



BANCO CENTRAL DE CHILE

**ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 35
DE POLITICA MONETARIA
celebrada el 11 de julio de 2002**

En Santiago de Chile, a 11 de julio de 2002, 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 Subrogante, don Carlos Pereira Alborno;
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Jorge Carrasco Vásquez;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
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 Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;
Gerente de Análisis y Operaciones Internacionales, don Sergio Lehmann Beresi;
Secretaria Ejecutiva del Gabinete de la Presidencia, señora Cecilia Feliú Carrizo;
Jefe de Prosecretaría, señora Cecilia Navarro García.

Se encuentra también presente, especialmente invitada, la Asesora Macroeconómica del Ministerio de Hacienda, señora Bernardita Piedrabuena Keymer.

I. Resolución sobre Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 34, celebrada el 13 de junio de 2002.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo el Proyecto de Acta de la Sesión N° 34, celebrada 13 de junio de 2002, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

II. Resolución sobre Minuta del Acta correspondiente a la Sesión N° 32, celebrada el 9 de mayo de 2002.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo la Minuta correspondiente al Acta de la Sesión N° 32, celebrada el 9 de mayo de 2002, la que se aprueba sin observaciones.

[Handwritten signature in blue ink]



III. Fecha Sesión de Política Monetaria del mes de enero de 2003.

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de enero de 2003, para el día 9 de ese mes.

IV. Exposición.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, entrega el siguiente Informe:

SINTESIS DEL MES

En las últimas semanas, se ha producido un deterioro marcado en los mercados financieros internacionales. Por una parte, en la región la incertidumbre política en Brasil sigue afectando el *spread* soberano, los índices accionarios y el tipo de cambio. Aunque en Argentina se ha producido algún mejoramiento en el mercado accionario y el cambiario, también se ha acrecentado la incertidumbre política y financiera, producto de la no resuelta salida del denominado "corralito". En otras economías de menor tamaño, persiste la desconfianza respecto a la estabilidad de los sistemas financieros locales. El negativo panorama de flujos de capitales hacia la región muestra nitidamente el grado de desconfianza respecto a las perspectivas de corto y mediano plazo.

Por otra parte, en el mundo desarrollado continúan las novedades respecto a problemas contables en empresas relevantes, lo que ha afectado los principales índices accionarios, devolviéndolos a niveles cercanos a los de septiembre del año pasado. La incertidumbre acerca de estos aspectos contables ha inducido a una mayor reticencia a las inversiones en renta variable, incidiendo, además, en una depreciación del dólar frente al yen y al euro mayor a la prevista hace algunos meses. El inicio esperado de un ciclo de alzas en las tasas de interés se ha postergado debido, por el lado de la Reserva Federal, a indicaciones mixtas respecto a la marcha de la economía real y, por el lado del Banco Central Europeo, a menores presiones inflacionarias gracias a la apreciación del euro. Por su parte, el precio de los principales *commodities* se mantiene dentro de los rangos esperados hace algunos meses.

En suma, el panorama internacional que enfrenta la economía chilena presenta un deterioro concreto por el lado de la situación regional, lo que se sigue reflejando en el mercado cambiario doméstico. El peso chileno se mantiene en niveles del orden de 4%, más depreciado respecto de mediados de junio, mientras que el *spread* soberano se ubica 90 puntos base por sobre su punto reciente más bajo, a mediados de abril. Los índices accionarios locales también se han visto contagiados por el pesimismo global y las turbulencias en Brasil. De la caída acumulada del IPSA en el año, aproximadamente 5% se puede atribuir a las turbulencias vecinales, correspondiendo el resto a factores probablemente asociados con el deterioro de la confianza en los mercados financieros desarrollados. Sin embargo, y a pesar del pesimismo reinante en los principales mercados financieros del mundo, las perspectivas de crecimiento para las principales zonas económicas son aún auspiciosas. Por ello, un entorno de crecimiento global más deteriorado, en particular en Estados Unidos, por ahora se mantiene como un escenario de riesgo.

Por el lado de la economía doméstica, aunque el crecimiento de la actividad estimado para el segundo trimestre (2,1% anual) se encuentra sólo algunas décimas por debajo de lo proyectado en el Informe de Política Monetaria más reciente (2,3% anual), es más de medio punto inferior a las estimaciones de hace un mes atrás (2,7% anual). A pesar del dinamismo de algunos sectores de exportación no tradicional, se estima que el impulso por parte de la demanda interna, en particular por acumulación de existencias, consumo e inversión, se



debilitó progresivamente conforme transcurrió el segundo trimestre. La información de actividad industrial de mayo y de importaciones para junio fueron particularmente débiles y por debajo de lo esperado, hechos no atribuibles únicamente a factores transitorios. Con todo, se espera que el crecimiento anual del gasto interno en el curso del segundo trimestre se haya ubicado en $-0,4\%$. Para el tercer trimestre no hay antecedentes duros, y el conjunto de proyecciones indican tasas de crecimiento anual para el PIB de entre $2,2\%$ y $3,2\%$, mientras que para el gasto el rango se ubica entre $0,7\%$ y $2,3\%$.

Finalmente, los mercados financieros en Chile han interpretado el conjunto de antecedentes anteriores como indicativos de la falta de presiones inflacionarias, lo que se ha visto afianzado por la reducida inflación de los meses recientes. Las perspectivas de corto plazo para la inflación, de hecho, se ubican por debajo de lo previsto hace un tiempo, a pesar del incremento en el tipo de cambio y los subsecuentes aumentos en algunas tarifas de servicios públicos y el precio interno de los combustibles. No se descarta, de hecho, que la inflación anual esté puntualmente por debajo de 2% en el futuro cercano. Las expectativas de mediano plazo, en tanto, se mantienen por debajo del centro del rango meta, en torno a $2,5\%$ anual.

Esta situación ha motivado una marcada caída en las tasas de interés reajustables de mediano plazo durante los últimos días, llegando las tasas del PRC-8 y PRC-20 a niveles de $UF+4,1\%$ y $UF+4,8\%$, respectivamente, cifras que no se apreciaban desde mediados de marzo recién pasado. La curva *forward*, en tanto, señala expectativas de una reducción de 50 puntos base en la tasa de política monetaria, lo que es compartido por una minoría de los analistas encuestados mensualmente.

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA

I. Escenario Internacional

El panorama internacional para el período 2002-2003 ha sufrido un cierto deterioro en las últimas semanas, principalmente por eventos acaecidos en la región, a lo que se agregan los problemas contables detectados en empresas de Estados Unidos de América y una incertidumbre algo mayor respecto del ritmo de recuperación de la economía de ese país. El empeoramiento de la situación financiera regional ha contribuido a aumentos en los *spreads* de deuda soberana, así como también a presiones sobre las monedas de las economías de América Latina y un número importante de otras emergentes.

En todo caso, pese a la existencia de indicadores contrapuestos, las estimaciones de actividad mundial prácticamente no se han modificado respecto de las previstas en junio pasado. Por el lado de un menor dinamismo, se encuentra como fuente de riesgo el mal desempeño de la bolsa norteamericana, hecho que, junto con la aparición de algunos indicadores de consumo con un comportamiento más débil al esperado, contribuyen a introducir cierta preocupación respecto a la dinámica de la recuperación de Estados Unidos. Sin embargo, la aparición de indicadores positivos respecto de inversión, actividad industrial y empleo en Estados Unidos, favorecen la consolidación de las proyecciones del escenario base. En el caso de Japón, Europa y Asia emergente, el crecimiento continúa liderado por el sector externo.

De este modo, las proyecciones de crecimiento mundial ponderado a paridad del poder de compra (PPC), se ubican en $2,7\%$ para este año y $3,9\%$ para el año 2003.

Al ponderar por los principales socios comerciales de Chile, respecto del pasado Informe de Política Monetaria, el crecimiento mundial se reduce en 0,2 puntos porcentuales para el año 2002, y en 0,1 puntos para el año 2003, consecuencia, principalmente, de las perspectivas cada vez más negativas para América Latina.



El complejo panorama de América Latina se asocia a la crítica situación de la economía de Argentina y a las turbulencias políticas en Brasil, país, que por su tamaño, tiene fuertes implicancias en la región. En consecuencia, se espera una caída del PIB regional de 0,8%, mayor a la prevista el mes pasado (-0,5%).

El mercado del cobre ha mostrado relativa estabilidad, con valores en torno a US\$0,74 por libra. Los recortes de producción programados para este año se han constituido en un soporte para el precio del metal, aunque el nivel en que aún se encuentran los inventarios impediría un aumento pronunciado y sostenido en su precio. Sin embargo, durante junio por primera vez en el año se registró una desacumulación en los inventarios agregados en las principales bolsas. Con todo, se mantiene la proyección anterior del precio de la libra del metal (US\$0,73 y US\$0,82 para 2002 y 2003, respectivamente).

El precio *spot* del petróleo, durante los últimos días, ha oscilado en valores equivalentes a los de abril y mayo (US\$25 por barril). Tal como se esperaba, la OPEP resolvió en su última reunión mantener las cuotas de producción, en tanto que gran parte de los países no OPEP también acordaron mantener los recortes establecidos en enero pasado. Como consecuencia de lo anterior, las proyecciones de US\$24 y US\$23 el barril para éste y el próximo año, se mantienen.

Los acontecimientos en Estados Unidos han retrasado las expectativas de aumentos en la tasa de interés de política, la que no se produciría antes de diciembre de 2002. Esto, junto con el pobre desempeño bursátil, ha significado la mantención de la depreciación del dólar respecto de las principales monedas duras y la disminución de los rendimientos de los bonos del tesoro de mayor plazo. Esta situación es validada por las expectativas de que el Banco Central Europeo realizará su primer incremento de tasas de interés a comienzos del último cuarto del presente año, dada la coyuntura de precios y actividad prevalecientes en Europa.

El empeoramiento de las percepciones sobre América Latina en las últimas semanas ha conllevado a un fuerte incremento en los *spreads* soberanos, aumento que no afecta en mayor medida el costo de financiamiento externo de Chile y otras economías emergentes, por cuanto se ha visto compensado, en parte, por la reducción de los rendimientos en Estados Unidos.

Las turbulencias en Brasil han tenido efectos adversos sobre los flujos de capitales hacia América Latina en general y Chile, en particular. Los flujos brutos hacia la región disminuyeron desde US\$4 mil millones, promedio mensual del período enero-abril 2002, a prácticamente cero en mayo. Un comportamiento similar está mostrando la inversión de cartera neta desde y hacia Chile.

II. Mercados Financieros

Desde la primera semana de julio, luego de conocerse el IPC del mes anterior, las tasas de interés de los documentos reajustables del Banco Central de largo plazo han retrocedido más de 20 puntos base, ubicándose en la licitación del 9 de julio en UF+4,1% y UF+4,8% para el PRC-8 y PRC-20, respectivamente. Esto contrasta con la trayectoria previa de las tasas de largo plazo, que mostraron incrementos importantes durante junio. La interpretación más razonable para este quiebre en la trayectoria es la consolidación de un panorama de reducidas presiones inflacionarias, que ha llevado a un segmento relevante del mercado a esperar reducciones en la tasa de política monetaria en el corto plazo.

Acorde con las expectativas de menores presiones inflacionarias, las tasas de interés de los documentos nominales también se han ajustado a la baja recientemente, con disminuciones del orden de 40 puntos base en la licitación del PDBC del 9 de julio. De esta manera, las expectativas respecto de la tasa de política monetaria que se deducen de la curva *forward*

msd
7/2



indican una reducción de 50 puntos base en la tasa de política monetaria en el corto plazo, para retomar una senda contractiva a partir del año 2003. Aunque la encuesta de expectativas de julio, calculada como la mediana de la muestra, presenta una tasa de política monetaria constante en lo que resta del presente año, existen opiniones divergentes entre los encuestados respecto de la situación actual, apuntando algunos a una reducción de 50 puntos base también en el corto plazo.

Con esto, ha perdido preponderancia el efecto de las turbulencias en la región sobre los mercados financieros en Chile, tomando mayor relevancia las expectativas sobre la política monetaria doméstica.

Desde abril el tipo de cambio observado muestra una depreciación de 8,9% (3% en junio), en línea con otras monedas de la región que también presentaron importantes pérdidas de valor, debido a la fuerte incertidumbre que generan las crisis de Brasil y Argentina.

Otra variable que también se ha visto afectada por estos acontecimientos han sido los premios soberanos. Estos presentan alzas durante junio de 70 puntos base en el caso de Chile y México, de 700 en Brasil y de 1.300 en Argentina. Por el contrario, las monedas duras presentaron, en igual período, apreciaciones respecto de la moneda norteamericana. Lo anterior implica que el TCM-5 presenta la mayor depreciación entre los tipos de cambio multilaterales, seguido por el tipo de cambio observado y el tipo de cambio multilateral.

Las expectativas para el tipo de cambio observado que se extraen de *Bloomberg* muestran una depreciación levemente superior al 1% para fines de año. Este hecho se aprecia desde hace algunos meses atrás, indicando que los agentes no esperan quiebres importantes en la trayectoria del tipo de cambio observado. Un resultado similar se extrae de los contratos *forward* peso-dólar a 30 días. Por el contrario, la encuesta de expectativas de julio indica una leve apreciación (1%) del tipo de cambio de aquí a diciembre.

Considerando las expectativas de inflación y de tipo de cambio de *Consensus Forecast*, se estima que a junio del presente año el tipo de cambio real se ha apreciado algo más de 3% respecto del promedio del 2001, mientras que el TCR-5 presenta una depreciación de 8% en igual período.

Los agregados monetarios de corto plazo exhibieron durante junio, nuevamente, variaciones mensuales positivas y por sobre lo proyectado, con lo que su variación en doce meses alcanzó niveles superiores a 10%. Las colocaciones totales, en tanto, registraron un retroceso durante junio, destacando, en todo caso, el crecimiento de las colocaciones hipotecarias.

Las tasas de interés de las operaciones de mercado han continuado traspasando las rebajas recientes de la tasa de política monetaria. Este fenómeno se ha observado especialmente en las tasas de colocación para plazos de 90 días a un año, cifra que alcanzó su nivel más bajo desde la nominalización. Para plazos superiores a un año, el mercado se encuentra distorsionado aún por efectos de portafolio transitorios asociados a la fusión de los bancos Santander y Santiago.

El recargo de los bonos corporativos mostró un leve aumento en junio, por la concentración de las transacciones en bonos de menor plazo y mayor riesgo. Así, la tasa de interés real media de estos instrumentos se situó en torno a 6,7%, algo por sobre el valor de los meses previos, en línea con la trayectoria del PRC-8.

En el caso de las letras hipotecarias, las tasas de interés presentaron durante junio una tasa promedio en torno a 6,2%. Las letras con tasas de emisión menor al 6% mostraron niveles cercanos a 6,1%, en tanto que las con tasas superiores a 6%, en 6,5%, ambos valores superiores a los del mes anterior.



En junio el IPSA tuvo una caída de 6,2%, que representó un acumulado en el primer semestre de -12,8%. Asimismo, el IGPA mostró una contracción de 2,6% (-7,3% durante el año). La evolución de estos índices se ha visto determinada por el efecto conjunto de las crisis de Argentina y Brasil, y la evolución de las bolsas internacionales. De hecho, al aislar los efectos regionales, el IPSA presenta una caída de 4% en junio, con un acumulado en el año de -7,7%.

III. Actividad y Empleo

Con información aún parcial, se reduce la proyección de crecimiento del PIB para el segundo trimestre, acercándose a los valores anticipados en mayo. De este modo, se estima una expansión anual de 2,1%, que se compara con el 2,6% esperado en junio y el 2,3% del Informe de Política Monetaria de mayo. Un ajuste también a la baja, aunque de magnitud menor respecto del mes pasado, tiene la proyección de crecimiento para la demanda interna (-0,4% en julio versus -0,2% en junio). Pese a esto, la información disponible continúa confirmando el cambio de tendencia en la demanda a partir del primer trimestre de este año (gráfico 7). Para el tercer trimestre, en tanto, el rango de proyecciones se ubica entre 2,2% y 3,2% para el PIB y 0,7% y 2,3% para el gasto.

Luego del importante aumento de abril, durante mayo la producción industrial se redujo 3,8% (12 meses), lo que a su vez afectó de modo significativo la proyección de actividad del segundo trimestre. Existen elementos puntuales que explican parte de la caída de mayo. El principal se refiere a la paralización de plantas —por motivos de mantención— en el sector refinerías de petróleo, que significó para mayo 1,5 puntos porcentuales de la caída señalada para el agregado de producción industrial. Durante junio, no es descartable que también existan repercusiones en la producción industrial referidas a esta paralización.

Demanda Interna

Durante mayo, la concreción de resultados menos alentadores que los de abril también se vieron en los indicadores de consumo e inversión. Pese a ello, no puede establecerse aún un quiebre de tendencia respecto de la recuperación planteada para la demanda y sus componentes. Esto, porque, medidos ya sea en niveles desestacionalizados o en sus velocidades de expansión trimestre a trimestre, los distintos indicadores disponibles continúan mostrando un panorama más alentador que el de fines del año 2001 y comienzos del año 2002.

En el caso de los indicadores de consumo habitual, las ventas industriales de este tipo de bienes (INE) aumentan 1,2% anual en mayo, consolidando una trayectoria plana a partir del cuarto trimestre del año 2001. Como contraparte, similar medición elaborada por SOFOFA, aumenta en 2,4% anual, observándose una sostenida recuperación de este indicador desde principios del año 2002.

Por su parte, las ventas de supermercados (CNC) continuaron con tasas de variación anual negativas (-2,8% en mayo), configurando una trayectoria claramente descendente desde mediados de 2001. Esta, no obstante, contrasta con lo que se aprecia en igual indicador del INE, que crece 13,3% anual en el mismo mes, y que, en términos desestacionalizados, muestra una trayectoria constantemente creciente en el mismo lapso.

Al mismo tiempo, las ventas del comercio minorista (CNC), compuestas en parte importante por el sector de supermercados, aunque tienen un aumento anual de 0,2% en mayo, se ven, en niveles, menores que las de comienzos de año. Los restantes componentes de este indicador muestran trayectorias estables y al alza, concentrándose estas últimas en sectores como el calzado y el vestuario.



Los indicadores de consumo durable, en tanto, continúan mostrando un sostenido crecimiento en relación con meses previos, pero desde niveles muy deprimidos. Así, las ventas de bienes de consumo durable del INE (-12,8% anual en mayo) ven crecer sus niveles desestacionalizados, luego del quiebre de tendencia que tuvieron en el primer trimestre del año. Para igual tipo de bienes, las ventas de SOFOFA aumentan 5,0% en doce meses, aunque con un ritmo de recuperación más moderado que el del índice del INE. Igual tendencia muestran las ventas de vehículos nuevos, que si bien caen 9,5% anual en mayo, presentan una velocidad de expansión trimestral de 8,6%.

Los indicadores de inversión, como ya fue señalado, se apreciaron más débiles en mayo respecto de abril, no obstante persisten por sobre los valores de fines de 2001. Así, las ventas de bienes de capital (INE) vuelven a mostrar un crecimiento anual negativo en mayo (-3,4%), aunque su velocidad de expansión trimestral se mantiene en niveles positivos (0,5%). Similar es el diagnóstico para las importaciones de bienes de capital, que caen 6,3% anual en mayo, pero con una velocidad de expansión de 2,5%, logrando romper levemente el estancamiento que mostraba este indicador en los últimos meses.

En el sector inmobiliario el panorama no es distinto al del resto de los indicadores de inversión. Las ventas de viviendas nuevas caen 2,4% anual en mayo y los *stocks* aumentan 5,8%. Con esto, los meses para agotar el *stock* pasan desde 13,7 en abril a 14,8 en mayo, pero están claramente por debajo de los más de 18 meses que promedió el primer trimestre. Por otra parte, los permisos de edificación habitacionales y de establecimientos anotaron importantes caídas anuales en mayo, produciendo una contracción en el margen.

Sector Externo

El volumen total de exportaciones aumentó 1,8% en mayo, por debajo de las estimaciones presentadas en la anterior reunión de política monetaria. Esto se debió a que los principales productos no cobre tuvieron una expansión de 12,7%, que, si bien es la más elevada entre los componentes, es menor que la que se esperaba. Por otra parte, las exportaciones totales distintas de cobre aumentaron en 8,0%, por debajo de lo previsto en la reunión de política monetaria de junio.

Respecto de las importaciones, durante mayo se observó una expansión de los volúmenes totales de 2,7%. Este se desagrega en una expansión de 11% en los bienes de consumo, 5,3% en los intermedios (dentro de los cuales, las importaciones de petróleo cayeron 13,1%) y 3,6% en los de capital.

Mercado Laboral

Durante el trimestre móvil finalizado en mayo, el mercado laboral mostró signos de deterioro. El empleo total tuvo una disminución entre marzo y mayo, trayectoria que vino a revertir la recuperación de los períodos anteriores. Esto también se dio en el empleo del sector privado, que en términos desestacionalizados se contrajo en 17 mil personas, luego de crecer desde noviembre de 2001.

El empleo en la mayoría de los sectores cayó en términos mensuales desestacionalizados, con la excepción del sector construcción que continúa con una tendencia al alza desde fines del año pasado. El sector industrial, que mostró la mayor caída de empleo durante el trimestre, acentuó la trayectoria decreciente registrada desde principios del año 2002.

Durante el trimestre marzo-mayo la fuerza de trabajo cayó en 15 mil personas en términos desestacionalizados. Ello provocó que la tasa de participación descendiera desde 52,8% a 52,6%, caída principalmente explicada por una menor participación de mujeres.



Gracias a lo anterior, la tasa de desempleo (9,1%) descendió respecto de igual período del año anterior (-0,05 puntos porcentuales). Más aún, en términos desestacionalizados, continuó disminuyendo (9,2% mayo versus 9,3% abril). Cabe destacar, además, que la tasa de desocupación en la Región Metropolitana (8,6%) disminuyó en el trimestre móvil marzo-mayo, tanto respecto del período anterior, como del de hace doce meses.

Política Fiscal

Producto de la reducción de la estimación de crecimiento del PIB para este año, desde 3,5% a 3,2%, el Ministerio de Hacienda anunció una proyección de déficit fiscal para 2002 de 0,7% del PIB, en vez del 0,3% considerado en la Ley de Presupuesto 2002 y del 0,6% estimado en mayo. Aunque la estimación de crecimiento es optimista, el efecto sobre el déficit contable del año se ve afectado por un supuesto de tipo de cambio relativamente apreciado.

Con todo, este mayor déficit fiscal sigue siendo compatible con el cumplimiento de la regla del superávit estructural del orden del 1% del producto.

IV. Precios y Costos

En -0,1% se ubicó la inflación de junio, significativamente por debajo de las proyecciones que se manejaron a lo largo del mes (0-0,1%) y de los pronósticos de los analistas del mercado (0,2%). Similar situación sucedió con el IPCX e IPCX1.

Los principales factores detrás de esta diferencia (0,2 puntos porcentuales para la proyección manejada internamente) estuvieron en un aumento menor del precio de los perecibles, pese al efecto que se suponía tendrían los temporales de comienzos de mes y que, en parte, se apreciaron en los precios mayoristas. Se sumaron descensos en el rubro de salud, principalmente productos de belleza. Adicionalmente, se presentó una caída en el costo financiero (-2,5%) relacionado al traspaso de menores tasas de interés, efecto que se ha apreciado durante todo el segundo trimestre, aunque con mayor fuerza en junio.

Como se señaló, para junio las expectativas de mercado indicaban una inflación, en promedio, 0,3 puntos porcentuales por sobre el registro efectivo del mes.

De acuerdo a la licitación del 9 de julio, la inflación esperada a un año, que se deduce del diferencial entre la tasa de los PRBC-360 y de los PDBC-360 se ubica en 2,1%, en tanto que el diferencial obtenido utilizando la TAB a un año, cae a 1,7%.

Por su parte, en la primera semana de julio, la encuesta de expectativas no reflejó cambios en la inflación esperada en doce meses, la que se mantuvo en 2,8%. A su vez, el diferencial de tasas entre el PDBC a dos años y la tasa de captación reajutable de uno a tres años, es de 2,7%, mientras que la encuesta de expectativas para igual plazo señaló 3%.

Durante mayo, el crecimiento anual de las remuneraciones nominales continuó con la tendencia decreciente registrada desde comienzos de año. Este hecho deriva de la evolución de la inflación a partir del cuarto trimestre del año 2001, que es incorporada a los salarios vía cláusulas de indización. De esta manera, el incremento anual de las remuneraciones por hora llegó a 4,8% (la menor desde noviembre del 2001), mientras que el del costo de la mano de obra se mantuvo en 5,0%.

Los salarios reales presentaron un cambio en la trayectoria decreciente registrada desde comienzos de año, producto de las bajas inflaciones obtenidas durante el año 2002.

9/2



PERSPECTIVAS

Escenarios de Inflación

El aumento en el tipo de cambio de las últimas semanas nuevamente introduce incertidumbre respecto de su traspaso a la inflación. Por lo pronto, se anticipa un aumento de \$10 en la tarifa de la locomoción colectiva el 15 de julio, lo que supondría un impacto inflacionario en torno a 0,15 puntos porcentuales entre este mes y el próximo. Este aumento se sumaría a otro en el transcurso del tercer trimestre, dependiendo de si el tipo de cambio se mantiene por sobre los \$690. Además, los servicios regulados que en sus cláusulas de reajuste incluyen ítems relacionados con el tipo de cambio —teléfonos, agua y electricidad— podrían tener aumentos en sus tarifas. Existe, además, un impacto más inmediato en el precio de los combustibles, los que durante las dos últimas semanas de junio aumentaron sus precios debido al incremento del tipo de cambio.

La suma de estos efectos provoca una revisión al alza en la inflación de julio, desde 0% que se anticipaba a mediados del mes pasado a 0,3%. Para agosto y septiembre, en tanto, la corrección es marginal. Con esto, finalizado el tercer trimestre (con altibajos en su interior), la inflación anual del IPC estaría por debajo de 2,0%. No obstante, hacia fines del año 2002, se espera volver a niveles más cercanos a 2,5%.

La tabla 4 presenta escenarios más extremos para el tipo de cambio, con trayectorias estables de \$720 y \$760 por dólar para los próximos nueve meses. Aparte del traspaso directo a tarifas reguladas, se supone un traspaso a la inflación subyacente IPCX1 que alcanza 20% luego de doce meses. Es importante destacar que estos ejercicios representan una cota superior, en el sentido que no consideran los eventuales efectos en el corto plazo sobre actividad y/o gasto, y consideran, además, la existencia de un ancla nominal. Los resultados indican que, de darse el escenario de mayor tipo de cambio, la inflación se acelera hasta 3,7% en marzo del año 2003. Gran parte de esta aceleración se da en el corto plazo, debido al incremento en las tarifas reguladas que llevan a la inflación mensual del IPC a cifras del orden de 0,6 mensual entre julio y octubre, *versus* 0,3 mensual en el escenario base. Es destacable el adelantamiento de los reajustes de la locomoción colectiva, que en los dos escenarios suman treinta y cuarenta pesos entre julio y octubre, respectivamente.

gla



Tabla 4: Proyección de Corto Plazo IPC e IPCX

Escenario I: Base

	% var. anual		% var. mensual		petróleo (US\$/barril)	TCO (\$/US\$)	micros
	ipc	ipcx	ipc	ipcx			
2002 Jun	2.0	2.7	-0.1	-0.1	24.0	674	
Jul	2.5	2.6	0.3	0.2	25.0	695	✓
Ago	2.1	2.4	0.4	0.3	25.0	692	✓
Sep	1.8	2.4	0.5	0.5	25.0	689	
Oct	1.9	2.2	0.2	0.2	24.8	686	
Nov	2.0	2.2	0.1	0.1	24.5	683	
Dic	2.4	2.5	0.1	0.3	24.2	680	
2003 Ene	2.5	2.6	0.0	0.2	24.1	680	
Feb	2.5	2.6	0.0	0.1	24.1	680	
Mar	2.4	2.6	0.4	0.5	24.0	680	

Escenario II: Tipo de Cambio \$720/dólar

	% var. anual		% var. mensual		petróleo (US\$/barril)	TCO (\$/US\$)	micros
	ipc	ipcx	ipc	ipcx			
2002 Jun	2.0	2.7	-0.1	-0.1	24.0	674	
Jul	2.5	2.6	0.3	0.2	25.0	695	✓
Ago	2.3	2.5	0.6	0.4	25.0	720	✓
Sep	2.1	2.6	0.6	0.6	25.0	720	
Oct	2.3	2.5	0.3	0.3	24.8	720	✓
Nov	2.6	2.6	0.2	0.2	24.5	720	
Dic	3.0	2.9	0.1	0.3	24.2	720	
2003 Ene	3.1	3.0	0.0	0.2	24.1	720	
Feb	3.1	3.0	0.0	0.1	24.1	720	
Mar	3.0	3.0	0.4	0.5	24.0	720	

Escenario III: Tipo de Cambio \$760/dólar

	% var. anual		% var. mensual		petróleo (US\$/barril)	TCO (\$/US\$)	micros
	ipc	ipcx	ipc	ipcx			
2002 Jun	2.0	2.7	-0.1	-0.1	24.0	674	
Jul	2.5	2.6	0.4	0.2	25.0	695	✓
Ago	2.5	2.7	0.8	0.5	25.0	760	✓
Sep	2.6	3.0	0.8	0.8	25.0	760	✓✓
Oct	2.9	3.1	0.4	0.5	24.8	760	
Nov	3.2	3.1	0.2	0.2	24.5	760	
Dic	3.6	3.5	0.1	0.3	24.2	760	
2003 Ene	3.7	3.6	0.0	0.2	24.1	760	
Feb	3.7	3.5	0.0	0.1	24.1	760	
Mar	3.6	3.5	0.4	0.5	24.0	760	

Escenarios de actividad

Handwritten signature and initials in blue ink.

**Proyecciones de corto plazo PIB y Gasto**

	2002.T1	2002.T2	2002.T3	2002.T4	2002
IPOM mayo 2002					
PIB	1,5	2,3	3,6	4,3	3,0
Gasto	-2,5	1,3	5,0	10,0	3,4
VARs					
PIB	1,6	2,1	3,2		
Gasto	-2,5	1,9	2,3		
Proyecciones sectoriales					
PIB	1,5	2,1	2,2	-	-
Gasto	-2,5	-0,4	0,7	-	-
FBCF	-2,0	1,2	-	-	-
Resto	-2,7	-	-	-	-
Exportaciones bs y ss.	6,0	9,7	-	-	-
Importaciones bs y ss.	-5,5	2,8	-	-	-

El señor Ministro de Hacienda propone estudiar el posible contagio que habría por el lado de la cuenta de capitales más allá del contagio que se ve a través de los spreads soberanos.

El Presidente señor Massad encarga al Gerente de División Internacional coordinar el estudio de este tema con las otras Divisiones del Banco. Enseguida, ofrece la palabra a los asistentes para comentar sobre la información entregada.

El Consejero señor Desormeaux señala que aunque la situación de Brasil es preocupante, cree que más importante aún es la percepción de que la bolsa americana puede caer otros 15 puntos más. Manifiesta que esto tiene consecuencias sobre la actividad, pero también va a tener efectos sobre las expectativas. Espera que ese escenario no se dé y señala que echa de menos un análisis al respecto. Porque en el escenario central aparece muy claro que se compensan los efectos de una demanda menos estimulativa con un tipo de cambio más depreciado, pero también hay escenarios alternativos que han ido incrementando su probabilidad y le inquieta un poco que pueda no dárseles el peso que corresponda.

El Vicepresidente señor Marshall manifiesta que desea formular una interrogante más que un comentario. Dice que tiene la impresión de que se debe hacer una discusión separada de dos temas. Uno, es por qué razón las proyecciones que había respecto del segundo trimestre quedaron tan distanciadas de la realidad. Señala que no se puede adjudicar como motivo a los fenómenos de las últimas semanas ni al ambiente internacional ni a la incertidumbre de Brasil; ni siquiera a que los términos de intercambio están levemente distintos a los que se proyectan, porque el error de la proyección en los términos de intercambio es más bien menor. Agrega que si algo de las cifras internacionales que había en la proyección del segundo trimestre se ha dado efectivamente, entonces cree que es distinta la respuesta a "por qué razón nuestras proyecciones quedaron tan distantes de la realidad, especialmente las proyecciones de gasto".

Un fenómeno distinto en el diagnóstico, a su juicio, es decir cómo cambia nuestro balance en la economía a partir de la información que el Consejero señor Desormeaux sintetizaba en esta percepción internacional, que está reflejada en una serie de



datos o en los errores contables, etc. Consulta si se pueden separar estos dos temas o por lo menos trabajar a nivel de hipótesis. Le da la impresión que ello evitaría un autoengaño pues se sabe que no es posible que el bajo gasto de abril haya sido causado porque en mayo cayó la bolsa de Estados Unidos, ya que eso no cuadra.

Manifiesta que se puede tener una hipótesis: decir que se pensaba, por ejemplo, que respecto a la incertidumbre internacional que se generó en América Latina, incluido obviamente Chile, con los atentados del 11 de septiembre de 2001, etc., se sobrestimó la velocidad en que esa incertidumbre iba a disiparse. Se pensó que ése era un fenómeno a corto plazo y como las bolsas se recuperaron rápidamente, se consideró que hacia noviembre o diciembre esa reacción de expectativa de los consumidores, de las bolsas, etc., iba a ser suficientemente robusta como para empujar la demanda durante el primer y segundo trimestre. Manifiesta que aparentemente se subestimó ese factor y esa incertidumbre se tornó mucho más permanente, por lo que esa podría ser una alternativa. Pero la hipótesis de que la política monetaria se demora en ser transmitida, era conocida, y cuando se modificó la tasa de política monetaria, se sabía cuáles serían los rezagos; por consiguiente, le cuesta pensar en buenas hipótesis para explicar ese fenómeno.

Su segunda pregunta relevante es ¿cómo cambia de aquí para adelante el fenómeno internacional nuevo, constituido por la crisis en Brasil, de la Bolsa en Estados Unidos, del ambiente financiero? Cree que hay que separar eso, porque aún cuando no existiese Brasil ni Estados Unidos, la pregunta que se debiera hacer posteriormente, teniendo un buen diagnóstico es ¿este error que cometimos en el segundo trimestre, es persistente o es un error simplemente en que nos demoramos en el momento en que la economía despegó? Señala que en algunas conversaciones con analistas ellos decían que el Banco Central de Chile estimaba que la economía va a despegar el segundo semestre, en tanto que ellos pensaban que iba a ocurrir el año 2003, o sea, hay un error de timing pero la trayectoria es la misma. Sobre estas dos preguntas señala no tener respuestas.

El Consejero señor De Gregorio cree que en los últimos meses se ha estado sobrestimando el crecimiento de la demanda y se han tenido peores noticias de las que se esperaban. Piensa que para el Informe de Política Monetaria de septiembre existe un desafío bastante grande para tratar de medir efectivamente qué es lo que está sucediendo con la demanda. Siente que tal vez no se han cuantificado los ajustes de stocks que han ocurrido en la economía chilena en los últimos años y a qué velocidad se cubren. Le gustaría tener una evaluación un poco más detallada y cree que parte importante va a ser el ejercicio que habrá que hacer cuando se presente el Informe de Política Monetaria de septiembre, tratando de alguna u otra manera de cuantificar y mostrar lo que ha pasado en el escenario externo, así como también la dinámica del ciclo interno, se puede cuantificar la evolución de la actividad, al menos lo que ha pasado en los últimos meses.

El Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés, manifiesta que la pregunta no es fácil de contestar, pero además de lo que ha expresado el señor De Gregorio, hay dos situaciones especiales que han sucedido: 1) cree que los flujos de capitales han sido básicamente cero, lo que es bastante exógeno, por un lado, y esa sequedad partió mucho antes que los problemas brasileños; 2) cuesta entender bien que la dinámica de empleo ha sido más lenta de lo que se esperaba, a pesar de los programas que se han iniciado. En doce meses lo que se ve es un problema de bases de comparación, pero en la punta, el crecimiento del empleo ha sido bastante exiguo, mucho más de lo que se estimaba inicialmente.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, hace presente que el diagnóstico de mayo apuntaba esencialmente a que estos componentes sensibles del gasto, como la inversión en maquinaria y también los inventarios, iban a seguir en ascenso como se había visto en los primeros meses. Manifiesta que lo que se ha visto hasta ahora es que el consumo durable y también la acumulación de existencias se transforma, han



seguido con un dinamismo algo menor, pero no cree que ahí esté el centro del asunto. Piensa que es más importante lo que ha ocurrido con la inversión que está bastante más plana, en particular las exportaciones de bienes de capital que se esperaba iban a incrementarse. Además, lo que ha afectado la creación de empleo es la desaceleración del consumo de bienes habituales. Expresa que esos son los dos fenómenos más relevantes que vienen desde hace un par de meses atrás.

El Presidente señor Massad formula un comentario refiriéndose a la sensación bastante distinta que existe hoy con respecto a la última reunión de política monetaria. Manifiesta reconocer que, por una parte, hay un grado de volatilidad en las cifras y, por otra, que hay un grado de deficiencia en las propias proyecciones. En cierta medida, dice, estamos sufriendo un poco el efecto de haber hecho proyecciones que resultaron ser muy optimistas respecto de la realidad, de las cuales hay que ir dando cuenta y buscando alguna manera de corregirlas con la mayor prudencia y cuidado posibles. Si se esperaba, a comienzos de año, que la economía iba a crecer 3,5% y ahora se está observando que la economía crece más lenta, en parte puede ser porque la propia proyección no era la más apropiada. Señala que si se observa el mercado, la gran mayoría de sus previsiones estaban por debajo de las proyecciones del Consejo, incluyendo el hecho de que una buena parte de las proyecciones del mercado apuntaban a que la economía se recuperaría más tarde de lo que aquí se creía, un punto que ya se ha mencionado, o sea, una parte de esta percepción tiene que ver con la realidad y otra parte tiene que ver con la forma en que aquí se ha proyectado la economía. Cree que en ambas hay que mejorar, pero de hecho lo que hoy día se observa es una inversión plana, bienes de consumo habitual cuyo consumo no crece, gasto lento, empleo lento, indicaciones un poco contradictorias en cifras distintas, como por ejemplo, cifras de ventas de supermercados de distintas fuentes y además enfrentamos un mundo con enormes interrogantes en este minuto. No recuerda haber tenido momentos de tantas interrogantes respecto de la forma en que se puede continuar desarrollando la economía hacia adelante. De hecho en el mundo, como ya se mencionó aquí, cabe el riesgo de una caída fuerte de las bolsas, ya que si, en realidad, existen problemas de alteración de las cifras contables de un alcance relativamente masivo, va a obligar a un ajuste de las bolsas, las que van a tomar mucho tiempo en recuperarse y va a existir una pérdida de confianza que alcanzará no sólo a las bolsas americanas donde se produjo el problema, sino a otras, y sin duda a los movimientos de capital hacia los países emergentes.

Si eso es así, señala que, sin duda, va a tener un efecto importante sobre la economía americana, alterando probablemente incluso la dirección del movimiento de esa economía, si el problema llega a ser de gran envergadura. Se menciona el nombre de altas autoridades del gobierno de Estados Unidos vinculadas a problemas de este orden, lo que contribuye a debilitar la confianza. Puede que eso sea una cosa transitoria, aunque realmente no se sabe, de modo que el grado de interrogantes que existe es extraordinariamente grande.

Piensa que el Informe presentado, en cierta medida, recoge ese grado de interrogantes, pero por la dificultad de hacerlo de manera muy detallada, se va a tener que esperar hasta el trabajo que debe presentarse al Senado, el Informe de Política Monetaria, para poder hacer un examen más a fondo de todos estos elementos y ver si se logra discernir de toda esta masa de información, a veces contradictoria, algunas tendencias que sean fundamentales para nuestra economía, pero, de hecho, le parece que hoy día existe una incertidumbre más alta que la que había tradicionalmente.

En el caso de Chile cree que, por ahora al menos, esa incertidumbre no tiene que ver con el signo, sino más bien con la magnitud de lo que pueda ocurrir en materia de inflación y en materia de actividad, pero eso podría variar si es que los efectos internacionales que se prevén, en particular en los Estados Unidos, llegan a tener una cierta gravedad. Su conclusión es que se está en un momento de mucha incertidumbre, que realmente es muy difícil saber, incluso internamente, qué pueda ocurrir en meses próximos. Se refiere al Ministro de Hacienda que está sometido a una fuerte presión para expandir el gasto, presión que ha



manejado exitosamente y está seguro que lo seguirá haciendo con la misma decisión con que lo ha hecho hasta ahora. Es un tema que para el Consejo es muy importante y tiene mucho que ver con las decisiones que deban tomarse. Piensa que todas estas incertidumbres no podrán ser despejadas en lo inmediato, pero cree que en el caso de Chile la incertidumbre está más bien en la velocidad que en el signo, y eso es algo mucho más fuerte y positivo de lo que se puede decir probablemente de un gran número de países en el mundo, ya que por lo menos, en este momento, el signo de la actividad no está en duda. Y de hecho, agrega, tasas de crecimiento como la que se proyectan para este año, son consideradas en el mundo como tasas de crecimiento muy exitosas. De hecho, dice, en las reuniones tanto de Londres como de Basilea en las que participó recientemente, se menciona la economía chilena como un ejemplo de destacado éxito en el manejo fiscal y monetario y también en todos sus fundamentos, incluida su tasa de crecimiento y su tasa de inflación, se consideran como activos muy importantes del país que hay que cuidar.

Lo que le sugiere este conjunto de hechos es que, si bien hay hoy día grandes interrogantes, cree que la sensación que le parece percibir es menos buena de lo que podría ser. Hay un cambio en dirección menos positiva de la que había en el mes anterior, que se justifica, pero no cree que se pudiera pensar en una percepción de algo muy grave o de algo muy negativo que se aproxima, porque la evidencia hasta ese momento no parece reflejarlo. Al mismo tiempo la evidencia sí parece reflejar que existe algún campo de acción para estimular un poco más nuestra economía.

El Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic, manifiesta que, en relación al escenario internacional, básicamente lo que se observa es un deterioro en el margen del escenario central y un incremento mayor en la incertidumbre, o en los riesgos, como se ha señalado. Los cambios en ese escenario ya se han reflejado, en cierta manera, en el aumento que ya se mencionó aquí de los costos del financiamiento externo, los spread de las empresas y del tipo de cambio, por lo que el escenario central se está viendo afectado. Pero sin perjuicio de eso, señala que lo principal se refiere a los riesgos potenciales hacia el futuro. Los principales riesgos en ese sentido son dos. Por una parte, que se observe un grado mayor de aversión al riesgo, por efecto de los escándalos contables de Estados Unidos y la situación de Brasil. Por otra parte, que la economía internacional alcance un menor crecimiento, particularmente por lo que se mencionó sobre la caída de la bolsa y, marginalmente, porque sí en Brasil las cosas se complicaran aún más, eso también podría tener efectos sobre la actividad, especialmente el próximo año.

Respecto a los efectos de la caída de la bolsa americana, cree que hay que hacer algunas consideraciones. Simultáneamente con la caída en el capital accionario se ha producido también un aumento en el valor de la riqueza financiera correspondiente a renta fija y también en el valor de las propiedades. Asimismo, las tasas de interés están a niveles muy bajos y el dólar se ha depreciado significativamente, factores ambos que contribuyen a atenuar el impacto negativo de la caída de la bolsa sobre la demanda. Por otra parte, los antecedentes que hay sobre el sector real en general vienen a confirmar los escenarios centrales que se venían proyectando hace un tiempo. De hecho, en la última semana, JP Morgan, después de la mayor parte de las caídas que se presentaron en la bolsa, hizo una revisión de las proyecciones de Estados Unidos para este año y para el próximo hacia el alza, del orden de tres décimas para este año y tres décimas para el próximo año, a pesar de tener estos antecedentes tan importantes.

Concluye que aunque hay un deterioro en el margen y un incremento en la incertidumbre respecto al escenario internacional, no es todavía algo que se pudiera apreciar como radical y sustancialmente diferente de lo que se preveía anteriormente. Todo lo que hace esto es más bien introducir una nota de cautela respecto del escenario internacional un poco mayor a la que había anteriormente. Desde esa perspectiva, cree que es importante no subordinar la importancia relativa de los desarrollos domésticos que mencionaba el señor Marshall anteriormente, los cuales se caracterizan por haber generado noticias más bien



negativas, las que desde esta perspectiva parecen tanto o más importantes que el deterioro observado en el escenario internacional.

El Consejero señor Desormeaux manifiesta que, desde el punto de vista de la riqueza, los deterioros en el mercado accionario y los aumentos de valor en el mercado de bonos son importantes, pero son menos importantes de lo que ocurra con el mercado de vivienda.

El señor Ministro de Hacienda comenta sobre lo que ha manifestado el Consejero señor Desormeaux. Dice no estar haciendo ninguna implicancia de política directa, ni en un sentido ni en otro, pero señala tener la sensación que, en mayor o menor medida, tanto los analistas como el Banco, el Ministerio e incluso el Fondo Monetario Internacional, han tenido la tendencia a sobrestimar producto y gasto. La proyección del 6% que plantea el FMI es consistente con una recuperación muy marcada del mundo en el año 2003, cuestión que es una interrogante. Pareciera ser, dice, que todos hubiéramos tendido demasiado a asumir que el patrón de normalidad es el de la nueva economía con crecimiento del 4% en Estados Unidos; que la selección de portafolio es la que hace que el mundo emergente reciba más capital; y que el crecimiento de Chile es del 6% ó 7%. Todos estamos pensando que el régimen normal es el otro, y una y otra vez, la realidad prueba que no.

Manifiesta tener la sensación que esta crisis comenzó con la crisis asiática y está probando tener bastante más histéresis que la que se quiera reconocer de buenas a primera. La fuerte recuperación que se observó durante el primer semestre del año 2000 en el mundo y en Chile, fue más la excepción que la regla. Poco después vino la crisis de Turquía, lo que probó que el problema de los mercados asiáticos no había concluido y que todavía quedaban economías con desequilibrios fuertes; la crisis argentina que todos conocen; la caída de las bolsas en Estados Unidos a partir del cuarto trimestre de 2000 y los atentados del 11 de septiembre.

Estas expectativas de que el régimen normal es el otro, también han llevado a que el debate nacional -aunque tiende a pensar que esto está predispuesto- se canibalice entre distintas opiniones que buscan la vara de plata. Entonces, agrega, unos esperan que la vara de plata la tengan ustedes; otros esperan que la tenga yo o nosotros; y otros esperan que la tenga también yo, pero por la vía contraria, que es una revolución microeconómica y bajas de impuestos. Cree que no hay ninguna vara de plata, y todas tienen riesgos y beneficios.

El Presidente solicita al Gerente de División Estudios que presente las opciones de política monetaria.

Al respecto, el señor Valdés señala lo siguiente:

1. En la reunión de política monetaria de junio, el Consejo decidió mantener la tasa de política monetaria en 4% anual. La decisión se fundamentó en que las perspectivas de inflación se mantenían en línea con lo presupuestado y las estimaciones preliminares de actividad del trimestre corriente se ubicaban algo por sobre lo previsto en el Informe de Política Monetaria. Se constató, sin embargo, que la demanda doméstica evolucionaba más lento que lo anticipado, en particular los indicadores de componentes más permanentes del gasto. Se consideró, asimismo, que existían riesgos de contagio financiero desde Brasil, cuya situación se había deteriorado, pero que aún no influía de forma clara en los indicadores financieros domésticos.
2. Desde la última reunión de política monetaria se han acumulado antecedentes en diversos ámbitos. Entre los más importantes se cuentan:



- La situación global continúa el curso previsto de aceleración en el crecimiento, esta vez con noticias que muestran que Asia está entrando en una fase de mayor dinamismo, compensando el desempeño de otras áreas. La evolución más probable de los precios de los commodities continúa en línea con lo esperado en reuniones pasadas. Los riesgos, sin embargo, se han tornado crecientemente más asimétricos: el riesgo de terrorismo, los problemas en el Medio Oriente (Irak) y la evolución de las bolsas, explicada por los escándalos financieros y de gobierno corporativo en grandes empresas de Estados Unidos, apuntan a escenarios alternativos de menor actividad y/o mayor aversión al riesgo por parte de los inversionistas.
 - La situación regional se ha deteriorado marcadamente. Lo que en la reunión anterior aparecía como un riesgo—un acople de las variables financieras domésticas con el riesgo Brasil—se ha materializado con relativa intensidad. La situación, no obstante, se mantiene en rangos compatibles con la estabilidad de precios y financiera. Los riesgos, sin embargo, aparecen como asimétricos, especialmente por la evolución que está teniendo la situación política en algunos países de la región (Brasil, Argentina, Perú, Colombia, Venezuela, Bolivia).
 - Los indicadores de actividad doméstica han sorprendido negativamente. Si bien las estimaciones muestran que se mantuvo un crecimiento trimestral positivo del gasto y del PIB durante el segundo trimestre, el dinamismo es considerablemente menor al que se estimaba hace un mes (4,4% versus 6,2% anualizado en el caso del PIB y 2,7% versus 4,1% en el caso del gasto). El gasto, en particular, está teniendo una evolución claramente por debajo de lo previsto en el Informe de Política Monetaria, lo que pone en duda, más allá de la situación internacional, la fortaleza del proceso de aceleración de la actividad.
 - En el lado inflacionario las holguras se han tendido a incrementar, al menos en el corto plazo. La evolución reciente de la inflación ha estado visiblemente por debajo de lo previsto mientras se mantiene un muy reducido impacto del tipo de cambio sobre la inflación. Dada la evolución de los distintos costos, los márgenes llegarían al nivel máximo de compresión observado durante el año pasado con un tipo de cambio nominal de 730. En la medida que se mantenga credibilidad en la meta de inflación, el tipo de cambio podría aumentar considerablemente durante un par de trimestres desde sus niveles actuales, sin poner en riesgo una trayectoria de la inflación consistente con los objetivos.
3. En vista de los antecedentes revisados, se proponen en esta reunión de política monetaria las alternativas de mantener la tasa de política monetaria o disminuirla en 50 puntos base. Se propone descartar como opción un alza de la tasa de política monetaria ya que no existen antecedentes que ameriten una decisión de esa naturaleza.
4. Una reducción de la tasa de política monetaria sería la opción más apropiada si se considera que la actividad, y en particular el gasto, están en una senda menos dinámica que la anticipada, con consecuencias deflacionarias que más que compensan las presiones de costo asociados a los aumentos recientes del tipo de cambio, aún en el caso de ser persistentes. Las estimaciones indican que las consecuencias inflacionarias de una depreciación persistente y de magnitud como la observada hasta ahora (6% respecto del escenario del IPOM), son algo menores a los efectos que en sentido contrario tiene una mayor brecha acumulada de 1,5% (respecto de la prevista en el IPOM) en el horizonte habitual de 24 meses. A esto se agrega la holgura que ha generado una inflación menor a la prevista, que deja prácticamente el rango meta completo para acomodar los efectos de ajustes de precios relativos. Adicionalmente, cabe mencionar que la rebaja de tasas es consistente con la aparente menor probabilidad de un escenario de mayor expansión fiscal.



Ampliar el grado de expansividad de la política monetaria también es coherente con un escenario en que la depreciación observada tiene un carácter más bien transitorio (p.ej., de un par de trimestres) y la evolución de la actividad es menos robusta. En este caso, los efectos deflacionarios de la menor actividad persisten en el horizonte relevante, ya que los márgenes se descomprimen con la posterior apreciación.

5. Por otro lado, la principal justificación para la mantención de la tasa de política monetaria es la posibilidad de que se den escenarios de riesgo que requieran de una reversión a las políticas en el corto plazo. Además de que los escenarios que motivan una reversión de políticas se hacen más probables con una reducción de la tasa de política monetaria, existen efectos negativos que limitarían la efectividad y eficiencia del accionar del Banco Central (por ejemplo, por efectos en credibilidad), en un evento en que se rebajan las tasas y al poco tiempo se revierte el curso de política. Esto ciertamente limitaría el rol contracíclico de la política monetaria.

Los escenarios de riesgo más relevantes para estas consideraciones son un deterioro aún mayor en la situación regional y un eventual incremento de la aversión al riesgo por parte de los inversionistas internacionales en general, provocado por un aumento de la tensión que se observa en los mercados de capitales. En ese caso se podría configurar una escalada cambiaria, que requeriría de acciones por parte del Banco Central en la medida que la meta de inflación perdiera su rol de ancla nominal. Este escenario toma relevancia por el periodo de turbulencias por las que atraviesa la región.

Por otra parte, el caso particular de una aceleración del crecimiento mundial, con un incremento asociado en los términos de intercambio, no representa, por el momento, un riesgo que justifique la mantención de la tasa de política monetaria. En principio, una situación de esta naturaleza probablemente se reflejaría en los precios de activos, como el tipo de cambio, con el consiguiente desacoplamiento de la economía chilena respecto de la situación regional. Además, estos desarrollos serían plenamente consistentes con un ulterior menor impulso de política macroeconómica.

6. No son obvios los argumentos para desechar como opciones una rebaja mayor a los 50 puntos base, por ejemplo de 75 puntos base, o una menor, de 25 puntos base. De hecho, ambos movimientos podrían explicarse con fundamentos similares a los que se presentaron para una rebaja de 50 puntos base, complementados con escenarios de riesgo particulares. Existen, no obstante, motivos que pueden hacer más recomendable la alternativa de 50 puntos base.
7. Se podría recomendar una rebaja de 25 puntos base (en vez de 50 puntos base) en vista del riesgo de desanclaje cambiario que se describió anteriormente. Sin embargo, algunas consecuencias de este riesgo—como el de reversión de política—se pueden asociar a un costo que tiene un componente más bien fijo, que no se incrementa proporcionalmente si la rebaja es 25 o 50. Por otro lado, se podría argumentar que un movimiento de 75 puntos base es adecuado en vista de la evolución de la inflación y la actividad y, además, se piensa que el shock cambiario es mayoritariamente transitorio. No obstante, también se puede argumentar que los riesgos que el shock cambiario sea más persistente y/o se den escenarios de aún mayor volatilidad, pueden ser mayores a los riesgos que involucra retrasar una rebaja mayor a 50 puntos base.
8. Respecto de consideraciones estratégicas, en esta oportunidad cabe destacar que el mercado maneja información similar a la del Banco Central, lo que facilita la comunicación de la decisión. El mercado, además, espera mayoritariamente una rebaja de 50 puntos base, expectativa que se formó, a diferencia de ocasiones anteriores, sólo algunos días previos a esta reunión de política monetaria. Una rebaja de esta magnitud, por lo tanto, no debiese tener mayores efectos sobre las tasas de interés y el tipo de cambio, movimientos que ya se observaron durante esta semana. Considerando el estado de relativa mayor



sensibilidad en que se encuentra el mercado, un movimiento diferente al esperado podría tener efectos menos predecibles que lo habitual.

El Presidente ofrece la palabra para comentar sobre la exposición.

El Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel, desea referirse a la actual posición de la política monetaria y a las opciones de cambio de política, a la luz de las novedades producidas con respecto a la información disponible hace un mes atrás, en la reunión de política monetaria del 13 de junio. Al respecto, señala lo siguiente:

En primer lugar, las novedades de la economía internacional. Aunque las proyecciones de crecimiento agregado a la economía mundial y de nuestros socios comerciales no han cambiado mayormente, se observa un deterioro significativo en Latinoamérica, en los mercados financieros internacionales y en los mercados de materias primas.

América Latina es el continente enfermo del mundo. Su deterioro económico, financiero y político es mucho más intenso de lo anticipado hasta hace poco. La recesión se refleja en una caída proyectada del PIB regional de América Latina y del Caribe de 1% para el año 2002. Los spreads soberanos han aumentado, los índices accionarios han caído, los flujos de capitales a la región se han secado y los tipos de cambio se han depreciado, todo ello muy significativamente, respecto de lo observado hace un mes atrás. A eso se agregan situaciones políticas muy deterioradas, con gobiernos populistas que ya están en el poder o están a punto de ganar elecciones en varios países de la región. Y donde no hay populistas, hay gran inestabilidad política, guerra civil o crisis financieras.

Los mercados bursátiles internacionales han acusado la explosión de escándalos financieros y de gobierno corporativo en Estados Unidos, con caídas de 10% en los índices accionarios de Estados Unidos y de 3% a 8% en otras bolsas de países desarrollados, reflejando desconfianza en la información contable, dudas en la intensidad de la recuperación de la economía mundial y, por ende, una creciente preferencia por activos de renta fija.

Finalmente, los principales componentes de nuestros términos de intercambio se siguen deteriorando. El precio del cobre ha disminuido en 0,5% desde junio y el precio del petróleo ha aumentado en 6,2% en lo que va de julio en comparación con junio, marcando una notable caída de casi 7% en esta buena proxy de nuestros términos de intercambio.

Los efectos regionales pesan para Chile mucho más allá de lo que refleja el comercio con la región. En la reunión de política monetaria del mes pasado mencioné que el deterioro real y financiero de nuestros vecinos tiene cuatro efectos con potenciales implicancias para la conducción de la política monetaria: el contagio cambiarlo, el contagio financiero sobre premios soberanos y flujos de capitales, las menores exportaciones netas y las sustanciales pérdidas de capital en las inversiones directas chilenas en dichos países y pérdidas accionarias de títulos nacionales. A esos efectos debemos agregar ahora las pérdidas de riqueza nacional por deterioro de términos de intercambio y las pérdidas de capital accionario de empresas chilenas que cotizan en Nueva York y de las demás que sólo cotizan en Chile, por el movimiento mundial de portafolio hacia activos de renta fija.

Sólo el primero de los seis efectos mencionados, la devaluación cambiaria tiene un impacto inflacionario, que justificaría, bajo ciertas condiciones, adoptar una política monetaria restrictiva. Los cinco siguientes efectos del deteriorado entorno internacional que he mencionado tienen un impacto deflacionario, afectando negativamente el gasto interno y la inflación. En suma, la respuesta óptima de política monetaria a un deterioro de América Latina (con efectos financieros y reales sobre Chile) es ambigua, pero a la luz de la predominancia de los efectos deflacionarios, y a la luz de nuestra experiencia del año pasado durante la



transitoria devaluación por la caída de Argentina, se justificaría adoptar una política monetaria más expansiva.

En relación a la economía chilena, el deterioro internacional descrito se ha hecho sentir sobre ella, particularmente en sus indicadores financieros. Hoy los spreads sobre los bonos soberanos Chile 09 y Chile 12 están aproximadamente 50 puntos base por encima de sus niveles de hace un mes atrás, considerando la leve recuperación observada en los últimos días. La bolsa chilena ha caído un 10%, mucho más a la par de la evolución de los índices accionarios de Estados Unidos que los de Japón o de la Zona Euro. El tipo de cambio nominal se ha depreciado en 4,4% en las últimas cuatro semanas.

De gran relevancia son las novedades referidas a las proyecciones de corto plazo para el producto, el gasto y la inflación. De acuerdo con el Informe de la División Estudios presentado aquí, la estimación del crecimiento anualizado trimestral para el segundo trimestre recién cerrado se redujo de 6,2% a 4,4% en el caso del PIB y de 4,1% a 2,7% en el caso del gasto interno. El gasto y el producto están teniendo una evolución claramente por debajo de lo previsto en el Informe de Política Monetaria, lo que pone en serias dudas, más allá de la situación internacional, la fortaleza del proceso de aceleración de la actividad.

Recordemos que la proyección de crecimiento del PIB para comienzos del año 2003 en nuestro IPOM de mayo es de casi 6% y casi constante para los siguientes cuatro trimestres. Si nuestra mejor proyección hoy día para la tasa de crecimiento en 12 meses fuera de 2,5% para fines de 2002 y comienzos de 2003, dicho valor estaría fuera del 90% del rango del intervalo de confianza graficado por la proyección de crecimiento en el Informe de Política Monetaria de mayo. En otras palabras, a la luz de los antecedentes objetivos y las proyecciones de crecimiento del mercado, el escenario de riesgo negativo del Informe de Política Monetaria de mayo, de muy baja probabilidad de ocurrencia, ha pasado a ser cercano al escenario central que debemos considerar ahora.

Esta significativa debilidad de la actividad y el gasto doméstico ya encuentra su confirmación en la evolución de la inflación total y subyacente. La evolución reciente de la inflación ha estado visiblemente por debajo de lo previsto, mientras se mantiene un muy reducido impacto del tipo de cambio sobre la inflación. Las expectativas de inflación implícitas de mercado a 12 meses, en los PRBC a un año, han seguido cayendo a un rango que ha fluctuado entre 1,5% y 2,2% durante la última semana.

Con respecto a las implicancias para la política monetaria, a la luz de los antecedentes, se justifica un relajamiento significativo de la política monetaria. Ello por los siguientes cuatro motivos: i) la corrección de los determinantes exógenos del gasto y de la actividad llevarán a una corrección muy significativa de las proyecciones de crecimiento del PIB y del gasto para el año 2003. Ello lleva a mayores holguras para reducir la tasa de política monetaria ahora. La corrección del gasto y del crecimiento para 2003 será tan sustancial que un relajamiento significativo no pone en peligro la meta de 3% de inflación en el mediano plazo (2003 y 2004); ii) Al acercarnos a tasas de interés nominales más bajas, cercanas a cero, se hace necesario implementar reducciones más agresivas, para evitar caer en el rango de inflaciones y tasas cercanas a cero (véase el argumento en el reciente trabajo de Ahearne et al., Federal Reserve Board, Junio 2002, sobre la experiencia japonesa); iii) El mercado tiene internalizada una reducción de la tasa de 50 puntos base, lo que está reflejado en las tasas de interés de mercado y en el tipo de cambio, observados ayer y hoy. Por lo tanto, 75 puntos base sólo conllevaría un pequeño factor sorpresa; iv) Reducir la tasa de política monetaria en 75 puntos base, eventualmente permitiría considerar una mantención de la tasa por un período más prolongado, permitiendo evaluar el traspaso de tasas al sistema financiero y sus efectos sobre el gasto.

No obstante, una reducción de la tasa de política monetaria también conlleva cuatro riesgos: a) Una política que resulte exageradamente expansiva, particularmente si se



materializa un escenario de fuerte recuperación del gasto y del producto, con consecuencias inflacionarias. Estimo que este escenario es de probabilidad menor. Sin embargo, de materializarse este escenario, debería llevar a una política de alza de tasas fuertes y rápidas, que sería perfectamente factible de implementar; b) Devaluación cambiaria. Estos efectos deberían ser pequeños, debido a que el mercado ya ha internalizado una reducción de 50 puntos base, con los consiguientes efectos cambiarios; c) Efecto sobre salida de capitales, reduciendo presumiblemente la disponibilidad neta de capitales externos. Este efecto podría ser importante si el país enfrentara una restricción cuantitativa al endeudamiento externo. Sin embargo, a la luz de los moderados premios al riesgo soberano y a la posibilidad de emisión de deuda externa pública y privada, cabe interpretar la escasa entrada de capitales externos a Chile más bien debido a una reducida demanda doméstica por recursos externos que a una restricción de la oferta externa; d) Un agravamiento de la situación financiera internacional y regional.

Haciendo un balance de los cuatro factores que justifican una política monetaria más expansiva y los cuatro factores de riesgo asociados a ella, recomiendo considerar una reducción de la tasa de política monetaria en 75 puntos base.

El Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic, comparte el análisis y la recomendación hecha por el Gerente de la División Estudios, en términos de considerar rebajas de tasa y en particular de 50 puntos base. Tal vez el único punto de diferencia respecto a su presentación es que le parece que un riesgo más relevante a considerar, en relación a lo que se ha planteado, es un riesgo de recuperación más lenta en la actividad mundial por las razones que ya se discutieron anteriormente. Sin perjuicio de eso, comparte que en caso de materializarse ese tipo de riesgo, siempre se puede reaccionar con la política monetaria, por lo tanto, no es algo que incida o que tenga la máxima importancia para efectos de la decisión que se discute hoy.

Respecto al planteamiento de reducir la tasa de interés en una magnitud mayor, cree que en esto es importante no sobre-reaccionar a la información disponible que existe actualmente. Desde el punto de vista del escenario internacional, señala que efectivamente ha habido un deterioro, pero los cambios, como también ya se discutió, no son tan dramáticos. Hay un deterioro en el margen y una mayor incertidumbre respecto al crecimiento mundial y también respecto a la situación financiera, pero es una situación que no cambia en forma radical el escenario ya planteado. Desde el punto de vista del escenario doméstico, observa que hay un crecimiento más lento, pero cree que es importante recordar que hace poco tiempo atrás se tuvo cifras importantes de crecimiento, lo cual ilustra que estas cifras van siempre fluctuando con bastante ruido y por lo tanto, se debe tener cuidado de no reaccionar en exceso. Por estas razones, cree que para considerar bajas mayores convendría disponer de antecedentes adicionales.

El Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera, también comparte lo expuesto por la División Estudios, manifestando que si efectivamente estas últimas cifras son las que marcarán la pauta de los desarrollos de los próximos meses, no hay mayores riesgos en disminuir la tasa de política monetaria en forma moderada en esta oportunidad y reevaluar esta decisión en las próximas reuniones. En el escenario de turbulencias regionales, resultaría más prudente avanzar, en esta dirección, en forma más pausada.

El Gerente General, don Camilo Carrasco, se pregunta "qué es prudente hacer en este momento tan incierto". En relación con esa incertidumbre, opina que igual como en la cuenta de capitales, tampoco se puede medir la incertidumbre solamente del spread; y la incertidumbre que hay a nivel mundial, en toda la parte económica, tampoco se puede medir por las proyecciones que hacen los analistas internacionales. Cree que aquí hay otros elementos que lamentablemente no se sabe cómo medir, pero que son muy importantes. Cuando se empieza a hablar ya de peligro de crisis global o hasta de peligros de deflación,



cree que hay que tomar en cuenta también ese tipo de riesgo. Ante ese escenario, no ve riesgo alguno en ser más agresivo en la política monetaria, por eso, dice estar más en la posición del señor Schmidt-Hebbel, de rebajar la tasa de política monetaria en 75 puntos base.

El señor Ministro de Hacienda señala que tal como no es posible exagerar los efectos de cambio en la tasa sobre la actividad, tampoco es posible exagerar los efectos del cambio en la tasa de interés sobre el tipo de cambio. Los factores de costo no son despreciables, sin embargo, la tasa de interés tiene, en rangos normales, efectos contradictorios sobre el tipo de cambio: uno a través de los efectos sobre las decisiones de portafolio y otro a través de los efectos sobre la actividad.

Manifiesta estar claramente consciente que la política monetaria es poco efectiva para detener los ataques cambiarios cuando se producen. Los ataques cambiarios siempre se producen cuando hay un cambio de información muy importante y son bastante independientes del nivel de la tasa de interés previo al ataque y que, de todas formas, habrá que aumentar significativamente la tasa de interés. Cree que en una economía con un equilibrio razonablemente bien fundamentado, los cambios en la tasa de interés no tienden a producir por sí mismo ningún tipo de trayectoria preocupante sobre el tipo de cambio. Agrega que obviamente nosotros no somos tan favorecidos como la economía americana o europea en el sentido de que la deflación de los activos de renta variable se ha compensado parcialmente con un alza en el precio de los activos de renta fija, lo cual se ha traducido en una baja del rendimiento de estos activos. Esto ha compensado el efecto de la pérdida de riqueza. Pero para nosotros, dice, tampoco el escenario ha sido tan desafortunado frente al aumento del riesgo sistémico, como el caso de economías que han reaccionado con caídas en el precio de los activos de renta variable y fija. Si algo, en el margen, se ha visto en nuestro país que la renta fija se sostiene bien, lo que nos hace estar relativamente tranquilos en términos de que los efectos que tienen los movimientos internacionales sobre la renta variable, no debieran tener un efecto muy significativo sobre los activos de renta fija en Chile.

Y el último punto es que claramente la caída de la bolsa en Estados Unidos podría tener no sólo un efecto contractivo sobre la economía mundial, sino también, como decía el Consejero Desormeaux, un efecto negativo sobre la inclinación hacia el riesgo. Francamente, dice, le cuesta imaginar un escenario de ese tipo sin una reacción de la política monetaria americana, tal como ocurrió en octubre de 1998 y en septiembre de 2001. Por lo tanto, él cree que la decisión monetaria que se adopte hoy día, independiente de cuál sea, sea en su propio mérito y sin fantasmas, que cree que están poco ligados a que los cambios sean 25 puntos más o 25 puntos menos.

El Consejero señor De Gregorio manifiesta lo siguiente: No es necesario repetir el muy buen análisis que nos ha presentado la División Estudios, pero la actual coyuntura se resume en lo siguiente: a) La actividad está más lenta de lo anticipado, en particular, la demanda interna. Más aún, es difícil explicar con el escenario actual las razones para esta debilidad. Por último, los meses de mayo y junio son inesperadamente débiles. Tal como lo plantea el Gerente de la División Estudios "los indicadores de actividad han sorprendido negativamente"; b) No existen riesgos de presiones inflacionarias en ningún plazo futuro, y en los próximos meses muy probablemente la inflación estará por debajo del rango meta. Como lo expone la División Estudios "las holguras han tendido a incrementarse, al menos, en el corto plazo".

En este escenario es necesario ahora preguntarse los riesgos en estas dos variables.

Desde el punto de vista inflacionario, el mayor riesgo es permanecer por un tiempo prolongado en la parte inferior del rango meta, con posibilidades de pasar por debajo de él, debido a debilidad de la demanda. Es así como interpreto la reciente evolución del IPC,

3/12



que si bien es de corto plazo, algo nos indica la dirección de las presiones inflacionarias en el mediano plazo.

El único riesgo inflacionario puede provenir por el lado del alza del precio del petróleo y una sobrereacción cambiaria severa. Sin embargo, ambos factores son contractivos, con lo cual sus efectos directos se podrían ver compensados, en parte, por las menores presiones de demanda.

Desde el punto de vista del nivel de actividad, hay un conjunto de riesgos, algunos de los cuales ya se han ido evidenciando. Al respecto, cabe mencionar los siguientes factores: 1) La recuperación de la economía de los Estados Unidos puede tornarse más lenta, producto de los problemas de confianza que se generan a partir de los recientes escándalos financieros. Algo de eso se ha observado en la evolución de los mercados accionarios y la evolución de las tasas largas; 2) La situación regional está muy débil y no hay perspectivas de mejoramiento durante este año. Esto además ha impactado severamente los flujos de capitales y, por lo tanto, sus efectos serán duraderos.

Por consiguiente, en un escenario de debilidad económica, con la inflación bajo control y con expectativas de situarse por debajo de un 3% sistemáticamente en nuestro horizonte objetivo, creo que hay buenas razones para proponer bajar la tasa de interés, con el propósito de dar un impulso adicional a la demanda agregada y centrar las perspectivas inflacionarias en el centro del rango meta. En todo caso, deseo descartar algunas razones que se pueden dar para no bajar tasa.

En primer lugar, puede haber cierta cautela ante la posible evolución del tipo de cambio. Sin embargo, el mercado ha incorporado una baja de tasa de 50 puntos base y no se han percibido problemas en este ámbito. Además, precisamente la flexibilidad cambiaria existe para dar mayor autonomía a la política monetaria.

En segundo lugar, se puede pensar que la política monetaria ya no es efectiva, algo que en mi caso no creo, pero creo que hay que hacerse cargo del punto. La reacción de las tasas largas a la posible baja de hoy, es una demostración de que aún estamos lejos de una posición en que la política monetaria pierde efectividad. En último caso, incluso si alguien piensa que una baja de tasa es inefectiva, eso no basta, porque habría que argumentar por qué sería dañino bajar las tasas.

Lo que me queda a continuación es dar mi opinión de cuánto creo que debiera ser la magnitud de la baja la tasa de interés. Por razones de demanda uno podría justificar una baja muy acentuada, pero considerando además el efecto señal de esta decisión, creo que la reducción de la tasa de interés debería ser del orden de 75 puntos base. Necesitamos un estímulo importante dadas las recientes cifras de actividad e inflación y es una buena oportunidad para ratificar nuestra creencia en la efectividad del instrumento monetario y nuestro compromiso simétrico con la meta de inflación.

No me queda claro por qué la persistencia del movimiento del tipo de cambio justifique una u otra opción de política monetaria, cuando se compara una rebaja de 50 puntos base versus una de 75 puntos base.

Sin duda que la evaluación de una decisión de este tipo debe efectuarse no sólo en términos de su efecto cuantificable sobre la actividad, lo que como dije sugeriría una baja significativa, sino que también sobre la señal que esta baja enviaría al mercado, y tal como lo hemos discutido anteriormente, hay dos posibilidades.

La primera es que el mercado piense que nosotros tenemos evidencia que la situación económica es aún más débil de lo que se percibe y, por lo tanto, la efectividad de una baja de tasa se vería limitada por un deterioro más pronunciado en las expectativas. Sin

[Handwritten signature]



embargo, tanto nuestros antecedentes como los de analistas privados es que los meses de mayo y junio son muy débiles y presumiblemente este año crezcamos bajo el 3%, así que no habría mucha sorpresa.

La otra posibilidad es indicar al mercado que estamos al comando de la situación económica y, si bien no podemos resolver problemas estructurales de la economía ni corregir el escenario externo, podemos usar nuestro instrumental con la firmeza necesaria para estabilizar la economía, y por ello creo que hay que ir más allá de lo que el mercado está en promedio esperando. Tal como lo señalara el Gerente General, la prudencia tal vez nos llama a tomar una decisión más agresiva.

El Consejero señor Desormeaux comparte el escenario central que ha presentado la División Estudios. Le parece que la idea de que el menor crecimiento que ha experimentado la demanda en el primer semestre de este año, se va a traducir en menores presiones inflacionarias y que puede, por tanto, acomodarse una depreciación del tipo de cambio, como la que resultaría de una rebaja adicional de tasas de interés. Agrega sí que le gustaría llamar la atención sobre el hecho de que este desarrollo ocurre en una economía que ya tiene una política monetaria y una política fiscal contracíclicas. De hecho, dice, la economía chilena es la única en América Latina, hoy día, que puede tener políticas fiscales y monetarias estimulativas en forma simultánea, sin arriesgar la estabilidad. Los niveles de las tasas de interés de la economía chilena son solamente superados, si no se equivoca, por Corea y Tailandia, que están a corta distancia, y eso significa que se está un poco al límite de lo que se puede pedir a las políticas macroeconómicas. Las políticas macroeconómicas han hecho un esfuerzo muy grande, y ciertamente la respuesta, que el Ministro llamaba la vara de plata, para que la economía chilena se recupere, no está en las políticas macroeconómicas. Cree que la verdad es que habrá que buscarla en otra parte y a lo mejor no se encuentra. A eso se suma el hecho que los escenarios de riesgo han subido su probabilidad de ocurrencia, riesgos que tienen que ver con la posibilidad de menor actividad mundial y una mayor aversión al riesgo por parte de los inversionistas. La verdad, dice, es que si se piensa en esos escenarios, y cuál sería la respuesta de política correcta o la respuesta que debieran tener los precios relativos, indudablemente que la respuesta va a ser una depreciación del tipo de cambio mayor de la que se ha considerado hasta ahora.

Agrega el señor Desormeaux que el temor que tiene es que si se le da una excesiva importancia al escenario central y se relegan a un segundo plano los escenarios de riesgo, cuya probabilidad de ocurrencia ha crecido, es que se equivoquen una vez más de escenario y que una acción adicional de política sea interpretada como una acción temeraria. No es necesario recordar que el Banco Central tiene como principal objetivo velar por la estabilidad de precios, la estabilidad de pagos internos y la estabilidad de pagos externos. De materializarse una combinación de escenarios adversos, es evidente que el tipo de cambio va a sufrir una depreciación adicional, probablemente acompañada de una sobrereacción como normalmente ocurre, lo que evidentemente podría obligar al Banco Central a tener que revertir, a corto andar, esta baja de tasa que podría tomarse hoy día.

En resumen, tiene preferencia por una decisión cautelosa referida a la tasa de interés, lo que se traduce, básicamente, en que prefiere o mantener o rebajar en forma moderada la tasa de interés.

La Consejera señora Ovalle manifiesta lo siguiente: Estimo que el informe de las opciones de política monetaria presentado por la División Estudios es completo y está bien fundamentado y no es necesario repetir los antecedentes que avalan la opción de bajar la tasa en 50 puntos y los de mantención. Quiero, sin embargo, manifestar mi preocupación por lo presentado en el párrafo 8 de estas opciones, en el que se manifiestan las llamadas "consideraciones estratégicas", en la parte que dice "...el mercado espera mayoritariamente una rebaja de 50 puntos base, expectativa que se formó a diferencia de ocasiones anteriores sólo algunos días previos a la reunión de política monetaria". Además, este argumento también se



citó en la exposición del informe presentado por Pablo García. Mi preocupación radica en que esta expectativa está influida por declaraciones principalmente nuestras, tomadas en forma destacada por la prensa, por lo cual, casi se podría decir que si se tomara la opción de mantención, habría que dar explicaciones por esta decisión. No se necesita demostrar que los analistas económicos observan cuidadosamente las declaraciones de los representantes del Banco Central, porque sus proyecciones buscan coincidir con el actuar nuestro, ya que, para quienes asesoran eso es muy importante.

El Presidente señor Massad señala que estamos en un período de mucha incertidumbre, que no se sabe cómo se va a desarrollar hacia adelante y por tanto, no le gusta la idea de adoptar una decisión con el supuesto de mantenerla durante un tiempo prolongado. Hace presente que la incertidumbre que hoy día existe no le permite mirar de la misma manera la situación. Más bien le parece que lo que hay que hacer es mirar cuidadosamente todos los elementos esta vez y dejar alguna amplitud para movimientos futuros en la medida que ellos sean aconsejables y necesarios, pero no quiere emitir un pronunciamiento formal sin antes tener la oportunidad de consultar entre los miembros del Consejo, para ver si se logra una posición unánime o si las posiciones son bastante firmes y proceder a decidir en votación.

El Vicepresidente señor Marshall manifiesta que su opinión, en las actuales condiciones, es por un movimiento más agresivo. Está de acuerdo con el planteamiento que ha hecho el señor Schmidt-Hebbel en un movimiento de 75 puntos base. Las razones ya están bastante analizadas. Valora lo que ha dicho el Presidente en el sentido de buscar un consenso. Agrega que, a su juicio, hay un aspecto importante que es la corrección del escenario. Señala que con la corrección sustantiva que se está haciendo respecto al escenario central, después de esta reunión, el escenario se acabó, y después de haber efectuado una corrección de esta envergadura, quizás se hubiese inclinado por una posición más cauta si es que hubiese percibido que las expectativas de mercado no aceptarían o no resistirían adecuadamente una baja más agresiva.

Comparte con la Consejera Ovalle que el anticipar una baja de tasa a tres días de la reunión, y que ella haya sido asumida por el mercado, podría no ser adecuado, pero no cree que tengan el efecto de que el mercado esté en esa posición por las expectativas del Consejo, no comparte esa parte del balance. En ese sentido, su inclinación personal es por ir a una posición más agresiva porque de aquí a unos meses, dice, cuando nosotros reconozcamos que hemos cambiado el escenario central, la pregunta será "por qué no cambiaron las tasas". Si se llega en el próximo IPOM a confirmarse lo que está implícito en esta reunión, de que ha habido una corrección sustantiva, tan pronto se tenga esa corrección hay que reaccionar con las tasas, especialmente si los precios del mercado lo permiten y no se sabe lo que va a pasar en la reunión del próximo mes; el escenario específico de la semana anterior o de los días anteriores es muy importante para la decisión que se tome en esa reunión. En este momento existen las posibilidades, el mercado se ha estabilizado los últimos días en niveles razonables de tipo de cambio, por tanto, no hay un riesgo financiero evidente y eso nos lleva a hacer una corrección rápida de la tasa de interés en el momento que se está cambiando sustantivamente el escenario central.

Comparte los otros puntos también, en orden a que las probabilidades de riesgo son mayores. No se puede negar que tales argumentos tienen validez, pero dentro de todo se inclina por esa posición.

El Presidente solicita un receso siendo las 17,55 horas.

El Presidente reinicia la Sesión a las 18,25 horas, señalando que después de haber intercambiado ideas, se va a proceder a la votación.



El Vicepresidente señor Marshall vota por reducir en 75 puntos base la tasa de política monetaria; el Consejero señor De Gregorio por reducir en 75 puntos base; el Consejero señor Desormeaux por reducir en 50 puntos base y la Consejera señora Ovalle reducir en 50 puntos base.

El Presidente señor Massad está por reducir la tasa en 75 puntos base, señalando que eso no significa que haya un compromiso de que no pueda haber un movimiento de tasa en cualquier dirección en la próxima reunión de política monetaria. Considera de la mayor importancia que la política monetaria y la política fiscal se apoyen mutuamente y cree que en los momentos en que se discute el presupuesto fiscal para el año próximo, es importante dar la señal de que la política monetaria está dispuesta a asumir un grado de impulso a la economía, que permita al Ministro de Hacienda llevar adelante una política conservadora en materia fiscal.

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

35-01-020711 – Tasa de Instancia Monetaria.

Se acuerda reducir la tasa de interés de política monetaria en 75 puntos base, desde 4% a 3,25% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustan también en 75 puntos base.

Se retira de la Sala el Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel D.

IV. Comunicado

“ En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió reducir la tasa de interés de política en 75 puntos base, desde 4% a 3,25% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustaron también en 75 puntos base.

La economía global continúa expandiéndose a un ritmo similar al previsto en meses anteriores, aunque con heterogeneidad en las distintas zonas geográficas. No obstante, las perspectivas de crecimiento de los socios comerciales se han resentido por la negativa evolución de algunos países latinoamericanos. Adicionalmente, los riesgos asociados al deterioro de los principales mercados bursátiles han cobrado mayor preponderancia. Por su parte, las turbulencias financieras en la región se han tornado más significativas que en meses anteriores.

En el ámbito interno, los antecedentes acumulados indican que, durante el segundo trimestre, tanto el gasto como el producto se habrían expandido respecto del trimestre inmediatamente anterior, aunque a un ritmo menor que el previsto en el Informe de Política Monetaria de mayo. La diferencia es más evidente en el caso del gasto, para el cual se esperaba una mayor aceleración. Esta trayectoria, sumada a la evolución del escenario internacional, hace prever tasas de crecimiento menores que las contenidas en dicho Informe para los próximos trimestres.

Algunas de las circunstancias descritas tienen implicancias inflacionarias contrapuestas. Sin embargo, el bajo nivel de la inflación, la persistencia que han mostrado las brechas de capacidad y el reducido traspaso observado de la depreciación del tipo de cambio a los precios, anticipan que la inflación convergerá hacia el centro del rango meta en el horizonte habitual de política. Ello es coherente con el nuevo impulso monetario que favorece una trayectoria más dinámica de la actividad.

5/2

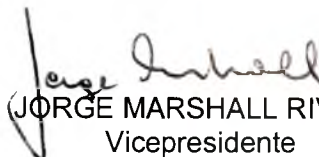


El Banco Central reitera que continuará usando la política monetaria con flexibilidad de manera de confrontar las desviaciones que se proyecten respecto de la trayectoria esperada de la inflación en relación con la meta establecida.”

Siendo las 18,40 horas, se retiran de la Sala el señor Ministro de Hacienda, don Nicolás Eyzaguirre y la señora Bernardita Piedrabuena Keymer.

El Consejo aprueba el texto del comunicado.

Se levanta la Sesión a las 19,00 horas.

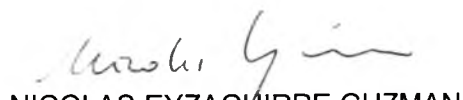

JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente


CARLOS MASSAD ABUD
Presidente


JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero


MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera


JOSE DE GREGORIO REBECO
Consejero


NICOLAS EYZAGUIRRE GUZMAN
Ministro de Hacienda


JORGE CARRASCO VASQUEZ
Ministro de Fe (S)