente con la caída en la inflación anual que se observó a lo largo del primer semestre. La variación anual del índice general de remuneraciones, en términos reales, llegó en mayo a 1,6%. Esto, junto con el pobre comportamiento del empleo agregado y la productividad, sigue revelando la total ausencia de presiones inflacionarias desde el mercado laboral.

V. Perspectivas

Una serie de indicadores parciales apuntan a una aceleración del crecimiento del gasto y la actividad durante el tercer trimestre. De acuerdo a estos antecedentes, el PIB crecerá a tasas anuales de entre 4% y 5%. En todo caso, la magnitud efectiva de la aceleración de la actividad es muy incierta; así la encuesta de expectativas de julio indica un crecimiento esperado de 3,6%, para el mismo período.

Por el lado de los precios, se espera una convergencia paulatina de la inflación anual del IPC y del IPCX, alcanzando en promedio durante el tercer trimestre 3,2% y 3,1%, respectivamente.



Asimismo, la mencionada encuesta de expectativas entrega una proyección de crecimiento económico de 3,6% para el año (con un rango amplio entre 3,0% y 3,8%), con la inflación convergiendo al centro del rango meta: 3,3% y 2,9% anual para la inflación IPC e IPCX, respectivamente.

El Presidente ofrece la palabra a los asistentes.

El Gerente de la División Internacional, señor Jadresic, hace un breve comentario de la situación argentina, tanto económica como política. Señala que la Bolsa cayó hoy un 7%, lo cual se suma a una caída de 11% ya experimentada durante la semana previa. Con respecto a las tasas de 90 días, expresa que no dispone todavía de información segura, pero se trataría de tasas interbancarias que alcanzaron a 150%. Por su parte, informa que Standard & Poors bajó la clasificación de riesgo de la deuda argentina de "B" a "B-", poniéndola al mismo nivel que la efectuada por FitchIBCA, en el día de ayer, que le bajó dos grados su clasificación de riesgo, de "B+" a "B-".

En el mismo ámbito, agrega el señor Jadresic, el Ministro de Finanzas de Argentina, señor Cavallo, se refirió a las declaraciones que hiciera el señor Alfonsín, en el sentido de que había que buscar alternativas para reducir el déficit fiscal que no implicaran una reducción de salarios del sector público. En este sentido indicó que era mejor una reducción de salarios que una hiperinflación que iba a tener como consecuencia una reducción todavía mayor en los salarios reales. Agrega el señor Jadresic que esta discusión ilustra el fuerte debate interno que existe en la política económica de ese país, recordando que el señor Alfonsín es el principal líder del partido que está apoyando, en principio, al gobierno y el señor Cavallo es el Ministro a cargo de implantar las políticas.

Termina diciendo el señor Jadresic que, en un contexto en que todas las noticias de Argentina apuntan hacia un deterioro, crece la probabilidad de un desenlace que despeje, al menos, algunas de las incertidumbres que están presentes hoy día. Agrega que esto puede ser importante para cuantificar el impacto que tiene esta situación en las presiones sobre el tipo de cambio en Chile, y determinar si se trata de un fenómeno permanente o transitorio.

El Gerente de Análisis y Operaciones Internacionales, don Sergio Lehmann, señala que los precios forward subieron fuertemente en el día de hoy. Indica también que el precio futuro del peso argentino a tres meses se está transando en 1,21 pesos por dólar; a seis meses en 1,275 y a 12 meses en 1,36.

El Presidente señala que habría sido útil tener alguna señal de los índices de anticipación que hay con la economía. Contesta el señor García, que según la estadística de agregados monetarios de julio, la tasa de crecimiento de trimestre a trimestre, para el tercer trimestre, se sitúa en torno a 1,8%.

Ante la consulta del señor Ministro de Hacienda, con respecto a la calidad del dinero como indicador líder para predecir el crecimiento de los próximos meses, el señor García señala que este indicador ha sido bastante preciso en detectar cambios de fase en la velocidad de crecimiento de la actividad y también predijo la desaceleración del cuarto trimestre del año pasado y del primer trimestre de este año. Explica que el dinero es solamente uno de los factores que pueden considerarse, junto con los indicadores de la economía real como los correspondientes al sector inmobiliario, a tasas de interés y también el de condiciones externas.

Consulta el señor Eyzaguirre si hay algún eventual shock positivo en la demanda por dinero que pudiera calificar los resultados del indicador líder. Contesta el señor



BANCO CENTRAL DE CHILE

García que el rezago o el adelantamiento del dinero es en torno a cuatro meses, por lo que la información de que dispone hoy, produce impacto en septiembre y octubre de la misma manera que los datos de los meses anteriores están señalando la predicción del indicador para junio, julio y agosto. Es verdad, agrega, que la incertidumbre en Argentina ha venido creciendo a lo largo del año y obviamente existen dudas respecto a la estabilidad de la demanda por dinero y, por lo tanto, de las bondades de ese indicador como indicador líder.

El Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera, interviene expresando que otra hipótesis relevante es un mayor impacto de las menores tasas de interés sobre la demanda de dinero. La elasticidad de la demanda para los actuales niveles de tasas de interés puede ser mayor que para los niveles históricos. En el límite, para una tasa 0%, la demanda es infinitamente elástica. La diferencia de este episodio respecto de anteriores, es que en esta ocasión las tasas han sido sostenidamente bajas, mientras que en episodios anteriores las tasas bajas habían sido ocasionales.

El Presidente señala que también habría que agregar que los datos preliminares que se tienen para julio son favorables, lo que confirma la información de que se dispone.

Interviene el Gerente de la División de Estudios, señor Morandé, expresando que hay un solo problema con esa hipótesis que encuentra muy plausible, y es que el ajuste es más bien de niveles antes que de tasas de crecimiento y tal vez eso podría haber provocado un efecto en tres o cuatro meses, pero que a estas alturas ya comienza a disiparse, es decir, ya no ha seguido bajando la tasa de interés, que está en 3,5% y tampoco la tasa nominal, por lo que podría haber algo más, aparte de este ajuste.

El Consejero señor Desormeaux manifiesta, respecto a la demanda por dinero, que los estudios recogidos en las revistas de economía chilena, muestran, salvo el caso del año 2000, que los traslados de una demanda por dinero no explicado, por el producto ni por el costo de tener dinero, siempre han mostrado una tendencia hacia abajo. Dice que cuesta mucho explicar un traslado con tendencia inversa que no tenga que ver con movimientos de tasas de crecimiento del producto y, eso sugiere que pudiera tratarse de una situación más permanente.

El Presidente expresa que desea hacer un comentario general sobre lo que se acaba de señalar, en el sentido que el cambio más importante que se percibe, en relación con lo analizado en la última reunión de política monetaria, es el grado de incertidumbre generado por la situación de Argentina. De hecho, dice, en la reunión anterior de política monetaria se pensó que ese riesgo tomaría un tiempo más largo en materializarse, sin embargo, en los últimos días aparece mucho más cercano y, a pesar de toda la firmeza de nuestros factores fundamentales, nos afecta aunque sea de manera transitoria.

Manifiesta que es importante ver que este riesgo, que se ha acentuado en el último mes de manera creciente, no se aprecia en los índices anticipatorios y esos, a estas alturas, incluyen al menos un par de semanas del período de mayor riesgo interno, lo que probablemente es una demostración adicional de la firmeza de los factores fundamentales de la economía nacional, entre los cuales destaca una política fiscal bien manejada, por reglas; una política monetaria basada en metas de inflación y un tipo de cambio que tiende a reflejar las condiciones de oferta y demanda en el mercado.

Agrega también que tiene la convicción que, en la medida en que estos factores unidos a un sistema financiero muy fuerte y bien supervisado, se mantengan en lo futuro, permitirán sobrepasar las dificultades que existen hoy día, en mejor manera que otros, pero sin evitar sufrir algunos vaivenes en la economía nacional en el corto plazo, particularmente,



BANCO CENTRAL DE CHILE

aquellos que pueden estar vinculados con el tipo de cambio. El resto de las indicaciones que se perciben son, en general, positivas. Los índices de inflación siguen marcando una recuperación hacia el resto del año, los datos preliminares para junio confirman el mismo hecho, y en algún momento esta recuperación se reflejará en las cifras de desempleo. El esfuerzo que el Gobierno está haciendo por generar mayores fuentes de trabajo, durante este año, aunque sean transitorias, es otro elemento positivo en este cuadro. Si bien existe el riesgo creciente de la economía de los países vecinos, las propias circunstancias hacen que sea posible manejarlo dentro de límites acotados. En tales circunstancias, y siendo el riesgo externo el indicador principal que ha cambiado en el curso de este mes, la visión de política monetaria tendría que seguir muy de cerca el desarrollo de ese riesgo, para estar en condiciones de actuar en la medida que las circunstancias lo aconsejen. Al mismo tiempo, vale la pena destacar que de acuerdo con el informe que se presenta, no hay todavía indicios de algún efecto del tipo de cambio sobre la inflación que es el punto que preocupa, pero hay que seguir ese tema muy de cerca, de modo de poder actuar con la rapidez y en plenitud, ante las circunstancias mencionadas.

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

Al respecto, el señor Morandé señala lo siguiente:

El Informe Mensual presentado en esta oportunidad revela pocos cambios con relación al informe de junio pasado, excepto en dos aspectos: la escalada del tipo de cambio en la última semana, como resultado de la extremadamente frágil situación financiera argentina, y la revisión a la baja en las proyecciones de términos de intercambio. En efecto, por el lado de la economía interna, se sigue observando una fuerte expansión de los agregados monetarios más líquidos, un importante crecimiento de las colocaciones bancarias y ventas dinámicas en el sector inmobiliario. No hay todavía nueva información que permita asegurar que este dinamismo se esté propagando a otros indicadores de demanda interna y de actividad, en particular el empleo, aunque se presume que la variación del Imacec de junio será bastante mayor que el mismo índice en los meses de abril y mayo, lo cual podría ser indicativo de un cambio positivo de tendencia. La inflación subyacente ha mostrado una leve tendencia alcista en lo más reciente y se espera que supere levemente el 3% anual este mes y el próximo, para estabilizarse luego en esa cifra en lo que resta del año.

En general, todo parece indicar que nos movemos a una situación mejor en cuanto a actividad económica durante el segundo semestre, en un ambiente de inflación en torno a la meta, aunque difícilmente se alcance este año un crecimiento de 4% (3,6% es la expectativa de consenso en el mercado, coincidente con proyecciones iniciales al interior del Banco Central). En esto influye el deterioro en los términos de intercambio y el efecto del persistente desempleo sobre el gasto en consumo.

Tal vez lo más destacable del fuerte incremento en la volatilidad de los mercados financieros en la región, sea que su impacto en Chile se ha circunscrito, únicamente, al tipo de cambio. El compromiso del Banco Central con la política de flotación cambiaria, la sólida posición fiscal, el saludable estado del sistema financiero, junto a la floja expansión de la demanda interna y un reducido déficit de cuenta corriente, permiten entender por qué ni las tasas de interés internas ni el spread soberano se han visto afectados. Así, el tipo de cambio está operando exactamente como fue pensado cuando se dejó flotar: una válvula de ajuste para enfrentar las turbulencias externas.

¿Cuánto debe preocupar este ambiente turbulento en lo que al tipo de cambio se refiere, y más precisamente, en lo que toca a la significativa depreciación del peso en los últimos días?



BANCO CENTRAL DE CHILE

Descartando que un desenlace abrupto de la crisis argentina tenga un efecto sustancial sobre el sector real de nuestra economía, la depreciación observada del peso puede en principio afectar la inflación interna y el crecimiento de la actividad económica. En cuanto a lo primero, los modelos de proyección del Banco Central consideran un passthrough de 0,3 después de ocho trimestres, pero estimaciones más recientes que consideran el efecto de una inflación en estado de régimen reducida, llegan a la conclusión de que el passthrough relevante hoy es cercano a 0,12 después de 2 años. Esta cifra es muy parecida al passthrough usado por el Banco Central de Australia en sus modelos, que alcanza a 0,1. Si esto fuera correcto, un aumento de 10% en el tipo de cambio, como el que resulta de comparar el tipo de cambio en \$665, con aquel considerado el mes pasado para la proyección de inflación, revela un aumento de 1,2% en la inflación a 24 meses, la que se situaría en 4% (antes era 2,8%). Pero esto supone que el tipo de cambio permanece en \$665 por los siguientes dos años y que no hay ninguna reacción de la política monetaria de aquí a entonces. En este sentido, es un techo a la proyección de inflación. En cuanto al efecto sobre la actividad económica, los resultados señalan que la depreciación es estimulativa en términos netos en el horizonte contemplado: una depreciación *transitoria* de 10% llevaría a un mayor crecimiento de la actividad, también transitorio, de 0,5% en dos años, para luego disiparse en el futuro posterior. Si la depreciación es permanente, el efecto neto es nulo y sólo afecta la composición de la producción y el gasto.

Con todo, el mayor nerviosismo del mercado frente a una situación nueva y la propia acción del Banco Central la semana pasada de anunciar una colocación de Pagarés Reajustables en Dólares en lo que resta del año, son dos factores que, en conjunto, aunque no impactaran mayormente en la inflación y el crecimiento, de todos modos afectan a la hora de decidir sobre las opciones de política monetaria disponibles en esta oportunidad, aunque sea desde una perspectiva de estrategia y riesgos. En efecto, la opción de **relajar** se ve coartada si se estima que ella trae una mayor presión sobre el peso en un momento en que la moneda local se encuentra ya bastante presionada. En este sentido, no se entendería que a los pocos días que el Banco Central dio una señal de "incomodidad" con un tipo de cambio "elevado", implemente una rebaja de tasas que va en la dirección de aumentar la supuesta "incomodidad". La opción contraria, de **aumentar** la tasa de política monetaria, no se justifica si sólo se miraran las presiones inflacionarias derivadas de la situación proyectada de la demanda interna. Tampoco parece justificarse si se trata de un incremento pequeño para hacer frente puramente a la depreciación en marcha del peso sobre la base de la paridad descubierta de intereses. Para tales efectos se requiere de un salto más sustancial de la tasa de política monetaria que trae un riesgo mayor de una inflación que se mueve por debajo de la meta en el horizonte de política. Sí tendría más sentido, si se estimara que la depreciación del peso es un fenómeno permanente que impactará decisivamente la inflación hacia el borde del rango meta (según los cálculos internos presentados antes, la mantención del tipo de cambio en \$665 por los siguientes dos años elevaría la inflación, *ceteris paribus*, hasta 4% hacia el tercer trimestre del 2003). Sin embargo, este escenario es poco probable en vista que las variables fundamentales de la economía más bien sugieren que el peso está subvaluado en la actualidad y, por tanto, en el horizonte de 2 años debiera apreciarse al menos un 10%.

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

**Simulación de una tasa de política monetaria nominal (TPMN)**

La metodología habitual para calcular la TPMN arroja, para una tasa de política indizada de 3,5%, una cifra de **7%** anual, la misma del mes anterior. Cambios en cualquier dirección de 25 pb en la tasa indizada llevan a un ajuste de igual magnitud en la TPM nominal. Cabe consignar, sin embargo, que en el transcurso del presente año se ha ido consolidando un premio por riesgo inflación inferior al 0,49 usado en el cálculo habitual. Si se aplicara un promedio móvil de 12 meses para este premio por riesgo, la tasa nominal sería en la actualidad de **6,75%**.

El Presidente ofrece la palabra a los asistentes.

El Gerente de la División Internacional, señor Jadresic, señala compartir la recomendación que ha hecho el señor Morandé, fundamentalmente porque cree que la economía chilena está bien preparada para enfrentar esta situación externa adversa, y que hay que dejar que funcione el marco de políticas que existe hoy día. En particular, se refiere a que esta coyuntura nos encuentra con bajas presiones inflacionarias, con crecimiento por debajo del potencial; existe un déficit en cuenta corriente moderado y nadie pone en duda la estabilidad financiera del sector bancario, sector corporativo y sector público, y que bajo estas circunstancias, están dadas las condiciones para dejar que el tipo de cambio funcione como mecanismo de ajuste y el Banco Central se concentre en el objetivo de meta de inflación, y en este sentido, rescata un ejemplo conocido por algunos que es el caso de Australia, durante el período 1997-1999.

Indica que los australianos se encontraron con la crisis asiática en condiciones parecidas a las que Chile está enfrentando hoy día. Ellos venían de un período de rebaja de tasas de interés de política que, en seis meses, habían alcanzado 200 puntos base con baja presión inflacionaria y crecimiento por debajo de lo que estimaban de tendencia; en esas circunstancias, ellos, básicamente, dejaron que el ajuste se hiciera vía del tipo de cambio. Hubo una fuerte devaluación del dólar australiano y en términos de reacción de política, no hicieron ajuste de la tasa de interés durante mucho tiempo, más o menos durante un año y medio y hubo un episodio de reducción de las reservas internacionales. Dentro de este contexto, lo que ocurrió, fue que el tipo de cambio llegó a devaluarse en un 40%, pero eventualmente se revirtió la mitad, aproximadamente, de esa devaluación y el resultado que se dio, en definitiva, en términos de inflación, fue un aumento de ésta en sólo 1,5 puntos porcentuales, lo cual es consistente con las cifras que daba el señor Morandé respecto a la proyección de la inflación. Por su parte, el crecimiento aumentó, desde una cifra de 3,5% a 4% el año 1997, a una cifra en torno al 5% en el año 1998. Existe entonces, por lo menos, un ejemplo concreto que tiende a ilustrar las cifras que ha entregado el señor Morandé.

Continúa el señor Jadresic señalando que, naturalmente, el caso nuestro es distinto, la economía chilena no es igual a la economía australiana y en este sentido, un aspecto que es importante tomar en cuenta es que nuestra economía presenta algún mayor grado de indexación de precios y salarios y ése es un elemento que lleva a tener más preocupación que en el caso de Australia. Sin embargo, se sabe que en episodios recientes, los efectos de segunda vuelta fueron muy reducidos, siendo cuestionable que esa indexación haya realmente tenido un efecto demasiado importante. Otro aspecto que estima que vale la pena hacer notar es que también están las diferencias en términos de la nominalización de la tasa de política monetaria. En nuestro caso la tasa relevante es reajutable, indizada a la inflación y eso por sí solo, entrega un mecanismo de ajuste automático ya que, como es sabido, la tasa nominal aumenta con las expectativas de inflación respecto al futuro. Este mecanismo no estaba presente en el caso de Australia, que tuvo las tasas nominales fijas durante todo el período en que ello ocurrió.



Comparte, entonces, la recomendación que se ha hecho y también cree que es importante, no obstante todo lo anterior, reiterar el compromiso como Banco Central con el sistema de metas de inflación y la necesidad, como decía el señor Presidente, de monitorear la situación a nivel internacional y el impacto en Chile que ella tiene, para evaluar la necesidad de adopción de nuevas medidas de política.

El señor Herrera agrega una diferencia más con Australia, en orden a que el grueso de la deuda de ese país está denominada en dólares australianos, mientras que la deuda externa chilena está denominada en dólares americanos, por lo tanto, con una depreciación de 10% o de 17%, como la que ha habido este último año, el impacto sobre US\$35.000 millones constituye un impacto negativo sobre la economía del orden de US\$5.000 millones patrimoniales. Cree que eso también, en cierta medida, modifica algunos de los cálculos respecto a la situación australiana.

El señor Ministro de Hacienda expresa que, en general, un alza transitoria del tipo de cambio en torno al 10% no debiera ser un factor de preocupación, aún si se piensa que la economía tiene alguna tendencia al alza en términos de actividad, en la medida que no tenga un impacto relevante y persistente sobre la inflación. No obstante, señala tener una discrepancia respecto del análisis de la División de Estudios con relación al efecto de tal depreciación sobre la actividad. Argumenta que pasando un cierto umbral, es probable que la depreciación del tipo de cambio tenga efectos contractivos no menores, por dos circunstancias: primero, porque como decía el señor Herrera, y a diferencia de Australia y otros países, en Chile existe básicamente deuda externa denominada en moneda extranjera, no obstante la existencia de diversos activos en dólares; y, segundo, países como Australia, Brasil y Rusia tienen un nivel de industrialización mucho más profundo, lo que hace que una depreciación genere un efecto expansivo sectorial relevante. En ese sentido, la elasticidad de las exportaciones en relación al tipo de cambio es mayor en esos países. De hecho, es notable, dice, ver la recuperación de la actividad industrial que hubo en esas tres economías cuando atravesaron problemas y el tipo de cambio se depreció. Es preocupante verificar que este tipo de reacción del sector industrial se da con mucho menor intensidad en Chile, aunque parece haber algún síntoma distinto en los dos últimos meses.

Habida cuenta de esos factores, insiste también en su análisis en el sentido que una depreciación de 10% de carácter transitorio, no introduce grandes riesgos hacia un menor nivel de actividad.

A continuación, el Presidente solicita a los señores Consejeros que procedan a votar.

El Consejero señor De Gregorio expresa que vota por mantener la tasa de interés de política monetaria.

El Consejero señor Desormeaux señala que el cuadro de hoy se parece mucho al de la reunión anterior y al de la previa a ésta, en el sentido de que persisten holguras importantes causadas por la debilidad de la demanda interna, a lo cual se suma un elemento nuevo como es el deterioro más importante del escenario externo, que es imprevisto y que se traduce, de acuerdo a la presentación de la División de Estudios, en una pérdida de ingreso nacional por términos de intercambio de 3,7% del PIB, que vendría a ser superior al costo, en este sentido, que tuvo la crisis asiática. Si bien es cierto la situación de la economía americana



se ha estabilizado, la verdad es que en Europa, Japón y también en América Latina se está viendo un deterioro que va mucho más allá de lo que se esperaba; lo anterior significa, en concreto, que la evolución de la economía chilena en el segundo semestre depende hoy, con mayor intensidad, de la evolución de la demanda interna y ciertamente la política monetaria, en este sentido, pasa a ser una variable esencial.

Manifiesta, asimismo, que frente a lo anterior, está el hecho de que el Banco Central tiene como objetivo prioritario la meta inflacionaria y que hoy es objeto de amenazas que tampoco estaban presentes en reuniones anteriores, en particular, un alza importante del tipo de cambio, causado por las turbulencias de los países vecinos. Por otro lado, también existe mayor certeza respecto de una probable aceleración de la economía en el segundo semestre, si se juzga por los indicadores financieros que están disponibles. Uno de los pocos elementos favorables hasta ahora, en este sentido, ha sido la evolución del precio del petróleo. No hay duda, dice, que si se hubiera sabido que la situación argentina se iba a desarrollar en la forma que ha ocurrido, es muy probable que las decisiones del Consejo en las reuniones anteriores hubiera sido distinta. Eso, naturalmente, hoy día podría llevar a preguntarse si no es conveniente tal vez deshacer esas acciones de las últimas dos reuniones. Cree haberlo pensado largamente y dice haber llegado a la conclusión de que un alza de la tasa de interés, hoy día, de la magnitud que significa ese ejercicio, probablemente tendría un impacto poco significativo en el tipo de cambio, cuando todavía es prematuro juzgar cuánto tiempo va a estar presente su aumento. Un análisis relativamente simple sugiere que para tener un efecto sobre el tipo de cambio, el alza que debería tener la tasa de interés sería de magnitud superior a los 100 puntos base. Eso no está naturalmente dentro de lo que es razonable en este momento y, por lo tanto, su voto es a favor de la recomendación de la División de Estudios de mantener la tasa, pero con la idea de seguir muy atentamente la evolución de la economía nacional e internacional para ver si es necesario tomar una reacción con las tasas.

La Consejera señora Ovalle señala estar también de acuerdo con la decisión de mantención de la tasa de interés, pese a la incertidumbre externa y a la depreciación del tipo de cambio. Agrega que la inflación está acotada dentro del rango objetivo y es cierto que hay un mayor dinamismo en la actividad, pero la demanda interna sigue siendo débil. La volatilidad de los mercados financieros ha impactado en Chile, principalmente el tipo de cambio, y no ha afectado ni las tasas de interés ni el spread soberano, por lo cual, cree conveniente no innovar en esta ocasión en espera de tener más certeza en las tendencias que se están manifestando.

El Vicepresidente señor Marshall comparte la recomendación de la División de Estudios, pero en relación a la idea de "mirar atentamente la realidad económica en forma permanente" no desea que en esta reunión se adopte un criterio que no se ha seguido hasta la fecha. En este sentido, agrega que si se desea establecer lo planteado como política de Consejo, le gustaría que se dijera más claramente. En relación a su decisión, comparte las votaciones anteriores de los señores Consejeros, en cuanto a mantener la tasa actualmente vigente.

El Presidente comparte también la proposición formulada por la Gerencia de División Estudios sobre mantener la tasa fijada. Cree que no existe razón suficiente para hacer un cambio en ninguna dirección. Sin embargo, estima que, como se ha dicho en oportunidades anteriores en el comunicado que se emite, deben indicarse cuales son las variables que más preocupan y en ese sentido, señalaría los riesgos externos. Considera también, que el comunicado debería enfatizar el hecho de que el Banco Central tiene opciones abiertas para actuar, en caso que sea necesario, con la rapidez y en la magnitud que las circunstancias lo requieran. Lo plantea sólo como una señal, en el sentido de precisar que no es que se esté descartando o priorizando determinadas acciones, sino que hacer presente al mercado que existe un riesgo y que el Banco Central puede intervenir en algún momento, por lo que se

137



podrían ocasionar pérdidas a los que se han jugado por tipos de cambio más altos. Cree que ese mensaje de que hay aquí un riesgo envuelto, que no es gratuito, es una sensación saludable para el mercado y que, además, le sirve al Banco Central como un antecedente para eventuales acciones que deba tomar. En consecuencia, apoya con su voto la moción de mantener la tasa.

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

21-01-010712 – Tasa de Instancia Monetaria.

El Consejo acuerda mantener la tasa de interés de política monetaria en UF más 3,5%. Asimismo, los tramos de la línea de crédito de liquidez permanecen inalterados.

IV. Comunicado

El Presidente propone el siguiente texto para el comunicado:

“ En su reunión mensual de política monetaria de hoy, el Consejo del Banco Central resolvió mantener la tasa de interés de política en UF más 3,5%. Los tramos de la línea de crédito de liquidez también permanecen inalterados. Esta decisión fue resultado de un análisis de la evolución reciente de la economía y sus perspectivas para los próximos veinticuatro meses.

En lo esencial, el escenario macroeconómico interno no difiere significativamente de aquél del mes pasado, pese al deterioro en el crecimiento mundial y los términos del intercambio. En este contexto, se mantiene una perspectiva de aceleración de la demanda en el segundo semestre, y las presiones inflacionarias siguen acotadas dentro del rango meta. El Banco Central se mantendrá atento para reaccionar frente a eventuales desviaciones que se proyecten en la trayectoria de la inflación en el horizonte de política.

En las últimas semanas se ha producido un grado creciente de turbulencia en los mercados financieros de países emergentes, lo que ha repercutido de manera inusual en el mercado cambiario nacional. El Consejo estima que, dado los sólidos fundamentos de la economía chilena, estos efectos son esencialmente transitorios. Sin embargo, el Banco Central seguirá los acontecimientos en los mercados financieros y cambiario de modo de usar sus instrumentos de política con flexibilidad, conforme a sus objetivos.”

El Consejo aprueba el texto del comunicado.

V. Fecha Sesión de Política Monetaria del mes de enero de 2002.

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de enero de 2002, para el día 10 de ese mes.

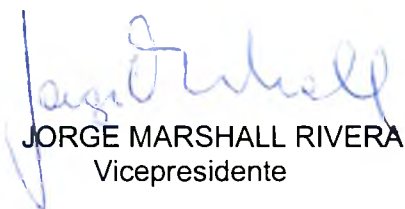


BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 21
Política Monetaria
12.07.2001

13.

Se levanta la Sesión a las 18,50 horas.



JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente



CARLOS MASSAD ABUD
Presidente



JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero



MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera



JOSE DE GREGORIO REBECO
Consejero



NICOLAS EYZAGUIRRE GUZMAN
Ministro de Hacienda



MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe

