



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 7  
DE POLITICA MONETARIA  
celebrada el 11 de julio de 2000

---

En Santiago de Chile, a 11 de julio de 2000, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Carlos Massad Abud y con la asistencia del Vicepresidente, don Jorge Marshall Rivera y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina, señor Pablo Piñera Echenique y señor Jorge Desormeaux Jiménez.

Asisten también los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;  
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Angel Nacrur Gazali;  
Gerente de División Internacional, don Guillermo Le Fort Varela;  
Gerente de División de Estudios Subrogante, don Luis Oscar Herrera Barriga;  
Gerente de Análisis Internacional, don Gonzalo Sanhueza Dueñas;  
Secretaria Ejecutiva Gabinete de la Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo;  
Jefe de Prosecretaría, doña Cecilia Navarro García.

El Presidente inicia la Sesión presentando a los señores miembros del Consejo el Acta correspondiente a la Sesión N° 6 de Política Monetaria, celebrada el 8 de junio de 2000 y la Minuta correspondiente a la Sesión N° 5 de Política Monetaria, celebrada el 9 de mayo de 2000, las que se aprueban sin observaciones.

A continuación, el Gerente de División de Estudios Subrogante presenta el siguiente informe:

**I. Evolución Reciente de la Inflación y Proyecciones de Corto Plazo**

- En junio último, la inflación medida por el IPC alcanzó a 0,2% al igual que la inflación medida por IPCX y el IPCX1, con lo cual las tasas de variación anual se situaron en 3,7%, 2,7% y 1,6%, respectivamente. Las mayores incidencias se presentaron en vivienda, debido a incrementos en los valores de servicios básicos (teléfono), y en servicio doméstico, por el aumento del salario mínimo. En junio no se registraron aumentos de precios asociados a los combustibles o el transporte. Con todo, no hay cambios en la tendencia de la inflación, la que permanece por debajo de 3,0% anual.
- En los últimos meses, el repunte de la inflación se concentra en el incremento de los precios de bienes no transables, mientras que los transables muestran un descenso en su tasa de variación.



- La inflación de los bienes transables ha disminuido más de medio punto porcentual desde fines del primer trimestre, alcanzando una variación de 2,4% en junio último (a/a). No se observan señales de una recuperación en los márgenes de comercialización, e incluso estos se han comprimido adicionalmente por el aumento experimentado por los precios de las importaciones de consumo en el primer trimestre y la depreciación del peso en relación con el dólar y otras monedas (TCM y TCM5), que se observó entre marzo y junio. Cabe destacar que los precios de los bienes durables y, en particular, por el rubro de equipamiento de la vivienda (electrónica, línea blanca y otros afines) han mostrado disminuciones de precio en el último año. En conjunto, el IPCTX, que excluye los perecibles y combustibles de este grupo, alcanzó una variación de -0,5% (a/a) durante junio.
- Los precios mayoristas continuaron siendo afectados tanto por el aumento en el precio del petróleo como por la depreciación del tipo de cambio. En junio el incremento del IPM total alcanzó a 13,1% en doce meses, cifra superior al 11,7 y 9,9% observados en mayo y abril respectivamente. Este incremento continúa reflejando en gran parte el comportamiento del IPM importado, el cual observó una tasa de variación en doce meses de 12,5% en junio, es decir, 4 puntos porcentuales por encima de la del mes de abril. Ello se explica completamente por el aumento de precio de los productos mineros (asociados al petróleo) y de los industriales (asociados al tipo de cambio).
- La inflación de los no transables ha seguido mostrando un incremento a lo largo de los últimos meses. Además del aumento en las tarifas del transporte colectivo, cabe señalar el aumento que experimentaron los precios de otros servicios regulados, como la electricidad o los servicios telefónicos, cuya inflación ha pasado de tasas negativas, del orden de -1% a fines de 1999 a incrementos por sobre el 7% en junio último. Estos aumentos reflejan, en parte, los efectos secundarios del shock petrolero sobre otros precios regulados. Los precios de servicios personales también han experimentado un aumento, pero de menor magnitud, desde 2,5% a principios de año a 3,4% en junio último, reflejando el comportamiento de las remuneraciones nominales.
- La tasa de variación nominal de las remuneraciones presentó una leve disminución entre abril y mayo, de 5,2% a 5,1% (a/a), mientras que el costo de la mano obra presentó un leve aumento, de 4,8% a 4,9% (a/a). Asimismo, los salarios privados tuvieron un ritmo de crecimiento ligeramente superior porque pasó de 4,4 a 4,5% (a/a). Estas cifras son coherentes con el menor ritmo de recuperación del empleo que se ha observado en meses recientes. Por otra parte, es importante señalar la consolidación de la recuperación de la productividad media del trabajo durante el primer trimestre del año, lo que disminuye el impacto sobre los costos del aumento salarial. Es probable que las cifras de junio muestren un aumento más significativo de las remuneraciones nominales por el aumento del salario mínimo.
- Para julio se proyecta una inflación IPC del orden de 0,4-0,5% (m/m), con lo que la inflación IPC será del orden de 4,1-4,2% (a/a). Esto se debe al incremento de precio de los combustibles, de los perecibles (tubérculos y hortalizas por efecto de los temporales) y un posible aumento en las tarifas de la locomoción colectiva. Por otro lado, el IPCX mostraría un incremento menor durante el mes de julio (0,2%), por lo que la inflación subyacente alcanzaría a 2,9%.

4  
mg



BANCO CENTRAL DE CHILE

## II. Factores Relevantes para la Inflación Futura

### 1. Escenario Internacional

- La principal novedad en los mercados financieros internacionales la constituye la reducción de su volatilidad, como consecuencia de mayor confianza en la desaceleración gradual de la economía de EE.UU. y el control de la inflación. Luego del aumento de mayo último de la tasa de política norteamericana por parte de la Reserva Federal, ésta se mantiene en 6,5% y las expectativas de nuevas alzas durante el segundo semestre de este año se han reducido ostensiblemente. Así, mientras hasta un mes atrás se esperaba terminar el año 2000 con tasas del orden de 7%, las expectativas se redujeron luego en 25pb. e incluso, luego de los últimos indicadores de consumo, hay indicios de que estas expectativas se estarían moviendo hacia la mantención de la tasa de política en su nivel actual a fines del 2000. Los supuestos tras las proyecciones en el Informe de Política Monetaria de mayo consideraban un aumento adicional de 25pb. en lo que resta del año.
- En Europa, en tanto, la tasa de política aumentó en 50pb. a principios de junio y se espera un aumento de 25pb. adicionales durante el segundo semestre, para terminar el 2000 con una tasa de 4,5%. Para la economía japonesa, por su parte, se espera que la política monetaria mantenga el bajo nivel de tasas de interés mientras la situación deflacionaria no se revierta.
- La mayor tranquilidad de los mercados financieros se sustenta en la serie de antecedentes que refuerzan la probabilidad de una desaceleración gradual de la economía norteamericana, alejando los temores de un ajuste drástico. De forma coherente con este panorama, entre fines de mayo y comienzos de julio las tasas de los bonos de gobierno a 10 años cayeron alrededor de 35 pb., para situarse en 5,95% al 4 de julio. En igual período, el dólar se ha depreciado en los mercados financieros internacionales (2,1% con relación al euro y 0,7% con relación al yen).
- La reducción de la volatilidad de los mercados bursátiles norteamericanos (tanto Dow Jones como Nasdaq) es también destacable. Además, a pesar del carácter más optimista del escenario reciente, la respuesta de los mercados ha sido moderada. Esto último también ha actuado como elemento estabilizador, pues una sobre-reacción del mercado accionario podría haber contrapesado la tendencia de desaceleración gradual de la demanda.
- La menor volatilidad también ha contribuido a una disminución de los premios soberanos a economías emergentes. Entre fines de mayo y comienzos de julio, el EMBI cayó 76pb. En Latinoamérica, la mayor caída se observó en el premio soberano de Brasil (99pb.). Luego México (84pb.), Chile (41pb.), y Argentina (8pb.). El caso de Brasil y México se puede explicar por la mayor disposición a invertir en estas economías, como lo revela la evolución de la participación de las economías emergentes en los portafolios de inversión de instituciones como Deutsche Bank y Goldman Sachs. Este fenómeno probablemente esté asociado a los grados crecientes de estabilidad económica y política en ambos países. Por su parte, la menor caída del premio chileno es coherente con una evolución relativamente neutral y el aumento marginal de Argentina con una percepción relativa más negativa por parte de los inversionistas.
- A pesar de la caída reciente de los premios soberanos a economías emergentes no hay evidencia de una recuperación global de los flujos de capitales hacia economías emergentes. La recuperación de estas economías ha sido liderada por sus exportaciones netas, y, a su vez, la mayor parte de los recursos financieros internacionales están destinados a financiar el déficit de cuenta corriente de la

4  
Pug



BANCO CENTRAL DE CHILE

economía norteamericana. La otra cara de la moneda son las menores presiones de demanda interna en el resto de las economías, entre ellas Chile.

- A la positiva evolución de la economía norteamericana se agregan los buenos desarrollos de los precios de los principales productos exportados. Respecto del cobre, existen hoy expectativas algo superiores a las presentadas en el Informe de Política Monetaria de mayo 2000, alcanzando un precio a fin de año cercano a 85 centavos de dólar. Asimismo, el precio de la celulosa continúa mostrando un elevado nivel y mejoras en el margen.
- Un tema recurrente en el análisis de la coyuntura ha sido la evolución del precio del petróleo. El aumento de producción decretado en la última reunión de la OPEP, el 21 de junio, no fue capaz de reducir los elevados precios del crudo Brent, que se ubicaron por sobre los 30 dólares por barril. Esto aparentemente se debió a que el aumento efectivo de producción no fue de 700 mil barriles diarios, sino que sólo alcanzó los 100 mil, pues la producción efectiva previa a la reunión ya sobrepasaba las cuotas acordadas. Recientemente, Arabia Saudita anunció unilateralmente su intención de aumentar su producción en 500 mil barriles diarios, con el objeto de reducir el precio a 25 dólares por barril. Lo anterior ha tenido un impacto inmediato en el precio spot, el cual cayó la semana recién pasada bajo los 30 dólares. La poca claridad de la política de precios de la OPEP, junto con las incertidumbres propias del mercado de las materias primas, resaltan la dificultad de proyectar la evolución futura del precio del crudo.

## 2. Mercados Financieros en Chile

### a. Tasas y tipo de cambio

- Entre mayo y junio, disminuyeron las tasas de interés de los pagarés de corto y largo plazo del Banco Central. Así, el PRBC90 alcanzó un nivel de 5,76% en promedio y de 5,68% a fines de junio, mientras que la tasa del PRC8 se ubicó en un nivel promedio de 6,53% y en 6,46% a fines de mes. Esta evolución indica menores expectativas de aumentos en la TPM, en el caso de las tasas de corto plazo, como consecuencia de expectativas más moderadas de crecimiento económico e inflación en el mercado. Asimismo, cabe destacar el impacto de la disminución tanto de las tasas en el exterior como del premio soberano, en el caso de las de largo plazo. En consecuencia, la pendiente de la curva de tasa de política futura ha disminuido entre mayo y junio, anticipando un aumento de la TPM en alrededor de 25pb. hacia fines del tercer trimestre y otros 25pb. en el cuarto trimestre, para terminar con una TPM en torno a 6% a fines de año, cifra similar a la que se revela a través de la encuesta de expectativas de junio. En esta última encuesta, se prevé que el año 2001 finalizaría con una tasa en torno a 6,3%. Los antecedentes relativos a la encuesta de expectativas financieras de julio se conocerán la próxima semana.
- Cabe destacar que la disminución de las tasas de interés reales de largo plazo, es consistente con el perfil de tasas considerado en el escenario base del Informe de mayo.
- El tipo de cambio peso/dólar fluctuó desde \$524 pesos a comienzos de junio hasta alcanzar un nivel cercano a los \$539 a fin de mes, para luego retroceder a \$535 en los primeros días de julio, probablemente influido por la reacción positiva de los mercados tras dilucidarse la incertidumbre política en México. Una depreciación un poco mayor se observó en el índice TCM5, que entre comienzos de junio y comienzos de julio creció en 2,4%. Esto significa que desde el cierre del informe de



mayo el peso se ha depreciado un poco menos de 4% en relación con el dólar de EE.UU. y alrededor de 5% en relación con una canasta más amplia de monedas de países desarrollados. Los diferenciales de tasas de interés respecto de los principales socios comerciales señalan una trayectoria de depreciación del peso, dada la posición cíclica de estas economías en relación con Chile. El precio de los futuros peso-dólar a un año se encuentra en \$552,5 y el valor futuro del TCM5 a un año alcanza a 126, señalando una trayectoria de depreciación mayor que la que se prevé según la encuesta de expectativas de junio.

- El reciente comportamiento del tipo de cambio es coherente con los mayores riesgos al alza que se mencionaron en el informe de junio. En esta ocasión los riesgos sobre la evolución futura del tipo de cambio parecen más balanceados e incluso podrían predominar la probabilidad de apreciación, a medida que se consolida un escenario favorable en el ámbito internacional. Al respecto es necesario acumular más evidencia antes de realizar una modificación significativa del escenario central de proyección del tipo de cambio, que pudiera modificar las presiones inflacionarias asociadas a precios importados y las proyecciones de crecimiento económico.

#### **b. Agregados Financieros**

- Entre los agregados monetarios más líquidos, el circulante ha observado una leve mejoría pero el dinero privado aún no da señales de recuperación. Por otro lado, dentro los agregados monetarios más amplios, el menor crecimiento de los depósitos a plazo y la evolución del M1A significó que el M2 continuara desacelerándose, mientras que el M7 ha evolucionado similarmente, pero atenuado por el crecimiento experimentado por los documentos del Banco Central en poder del sector privado. Es decir, la recomposición del portafolio hacia instrumentos de menor liquidez no explica completamente la desaceleración de los agregados monetarios más líquidos.
- Si se observan los componentes del crédito al sector privado (datos sólo hasta mayo), continua la lenta evolución del crédito a empresas. El crédito a personas, por su parte, tampoco ha mostrado mayor dinamismo, observándose estabilidad tanto en su componente de crédito a vivienda como de crédito de consumo. Por otro lado las colocaciones efectivas en el mes de junio cayeron levemente en el margen, aunque mostraron un incremento en términos anuales.

### **3. Demanda y Oferta**

- Durante el segundo trimestre, la recuperación de la actividad ha seguido en línea con las previsiones contenidas en el Informe de Política Monetaria de Mayo 2000. Sin embargo, la composición de la recuperación ha variado. En este sentido, destaca el mayor dinamismo de las exportaciones y los sectores transables, producto de un entorno internacional más estable, mayores precios de los principales productos de exportación y de un tipo de cambio real relativamente depreciado. Por otro lado, la demanda interna se recupera pero a un ritmo algo más moderado.
- Los niveles relativamente altos del tipo de cambio en términos reales, junto con el continuado dinamismo de nuestros principales socios comerciales, han propiciado un importante crecimiento de las exportaciones tanto en volúmenes como en valor. En efecto, las exportaciones mostraron un elevado crecimiento durante el segundo trimestre, con un crecimiento anual estimado de 11% en términos de valor. Por su parte, las importaciones no petróleo siguen en una trayectoria de aumento, con tasas de crecimiento anual durante el segundo trimestre de 19%.



BANCO CENTRAL DE CHILE

- En forma preliminar se estima un crecimiento del gasto cercano al 9% en el segundo trimestre. Los indicadores de gasto, si bien son consistentes con el diagnóstico de recuperación gradual, han presentado un cierto rezago respecto a lo previsto en el informe de Mayo. Esto se aprecia particularmente en el componente de formación bruta de capital. Por un lado, si bien las importaciones de bienes de capital continúan creciendo, alcanzando en mayo 312 millones de dólares (2,6% a/a), aún están muy por debajo de los 500 millones de dólares mensuales observados antes de la crisis asiática. Asimismo, las ventas de bienes de capital producidos domésticamente no muestran una tendencia clara de recuperación. Con relación a estas últimas, si se mantienen los niveles recientes de ventas, en el segundo semestre se verán tasas de dos dígitos en su crecimiento, sólo por el efecto de base de comparación. Entre los factores que inciden en la lenta recuperación de la inversión cabe señalar el costo del financiamiento interno y externo, menores flujos de caja, mayor endeudamiento de las empresas, los excedentes de capacidad en el mercado interno y menores inversiones en minería.
- Por su parte, las cifras relativas a la construcción durante mayo muestran una recuperación respecto a la tendencia observada en el primer trimestre. Los permisos de edificación habitacional y de establecimientos comerciales presentaron incrementos importantes – de 55% y 17% respectivamente - respecto al mismo período del año anterior, aunque están aún por debajo de los elevados niveles observados durante la segunda mitad de 1999. Las ventas de nuevas viviendas mostraron un mayor nivel en mayo último respecto de meses previos, pero los niveles absolutos aún son bajos y en el margen se observa una acumulación de stocks en el sector. Entre los factores que inciden en este resultado cabe señalar menor crecimiento de los ingresos laborales, mayor nivel de endeudamiento de los consumidores, mayor riesgo por desempleo y tasas de interés de largo plazo relativamente elevadas. En el ámbito de establecimientos, cabe señalar los excedentes de capacidad en algunos sectores (comercio y oficinas).
- La recuperación lenta de la inversión se ve en parte compensada por el dinamismo de la recuperación de las compras de consumo durable y la acumulación de inventarios. Durante mayo, las importaciones de bienes de consumo, con un alto componente de bienes durables, alcanzaron 299 millones de dólares, un 54% por sobre el nivel observado en el mismo período de 1999. Las ventas de bienes durables y de automóviles crecieron en el mismo período 38% y 36% respectivamente. El consumo de bienes habituales también se ha recuperado pero a una velocidad algo menor: las ventas del comercio crecieron un 2,4% en doce meses durante mayo, mientras que las ventas de supermercados cayeron un 2,7%. Estas cifras son coherentes con la evolución de los agregados monetarios líquidos, y pueden señalar que la recuperación del consumo de durables puede ser un fenómeno más transitorio, y una vez que se recuperen los stocks de estos bienes, las compras volverán a presentar un ajuste coherente con la lenta recuperación del consumo.
- Los resultados del comercio, entre otros, motivaron un cierto pesimismo en los observadores hace un par de semanas respecto de la velocidad de la recuperación. Es necesario notar en este punto el fin de semana menos que tuvo mayo de este año comparado con mayo de 1999, a lo que se añade el posible impacto de los aún elevados niveles de desocupación.
- En relación a esto último, la caída en el empleo desestacionalizado durante abril resultó ser un fenómeno transitorio, que pudo estar asociado a una leve disminución de la tasa de participación durante el mismo mes. En efecto, durante mayo se observó una recuperación de la tasa de creación de empleos, alcanzando más de un 2% (a/a), lo que equivale a más de cien mil puestos de trabajo respecto de mayo de 1999. De

4  
27



BANCO CENTRAL DE CHILE

éstos, 37 mil corresponden a empleos adicionales en los programas municipales.

- Las estimaciones para el crecimiento del IMACEC durante mayo (7% a/a) se encuentran dentro de lo previsto para el crecimiento del PIB durante el segundo trimestre, esto es 6,2% (a/a). Este dinamismo ya se puede anticipar producto de la importante expansión de la producción industrial en mayo (11% a/a) y del continuado crecimiento de las importaciones durante el segundo trimestre. Por su parte, es previsible una consolidación del crecimiento del gasto en lo que queda del año, producto de condiciones financieras más holgadas y la gradual recuperación de los niveles de empleo.
- Luego, las perspectivas de mediano plazo para el crecimiento de la economía están dentro de lo previsto en el Informe de Política Monetaria de Mayo 2000, con un crecimiento ligeramente superior a 6% durante los próximos 24 meses, condicional a una trayectoria de la política monetaria estable en 5,5%. El balance de riesgos externos respecto de esta proyección central está más balanceado que en el Informe de Política Monetaria de Mayo 2000, puesto que cada vez se ve como más probable que la economía norteamericana logre un aterrizaje suave, aunque un factor negativo como el mayor precio internacional del crudo es ahora más probable.

#### 4. Precios Específicos

- En la primera semana de julio las paridades de referencia del FEP se reajustaron en cifras del orden del 3-4% para los distintos combustibles. Pese a ello, los precios de importación continúan siendo superiores al techo del FEP. No se descarta, que en un futuro próximo, de no mediar un descenso de los precios internacionales del petróleo, se produzca un nuevo reajuste en los límites del fondo. Se espera que hacia fines de este mes comience a operar la nueva fórmula de cálculo del FEP, lo que podría introducir algún incremento adicional en los precios internos de los combustibles. Considerando este aumento, la proyección de inflación medida por el IPC podría elevarse en alrededor de 0,2-0,3% para el presente año, que refleja el efecto de primera vuelta en el IPC, e incorpora un aumento adicional al esperado en julio en las tarifas de la locomoción colectiva. El efecto sobre la inflación del 2001 dependerá de la persistencia de los actuales precios, a lo que se suman los eventuales efectos de segunda vuelta.
- Las expectativas inflacionarias del sector privado según la encuesta de expectativas se han movido marginalmente al alza entre mayo y junio, estando en la actualidad alineadas con la proyección de 4,2% para el año presentada en el Informe de Política Monetaria de mayo. Cabe destacar que las expectativas hacia el 2001 se han mantenido estables en 3,5%. Al mismo tiempo, el premio pagado por papeles nominales versus reajustables a 1 año se mantuvo en 4,3% durante junio, pero en el margen se ha movido a la baja, en torno a 4,1%. Los antecedentes relativos a la encuesta de julio se conocerán la próxima semana.

#### III. Perspectivas para la Inflación Futura y Conclusiones

- Para resumir, la evolución reciente de la economía no altera esencialmente el panorama macroeconómico que se presentó en el Informe de Política Monetaria de Mayo último: consistente con una tasa de política monetaria de 5,5% en el horizonte de proyección, la recuperación de la economía continuará a un ritmo gradual algo mayor que 6% en el curso de 2000 y el 2001, sin generar presiones inflacionarias. Este crecimiento estaría sustentando principalmente por el crecimiento de la demanda externa. Por su parte, la inflación total se ubicaría por sobre el 4% hacia fines de año y

W  
by



BANCO CENTRAL DE CHILE

la inflación subyacente sería inferior a 4%, presentando una trayectoria de convergencia a niveles cercanos al 3% a lo largo del 2001.

- El comportamiento reciente del petróleo en los mercados internacionales ha provocado un nuevo aumento en las paridades del FEP, y no se descarta un nuevo incremento en el futuro cercano. La incidencia directa del ajuste de paridades de comienzos de julio será cercana a 0,15%. La incidencia de un nuevo incremento en los límites del FEP puede alcanzar hasta 0,2-0,3% anual, lo que incorporaría un aumento adicional al esperado en julio en las tarifas de la locomoción colectiva. Además, los gremios están empujando por un incremento en las tarifas del transporte público, producto de la trayectoria del tipo de cambio en los meses recientes, lo que tendría una incidencia adicional cercana a 0,1%.
- Estos efectos son transitorios, y hasta ahora los aumentos de precios de combustibles en lo que va del año no han tenido impacto sobre el resto de los precios de la economía. El eventual traspaso a otros precios vía efectos en cadena es un factor de cuidado que debe continuar bajo observación, porque podría alterar las proyecciones de mediano plazo del IPC y no sólo las proyecciones de corto plazo.
- No obstante que el escenario base es similar al presentado en el informe de Mayo, los riesgos asociados han cambiado. En primer lugar, el precio del crudo en los mercados internacionales ha mantenido la volatilidad observada en los últimos meses. Las contradictorias opiniones de Arabia Saudita y la OPEP respecto a un eventual aumento de producción de medio millón de barriles diarios muestran la poca claridad de la política de precios de la OPEP en la actualidad. En segundo lugar, hoy es más probable un aterrizaje suave de la economía norteamericana, lo que además de acotar la magnitud de futuros aumentos en las tasas por parte del FED, atenúa en cierta forma la posibilidad de mayores grados de turbulencia en los mercados financieros internacionales.
- Finalmente, un factor que requiere de un mayor análisis se refiere a la composición de la recuperación del producto y su impacto sobre el empleo. En la medida que la recuperación más lenta de la demanda interna obedece a factores más duraderos, como un mayor nivel de endeudamiento del sector privado (menor riqueza), una revisión de sus expectativas, una menor disponibilidad de financiamiento externo a costo conveniente, y una política fiscal más austera, se abre espacio para un mayor dinamismo de las exportaciones netas. Sin embargo, la transición puede significar un crecimiento más lento de la economía en su conjunto en el período de transición, en la medida que se requiere una reasignación de recursos entre sectores, lo que toma tiempo y ajustes adicionales de precios relativos.

La Consejera señora Ovalle refiriéndose a la preocupación que ha originado la desaceleración de los agregados monetarios en el mes de junio y al comentario del señor Herrera en el sentido que ha habido cambios en el uso de instrumentos, especialmente un incremento significativo de Fondos Mutuos, consulta si se ha hecho alguna investigación sobre el uso de tarjetas de crédito. Contesta el señor Herrera diciendo que ha habido un crecimiento importante, desde 1998 en adelante, tanto en la cobertura de cajeros automáticos como en el número de tarjetas de crédito y su intuición es que ese tipo de efecto debiera ser más relevante para efectos del circulante que para efectos de los depósitos a la vista. Ciertamente, agrega, ha habido un efecto en ambos componentes del dinero, pero a priori, el efecto debería ser más significativo en el circulante y en éste se ha visto menos evidencia de una desaceleración en comparación con los depósitos a la vista.



BANCO CENTRAL DE CHILE

La señora Ovalle manifiesta que las tarjetas son un factor importante a considerar ya que, en un estudio reciente basado en cifras proporcionadas por la Cámara de Comercio, se informa que los créditos asociados a tarjetas cerradas han pasado de representar un 22,7% del total de créditos de consumo del sistema financiero, en 1997, a casi un 32% en 1999. A su vez, el número de tarjetas en el último año, aumentó en 6,2%, con un monto total de crédito de MM\$ 690.092 que representa un crecimiento de 3,8% entre junio 1999 y junio 1998. Esto indica, dice, que este tipo de créditos, si bien han disminuido el dinamismo que traían antes del ajuste, no se han visto afectados en la misma magnitud que los créditos de consumo del sistema financiero y que por el lado de las tarjetas de crédito bancarias, se observa un crecimiento de 1,8% en 1999 respecto a 1998, aunque las colocaciones en tarjeta de crédito han caído en 16,3% en el mismo período.

El Vicepresidente señor Marshall destaca la primera parte del informe en el sentido, dice, de que se ha observado una inflación subyacente bastante estable. A su parecer ese es un elemento muy importante, sobre todo porque se ha estado trabajando durante todo este año con la hipótesis que podrían haber efectos de segunda vuelta, ya sea originados en los efectos del precio de los combustibles o en la depreciación del tipo de cambio. Este hecho le lleva a pensar que el coeficiente de traspaso podría tener un elemento de transmisión a través de expectativas de inflación que no están presentes en el actual escenario y no están presentes, probablemente por las propias políticas que el Banco Central ha tomado, además de otras variables. En ese sentido, cree que el modelo del Banco, especialmente pensando en las necesidades de las proyecciones para el próximo Informe de Política Monetaria, debiera considerar o incorporar la evidencia que se ha acumulado en la economía durante este año, pero también la evidencia internacional, que los coeficientes de traspaso han sido menores en los últimos años, por tanto, cree que ese es un hecho bastante relevante para efectos de tener un horizonte de planificación de la política monetaria de mediano plazo.

Refiriéndose al factor que mencionaba el señor Herrera y que dice compartir, es que las condiciones monetarias del último mes son más expansivas. Se refiere al índice que se analiza en la reunión del Programa Monetario que muestra un relajamiento de las condiciones monetarias del orden del 10% en promedio, entre el mes de mayo y el mes de junio, lo que de alguna manera es un hecho que debiera tener un efecto, naturalmente con un cierto rezago.

Por último, señala el señor Marshall que ha hecho un análisis muy preliminar respecto de períodos de recuperación anteriores y algunas cifras que son bastante llamativas y da como ejemplo, los flujos de capital sobre el producto en los cuatro trimestres siguientes al ajuste de 1990 que alcanzó un 4% del producto. En el caso del ajuste de 1996-1997, los flujos de capital fueron 8,1% del producto y en el ajuste de 1994, los flujos fueron menores, porque les tocó justamente el período del efecto tequila, pero que en todo caso, fueron 6% del PIB con términos de intercambio también bastante favorables durante 1995. En cambio ahora, dice, hay flujos de capitales del orden de entre 0% y 1% del producto en los trimestres siguientes al ajuste mismo, o sea, en toda la fase de recuperación. Coherente con eso, la tasa de interés de colocaciones del actual período de recuperación es claramente la más baja de los ciclos anteriores. En el ciclo de la recuperación del año 1990, la tasa de interés de colocaciones en UF de 90 a 365 días, en los trimestres siguientes al punto más bajo fue de 9,4%, en cambio, en los trimestres posteriores al punto más bajo en el ciclo actual, la tasa de colocación de intereses es del orden de 7,6%.

Menciona todos estos hechos, dice, porque cree que hay algunos factores como los que ha señalado, que lo que podrían estar haciendo es aumentar los rezagos con que opera la política monetaria. Una de las cosas que normalmente sorprende es por qué los rezagos con que opera la política monetaria en países emergentes son bastante menores que

HP  
CJ



BANCO CENTRAL DE CHILE

los rezagos en economías más avanzadas. Tal vez, dice, la presencia de estos impulsos fuertes de demanda - sin mencionar el caso del tipo de cambio donde todos los ciclos anteriores estuvieron acompañados por apreciaciones bastante fuertes, en cambio este ciclo está acompañado por una depreciación - podrían haber estado reduciendo los períodos de rezago como estaban operando las políticas. En cambio, en el ciclo actual el rezago puede ser algo mayor.

Agrega el señor Marshall que este conjunto de comentarios le lleva a dos conclusiones que son relevantes para la coyuntura. La primera es que se está en una trayectoria de inflación bastante controlada y no hay riesgos de importancia desde el punto de vista de la inflación y la segunda, es que las condiciones monetarias se mantienen expansivas y probablemente en un ambiente donde los rezagos con que operan estas condiciones monetarias más expansivas van a ser más lentos o los rezagos mayores, y por tanto, cree que el escenario actual, de alguna manera, mantiene las condiciones favorables de la reactivación.

El Gerente de la División Internacional, señor Le Fort, también cree que los riesgos de aceleración de la tendencia inflacionaria, en este momento, son muy escasos. Como se ha visto, dice, ellos tienen que ver con la propagación hacia la tendencia inflacionaria de ciertos shocks de costo o de oferta que han afectado a los precios derivados del petróleo, la depreciación del peso y una posibilidad que hoy día existe que es el alza de los perecibles. Señala que de acuerdo a lo observado, no ha habido propagación de las primeras alzas del petróleo y cree que lo más probable es que no exista propagación de las que se están dando ahora o de los shocks de perecibles. Esto tiene que ver con una condición en que está la economía hoy día, en que existen brechas significativas entre capacidad productiva y utilización, entre capacidad productiva y demanda interna y existe un ritmo de expansión de la actividad y de la demanda interna que sigue siendo moderado. Bajo esas condiciones, dice, estos choques sobre la inflación serían de carácter transitorio, no generarían efectos sobre la tendencia inflacionaria, no requerirían, por lo tanto, de preocupación de parte de la política monetaria. La situación sería distinta si es que se viera una aceleración mayor de la demanda y por eso, cree que es bueno examinar qué es lo que ha estado sucediendo durante este primer semestre. Al respecto, dice, hay puntos de vista bastante distintos. Se podría defender que con una tasa de crecimiento del PIB del orden de 5,8% o 5,9% -eso era en el primer semestre del año - estaríamos perfectamente en línea con lo proyectado en materia de metas macroeconómicas y estaría subyaciendo a ello una condición de demanda agregada y demanda interna normal. Sin embargo, si se dividen o se separan los elementos detrás de este crecimiento del PIB, tal como se ha señalado, al hacer la comparación respecto del segundo semestre de 1999, que fue un semestre en que hubo una elevación de la actividad importante, se observaría que la expansión de la demanda interna, respecto a esa comparación, ha sido prácticamente nula. El crecimiento del PIB que se ha dado entre los dos semestres, se deriva sólo de la expansión de la demanda externa neta, fundamentalmente por la contribución de las exportaciones. De ahí, agrega, se concluiría un cierto estancamiento o un movimiento muy lento de la demanda interna, durante el primer semestre del año, que afecta en forma similar a la formación bruta del capital como al agregado compuesto por consumo e inventarios. Coincide, dice, que probablemente el consumo esté cayendo y los inventarios hayan tenido un incremento.

Manifiesta el señor Le Fort que lo anterior sería un resultado preocupante y cree que muchos analistas han hecho mención a ello y tienden a extrapolarlo hacia el resto del año, con lo que se llega a conclusiones de una tasa de crecimiento mucho menor a la proyectada o hacia la parte más baja del rango y hacia conclusiones respecto de la inflación de tendencia que sería afectada en los próximos 12 a 24 meses hacia el rango mínimo de la meta o incluso más abajo.



BANCO CENTRAL DE CHILE

A esta preocupación, dice, los análisis agregan antecedentes respecto al último trimestre, en que la velocidad de incremento del PIB se ha reducido trimestre a trimestre; la velocidad del segundo es menor que la del primero, incluso algunos indicadores o algunas estimaciones mostrarían de que habría llegado prácticamente a cero. Con todo esto, parecería estar llegando a conclusiones de que estamos con una economía que está débil y que no se está recuperando, pero cree que es necesario hacer una lectura algo más cuidadosa. Piensa que la desaceleración del PIB, en el segundo trimestre del año 2000, no es atribuible a la demanda agregada, sino que fundamentalmente a la demanda externa neta. En el segundo trimestre, señala, las exportaciones no están creciendo respecto del primero y esto iría más allá del efecto tradicionalmente estacional, porque parece haber habido un peak de las exportaciones en el primer trimestre y las importaciones también se siguen recuperando. Esto marcaría un cierto carácter transitorio de la desaceleración del PIB a la que se ha referido, por lo tanto, si la desaceleración es transitoria y se debe fundamentalmente a las exportaciones, está implícito en que hay alguna recuperación más reciente en la demanda interna. Hay algunas indicaciones en la formación bruta del capital fijo por el lado de la construcción, de las importaciones de bienes de capital y probablemente también en consumo e inventarios. Si hay una incipiente recuperación de la demanda interna, señala, ésta debería ser un adelanto del proceso de crecimiento que es esperado y que está implícito en las proyecciones para los próximos meses. Cree que es difícil definir aún si es que lo que va a prevalecer es el debilitamiento que caracterizó al primer semestre o la incipiente recuperación que está implícita en los números del segundo trimestre. En ese sentido, piensa que los próximos meses tienen una importancia muy crítica para ver cuál es la evolución que está siguiendo la demanda interna y cuál es la respuesta que la demanda interna está teniendo ante los estímulos de la política monetaria.

Termina diciendo el señor Le Fort que los cambios estructurales, a los que ya se ha hecho referencia, los ponen en una situación de incertidumbre respecto de si el actual nivel de la tasa de interés es de veras expansivo como el conocimiento histórico lo indica.

El Gerente de la División Estudios Subrogante, señor Herrera, señala que la política del Banco Central no debiera orientarse sobre una meta en relación a la demanda interna. Es posible, dice, que por razones estructurales o por distinto tipo de razones, la demanda interna presente un comportamiento más débil de lo que se había anticipado en los próximos trimestres, pero es posible que eso también sea compensado con una demanda externa más expansiva o que los efectos de la política monetaria, en esta recuperación, sean distintos a recuperaciones anteriores como señalaba el señor Marshall. Otra forma de decir lo mismo, dice, es que esta recuperación tiene tanto una recuperación de nivel como un cambio de composición en el producto, con menor necesidad de recursos externos, con mayor demanda externa porque los componentes de la demanda interna están a nivel de los consumidores más débiles o a nivel de empresas también hay proyectos asociados a la demanda externa más débiles. Por lo anterior, agrega que podría obtenerse una recuperación que vaya más orientada hacia el sector externo que hacia el sector interno, en el cual el principal impacto de las condiciones monetarias sea más bien a través de ganancias de competitividad o de tipo de cambio, en lugar de expansión de créditos y agregados monetarios y que la evaluación de la recuperación sobre la inflación, debiera hacerse en función de lo que es el comportamiento global de la economía, tanto de empleo como de producto global y no tratar de repetir necesariamente un patrón de recuperación que se ha tenido en períodos anteriores.

El Gerente de la División Internacional, señor Le Fort, agrega que es importante notar que la demanda externa neta, durante toda la recesión, no sufrió caídas y las exportaciones han continuado creciendo. Lo que ha sufrido una caída y lo que nos llevó a la recesión, dice, fue la demanda interna que se desinfló y lo único que va a significar la



BANCO CENTRAL DE CHILE

recuperación de la economía nuevamente, va a ser la recuperación de la demanda interna. No cree que sea posible volver a crecer a 5,5% sobre la base únicamente de las exportaciones que pesan 25% en el total y si no hay recuperación de la demanda interna, no se va a lograr un crecimiento entre 5,5% y 6%.

El Presidente señor Massad manifiesta que se está viviendo un régimen de política que resulta bastante apropiado para enfrentar el tipo de incertidumbre que existe por delante, un régimen de política que está definido por un tipo de cambio flotante, por una acción fiscal moderada y por un manejo de la tasa de interés de instancia de corto plazo, dejando libre el movimiento de todo el resto de los plazos que son más determinados por el propio mercado. Ese régimen de política, dice, permite enfrentar con mucha flexibilidad el tipo de shocks o impactos que pudieran producirse hacia adelante, ya sea, por la vía de los perecibles o expectativas de inflación que tenderían a elevar las tasas más largas de interés, o por la vía del precio del petróleo u otro shock de tipo externo que tenderían a elevar el tipo de cambio. Pero también, dice, resulta apropiado para poder responder a una interrogante de difícil respuesta y ésta es si el motor del crecimiento en el futuro va a ser el sector externo o va a ser el gasto interno. De hecho, señala, en el pasado el gasto interno fue fundamentalmente financiado desde el exterior, y se puede encontrar una fuerte asociación entre gasto interno y flujo de capitales externos. Si eso ocurriera, el régimen de política en que estamos permitiría un equilibrio distinto entre tasa de interés y tipo de cambio, que permitiría acomodar el ritmo de crecimiento de la economía a las nuevas condiciones. Si en cambio lo que ocurriera fuese una moderación del ingreso de capitales como se ha visto hasta ahora, mientras la dinámica tenga que provenir más bien del resto de la economía, eso se va a reflejar sin duda, dado el régimen que existe, en una depreciación real que tiende precisamente a apoyar ese tipo de desarrollo. Cree que lo primero que habría que establecer es que el régimen de política en que estamos en el país desde hace algunos meses, permite enfrentar con bastante tranquilidad los distintos tipos de shocks o las distintas interpretaciones que pudieran darse para el crecimiento futuro de la economía.

En segundo término, el Presidente señala que probablemente existe por delante un período relativamente prolongado, en términos de meses, en que se seguirá observando ingresos netos de capitales relativamente débiles y por tanto, lo que se puede prever es que el tipo de cambio, como está previsto en el informe de política monetaria de mayo, tenga alguna depreciación real en el plazo de las proyecciones. Eso es consistente con darle un mayor impulso al sector externo de la economía como peso en el conjunto total de impulsos para su desarrollo. Sin embargo, dice, todavía queda por ver la fuerza de los síntomas de recuperación en el lado del gasto interno, los que todavía no son suficientemente claros ya que se aprecian algunas tendencias que parecieran más favorables ahora de lo que fueron en el pasado. Dicho esto, cree que numerosos analistas cometen el error de pretender que el ritmo de la recuperación sea el que se obtuvo hacia fines del año pasado. Si ese fuera el ritmo de crecimiento de la economía, hacia fines de este año se estaría creciendo al 8% ó 9% o tal vez más y habría mucha preocupación de que ese es un ritmo absolutamente insostenible y no se debiera, probablemente, repetir los errores del pasado de conducir un conjunto de políticas que sobreestimuló el gasto y el crecimiento de la economía. Cree que dado el ritmo al que creció la economía chilena, trimestre a trimestre hacia fines del año pasado, lo obvio a esperar era que ese ritmo se moderara y así ha ocurrido efectivamente y probablemente continúe ocurriendo para aterrizar a tasas de crecimiento compatibles con la proyección del Banco que son del orden del 6% para los próximos 12 a 24 meses.

Piensa el Presidente que el ritmo de la recuperación no es en este momento un elemento de preocupación seria, salvo por el síntoma de junio, que lo considera coyuntural o vinculado a la situación específica del mes más que como un cambio en la tendencia general de la economía, pero eso, dice, hay que observarlo con cuidado con los datos del mes de julio



para saber si efectivamente junio es una variable fuera de órbita hacia abajo, más que una manifestación de una nueva tendencia.

Finalmente, el Presidente dice compartir las conclusiones que se señalaron, en general, y cree que la atención tiene que estar especialmente puesta en los datos coyunturales del mes de julio, para poder apreciar lo que está ocurriendo con la conducta general de la economía, aunque dice tener la confianza más bien de que ese es un síntoma ocasional de tipo puramente coyuntural y que no muestra un cambio de tendencia o, por lo menos, no se puede afirmar un argumento de cambio de tendencia sobre las cifras que se han observado en el mes de junio.

El Consejero señor Desormeaux se refiere a la discusión de esta tarde que buena parte, dice, ha estado centrada en si la evolución de la economía es la adecuada, si es que la economía ha experimentado una desaceleración importante y el rol que juega la política monetaria en todo esto. Le parece importante precisar que el rol prioritario de una política monetaria debe ser la estabilidad de precios como lo establece la Ley Orgánica del Banco Central. Sin embargo, señala, los tratadistas modernos, respecto especialmente de políticas monetarias que siguen metas de inflación como el nuestro, asumen como legítimo que los bancos centrales se preocupen de la evolución de la economía, del pleno empleo, de la tasa de desempleo, siempre y cuando eso no contrarie el primer objetivo. Mientras no se contraponga al primer objetivo que es la estabilidad de precios, considera que está muy bien la preocupación que el Consejo del Banco Central y los Gerentes de División han establecido.

Cree el señor Desormeaux que en esa perspectiva, hoy día existe un cuadro en el cual hay algunas amenazas para la meta de inflación, que vienen todas del frente externo. Por otro lado hay puntos a favor, como el hecho de que hay una menor probabilidad de una depreciación fuerte del dólar norteamericano en vista de que la economía americana está encontrando un ajuste gradual, y en el plano interno hay naturalmente esta desaceleración que es la que ha sido comentada, que indudablemente se ha traducido en menores presiones sobre márgenes de comercialización y sobre precios, especialmente de bienes importados, mientras los precios regulados son los que han experimentado los incrementos más fuertes. En suma, dice, un cuadro donde realmente cree que se dan las condiciones para esta preocupación prioritaria para la demanda interna, pero sin perder de vista el hecho de que en la medida que estas presiones de precios externos se puedan transmitir a otros precios a través de efectos de segunda vuelta o de expectativas, se puede realmente poner en peligro el objetivo prioritario. En resumen, señala, un cuadro en el cual cree francamente que la recuperación de la economía chilena y la velocidad de ello no es algo que dependa hoy día de la política monetaria, a pesar de que la política monetaria indudablemente tiene un rol que jugar, pero tiene ante todo, como primer objetivo, preocuparse de consolidar y asegurar la estabilidad de precios.

A continuación, el Presidente solicita al Gerente de la División de Estudios Subrogante, señor Herrera, que haga las recomendaciones y opciones de política monetaria.

El señor Herrera señala lo siguiente:

“La información presentada en el Informe Mensual destaca que ha persistido una situación compleja e incierta en los mercados internacionales de los combustibles que hace resaltar el riesgo de una acentuación de los efectos sobre la inflación interna anticipado en el Informe de Política Monetaria de mayo. Esto podría implicar un aumento en la inflación medida en el corto



plazo, pero un efecto menor en la inflación subyacente IPCX que no hace por ahora cambiar la percepción de una inflación de tendencia desalineada respecto de la meta en los siguientes ocho trimestres.

Del lado positivo, se ha ido asentando en las últimas semanas un escenario de desaceleración suave de la economía norteamericana, confirmando la tendencia observada en la reunión del mes pasado. Esto hace presumir que la tasa de referencia de la FED no sufrirá nuevos aumentos sustanciales en lo que resta del año.

Internamente, la actividad económica ha seguido en una trayectoria de aumento moderado en línea con un ritmo de crecimiento de alrededor de 6% en los siguientes ocho trimestres. Sin embargo, la composición ha sido algo distinta a lo previsto originalmente, con un comportamiento más dinámico de la demanda externa y uno más flojo del gasto interno. El aspecto positivo de este desarrollo, en cuanto a la inflación, es que se prorroga una situación de ausencia de presiones inflacionarias -sobre aquellos precios sensibles a la demanda interna- que permite compensar las presiones de costos derivadas de los aumentos en los precios internacionales de los combustibles. Como contraparte, sin embargo, esta menor aceleración de la demanda interna acarreará una recuperación más lenta del empleo.

Con todo, y al igual que en la reunión pasada, no existen antecedentes claros que sugieran un sesgo evidente de la política monetaria. Si bien es cierto algunos indicadores puntuales de desaceleración de la demanda interna -incluyendo los agregados monetarios y las cifras de importaciones de junio- podrían sugerir la opción de relajar, se mantiene una curva de rendimientos empujada y anclada a tasas de interés de largo plazo impedidas de bajar de sus actuales niveles por el contexto internacional. En esta situación, una reducción de la tasa de interés de política podría no tener mayores efectos sobre el nivel del costo del crédito doméstico y la demanda interna, aunque sí podría impulsar la demanda externa al promover una depreciación adicional del tipo de cambio real en la medida que sea percibida como sustentable por parte del mercado y que no pone en riesgo el objetivo inflación. Por el momento, no hay evidencia para señalar que una desaceleración de la demanda interna, respecto de lo previsto en mayo, lleve a una inflación subyacente muy por debajo en el curso del próximo año, tomando en cuenta los riesgos de efectos inflacionarios de segunda vuelta asociados a la situación de los precios de los combustibles. Por último, es posible que el gasto interno pueda reanimarse más sobre la base de medidas o políticas de carácter microeconómico que no están vinculadas a la política monetaria.

La opción alternativa de endurecer la política monetaria puede asirse de los efectos de primera y segunda vuelta sobre la inflación de los aumentos del precio de los combustibles y transporte, en un escenario de tipo de cambio que mantiene una trayectoria de depreciación y de una demanda interna que adquiere un ritmo más expansivo en la segunda mitad de este año. No obstante, no existen antecedentes que permitan anticipar tal trayectoria para el tipo de cambio ni tampoco una alteración de ritmo muy sustancial en el crecimiento de la demanda interna.

Finalmente, la mantención del actual nivel de la tasa de interés de política aparece como una opción de menor riesgo relativo."

Cada uno de los señores Consejeros vota a favor de la proposición de la División de Estudios.

A continuación, el Vicepresidente señor Marshall se refiere a lo planteado por el señor Le Fort señalando que sería interesante trabajar un escenario de cómo se distribuiría una relajación de la política entre tipo de cambio y tasa de interés, pensando que hay algunas tasas de interés que tienen mayor asociación con las tasas internacionales. Lo menciona, dice,



BANCO CENTRAL DE CHILE

porque como Banco, desde hace aproximadamente un par de años atrás, existe un estudio que indica que la tasa neutral de largo plazo en la economía es del orden real entre 3,5% y 4%. Recuerda esto, dice, porque realmente cree que se está en un proceso en el cual no se tiene certeza sobre ciertos parámetros en el escenario actual y si se revisa lo que ha pasado con la economía chilena en los ciclos anteriores y lo que pasa en este ciclo, es muy destacable que en los ciclos anteriores los datos sean muy diferentes: tendencia a fuerte apreciación, flujo de capitales fuertes, cifras fiscales distintas, tasas de interés más alta, niveles de inflaciones más altos, por tanto, era parte de una preocupación. El tema planteado, dice, no lo quiere asociar a la necesidad de incorporar un mayor impulso monetario ahora, porque no lo cree necesario. Estima que en las actuales condiciones ya se ha producido un mejoramiento de las condiciones monetarias, por lo tanto, acoge la proposición de la División de Estudios en este sentido. Insiste en que desea levantar el tema porque cree que hay que reflexionar sobre ese punto y cree que se debiera hacer una discusión más abierta.

Agrega el señor Marshall que si se toman cuarenta años de la historia de los países desarrollados y emergentes, una tasa real de largo plazo de 6,5% es absolutamente elevada para cualquier standard de la segunda mitad del siglo pasado. Señala que no existe país que tenga, por un período prolongado, una tasa de interés real de 6,5%, hecho que desea plantear en esos términos porque no se puede pretender ser el equilibrio de largo plazo, por cuánto tiempo, por lo tanto, no cree que sea el momento de tomar ninguna medida. Está también el tema de las tasas de interés internacionales, en qué medida éstas son un factor determinante y por tanto, si se optara por relajar la política monetaria, si eso se va a transmitir hacia el tipo de cambio o hacia las tasas de interés. Termina diciendo que para efecto de esta reunión, suscribe plenamente la proposición de la División de Estudios.

El Gerente de la División Internacional, señor Le Fort, dice estar completamente de acuerdo con el análisis realizado y con que no están dadas las condiciones para un movimiento de la tasa de interés en ninguno de los dos sentidos, pero quiere también aclarar que la preocupación que ha manifestado, en relación a la demanda agregada, no tiene que ver ni con la absorción de empleo que es importante, ni tampoco con el crecimiento de la economía, sino que precisamente con el objetivo fundamental del Banco Central que es mantener la inflación de tendencia entre el 2% y 4%. Agrega que sin una recuperación de la demanda agregada, la economía, por la situación de la política monetaria, va a llegar a una tasa de crecimiento inferior a la que está proyectada, de menor utilización como explicaba y por lo tanto, a una tasa de inflación por debajo del 2%, pensando que ese es un elemento de preocupación y uno de los riesgos que tiene que ser tomado en cuenta al tomar decisiones de política monetaria.

El Vicepresidente señor Marshall solicita que su último comentario no sea incluido en la Minuta de esta sesión porque se trata más bien de materias de debate interno.

El Presidente desea hacer un par de comentarios sobre la intervención del señor Marshall, en el entendido que tampoco son para incluirlos en la Minuta y se refiere a que los países más desarrollados no han tenido tasas de interés reales altas, pero tampoco han tenido tasas de crecimiento altas y si se examina la historia del pensamiento económico, señala que hay una fuerte línea de pensamiento que dice que las tasas de largo plazo van a ser parecidas a las tasas de crecimiento, incluso esto se justifica con algún modelaje bastante sofisticado, de modo que si se quiere hacer la comparación de las tasas de períodos largos en términos reales entre países, probablemente se tenga que hacer una consideración también de las tasas de crecimiento de esa economía en el plazo largo. Por otro lado, dice, la coyuntura en este momento es una coyuntura un poquito distinta de las coyunturas anteriores y estima

Handwritten signature or initials in blue ink.



BANCO CENTRAL DE CHILE

que la presentación que hizo el señor Marshall, al respecto, es muy ilustrativa, buena e interesante. Cree que demuestra, entre otras cosas, que las tasas de interés de salida de recesiones son, más que dependientes de la historia, dependientes de la coyuntura y que en algunos casos se ha salido con tasas bastante más altas y en otras circunstancias, probablemente, se tenga que salir con tasas bastante más bajas, pero las circunstancias de la coyuntura son las que van determinando la tasa de interés de política monetaria, que representa una mejor fórmula de enfrentar la salida de la crisis. De hecho, dice, cree que el Banco Central ha sido capaz, en esta crisis, de salir con tasas de interés más bajas que las anteriores, porque se ha dado un margen mayor de flexibilidad cambiaria, estando ahora en un régimen mucho más cómodo para analizar opciones de combinaciones, tasa de interés, tipo de cambio y otros elementos de la economía que pudieran ser de más o menos estímulo. En ese sentido, dice haber entendido el comentario del señor Marshall: más que en el sentido de dar un mensaje de que hay que bajar la tasa, en el sentido de la combinación de políticas, que pueda ser más apropiada para manejar una situación de coyuntura como la actual.

En consecuencia, el Consejo adopta el siguiente Acuerdo:

**07-01-000711 – Tasa de Instancia Monetaria.**

**El Consejo acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en su actual nivel, esto es, UF más 5,5%.**

**Asimismo, los tramos de la línea de crédito de liquidez permanecen inalterados.**

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

“ En la reunión mensual de política monetaria realizada hoy, el Consejo del Banco Central resolvió mantener la tasa de interés de política monetaria en su actual nivel, esto es, UF más 5,5%. Los tramos de la línea de crédito de liquidez permanecen también inalterados.

En esta reunión se analizó la evolución reciente de la economía y sus perspectivas para los próximos veinticuatro meses, tomando como punto de referencia el Informe de Política Monetaria de mayo último.

Los antecedentes examinados indican que la demanda interna, la actividad económica y el empleo evolucionan en una trayectoria de crecimiento moderado, sin riesgo significativo para la mantención de un ambiente de estabilidad de precios y coherente con las proyecciones de crecimiento económico en torno a 6% para los próximos dos años, según lo señalado en el Informe de mayo.

Esta situación se ha visto confirmada por la estabilidad de la evolución de las mediciones de inflación subyacente. Paralelamente, en las últimas semanas las condiciones monetarias se han tornado algo más expansivas, tomando en cuenta la evolución reciente de las tasas de interés de mercado y del tipo de cambio.

En el ámbito externo, la volatilidad de los mercados financieros internacionales ha tendido a atenuarse y los antecedentes recientes son coherentes con el escenario de ajuste gradual de la economía norteamericana y la perspectiva de un aumento acotado de las tasas de interés internacionales.

Handwritten signature in blue ink.



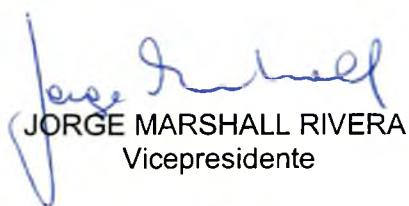
BANCO CENTRAL DE CHILE

Finalmente, los precios internacionales de combustibles persisten en niveles elevados, por encima de lo que reflejan los precios internos, lo que presenta el riesgo de nuevos aumentos de estos últimos.

La consideración de todos estos elementos en su conjunto ha llevado al Consejo a no modificar en esta ocasión la tasa de interés de política monetaria. El Consejo estima oportuno reiterar su ineludible compromiso con la estabilidad de precios, esto es, una inflación centrada en 3%, dentro de un rango de 2% a 4% anual. Ello requiere que la política monetaria mantenga la flexibilidad necesaria para enfrentar oportunamente los riesgos que, en cualquier dirección, se vayan presentando en la consecución del mencionado objetivo."

El Consejo analiza el texto del comunicado y lo aprueba.

Se levanta la Sesión a las 17,40 horas.



JORGE MARSHALL RIVERA  
Vicepresidente



CARLOS MASSAD ABUD  
Presidente



PABLO PINERA ECHENIQUE  
Consejero



MARIA ELENA OVALLE MOLINA  
Consejera



MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI  
Ministro de Fe



JORGE DESORMEAUX JIMENEZ  
Consejero

4  
2/2