BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 13
DE POLITICA MONETARIA
celebrada el 18 de enero de 2001

En Santiago de Chile, a 18 de enero de 2001, siendo las 15,00 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 Pablo Piñera Echenique y señor Jorge Desormeaux Jiménez.

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

Asisten también los señores:

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

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

I. Resolución sobre Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 12, celebrada el 12 de diciembre de 2000.

Se presenta el Acta correspondiente a la Sesión N° 12, la que es aprobada por los señores Consejeros y será firmada una vez subsanadas las observaciones formales que se han indicado.

II. Resolución sobre Minuta del Acta correspondiente a la Sesión N° 11, celebrada el 14 de noviembre de 2000.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo la Minuta del Acta de la Sesión N° 11, celebrada el 14 de noviembre de 2000, la que se aprueba sin observaciones.

BANCO CENTRAL DE CHILE

III. Informe de Política Monetaria.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Pablo García, señala que la estructura del Informe es la siguiente:

I. Evolución Reciente de la Inflación.
II. Factores Relevantes para la Evolución Futura de la Inflación
- Escenario Internacional
- Oferta y Demanda
- Mercados Financieros y Expectativas

III. Perspectivas de la Actividad Económica y la Inflación
- Escenarios Alternativos para la Política Monetaria
- Posibles Balances de Riesgo

IV. Conclusiones

Los puntos destacados son los siguientes:

- En el último tiempo se han acumulado antecedentes relevantes respecto de la marcha de la economía internacional, la inflación, la demanda interna y el empleo, que anticipan una disminución de las presiones inflacionarias de mediano plazo respecto de lo considerado en los últimos meses.

- El crecimiento de la actividad global durante el año 2000 fue de 5,4%, dos décimas por debajo de la proyección de septiembre último.

- Por su parte, la inflación anual a diciembre alcanzó a 4,5%, ello pese a que tanto el tipo de cambio, como el precio del petróleo, siguieron en el cuarto trimestre de 2000 una trayectoria por sobre la anticipada en septiembre.

- Los elevados niveles de desocupación, así como el actual ritmo de crecimiento del consumo y las ventas, siguen acotando el traspaso de la depreciación del tipo de cambio a la inflación y los efectos de segunda vuelta del alto precio del petróleo.

- El escenario externo ha variado respecto de lo que se anticipaba en el Informe anterior.

- En lo más reciente, la desaceleración de la economía norteamericana se está desarrollando con mayor intensidad a la prevista, impactando los precios de los activos financieros y provocando una depreciación del dólar.

- Ello llevó a la Reserva Federal a comenzar anticipadamente un ciclo de reducciones de tasas de interés, el que además hoy se advierte como más pronunciado.

- Por otra parte, las perspectivas de flujos de capitales se ven menos optimistas que en septiembre. Los premios soberanos han permanecido en niveles altos, e incluso por sobre los observados a mediados del año pasado. Esto se ve, en parte, compensado a futuro por tasas de interés internacionales más bajas.

- El real efecto de este escenario internacional sobre la economía chilena es difícil de cuantificar, pero se estima que es menos promisorio para la actividad económica, respecto a lo estimado unos meses atrás.

- Al mismo tiempo, el descenso reciente en el precio del petróleo ha sido superior al previsto. Hoy se estima que, en los próximos años, el precio del barril de crudo se ubicará uno o dos dólares por debajo de las proyecciones anteriores.

- En el ámbito interno, factores como la persistencia de la desocupación en niveles altos han configurado un escenario de menor dinamismo esperado para el consumo privado.

- Los precios de los activos financieros y las expectativas privadas incorporan hoy una reducción de la tasa de política monetaria durante el primer trimestre.

- Las expectativas de inflación para el año 2001 muestran una reducción desde noviembre a la fecha.

- En definitiva, la suma de estos elementos externos e internos permiten anticipar que, durante los próximos dos años, la demanda agregada ejercerá un impulso menor sobre la actividad global al que se esperaba en septiembre.

- Igualmente, dado el actual nivel de las tasas de interés, se estima como probable una trayectoria del tipo de cambio que se dirige hacia una apreciación real.

Escenarios Alternativos para la tasa de política monetaria.

- Dos elementos de juicio, más allá del uso de modelos estadísticos, están detrás de estas proyecciones.

- Las perspectivas de crecimiento económico se encuentran algo por sobre el promedio del mercado, pero son algo inferiores a las que resultan del uso de los modelos, de forma de capturar el impacto del escenario actual de relativo pesimismo.

- A su vez, en las proyecciones de inflación se descarta la posibilidad de efectos de segunda vuelta de la trayectoria a la baja del precio del petróleo (en relación a diciembre). La real magnitud de este efecto es desconocida, pero en el ejercicio de proyección se deja de restarle 0,8%-1,0% a la inflación IPC hacia fines de 2002, respecto de las proyecciones de los modelos estadísticos.

I. Evolución Reciente de la Inflación

Casi el 70% de la inflación de 2000 fue explicada por el precio de los combustibles y las tarifas del transporte. En el mediano plazo estos efectos deben disiparse, conforme el precio del petróleo se ubique, en promedio, por debajo del valor del año anterior.

La inflación IPCX, en tanto, finalizó el año en 3,4%. El IPCX1, culminó 2000 con un crecimiento anual inferior al 2%.

Los precios internos de los combustibles han aumentado en las últimas semanas. En todo caso, el escenario central supone la mantención del precio Brent en niveles más cercanos a los actuales, US$ 25.

II. Factores Relevantes para la Evolución Futura de la Inflación

Dentro del escenario internacional, las perspectivas de crecimiento mundial para este año son inferiores a las señaladas en septiembre, pero se mantienen en 4,2% para 2002. Esta modificación se debe a un crecimiento esperado para los Estados Unidos de América menor en 0,5% para 2001.

Los términos de intercambio se mantienen, en general, alrededor de lo que se esperaba hace un tiempo. El cobre mostraría un precio promedio de US$86 centavos la libra el año 2001, cifra levemente por debajo de lo esperado en septiembre. Para 2002 debería ubicarse en su tendencia de mediano plazo, esto es en torno a US$ 95 centavos la libra.

Con todo, el escenario de términos de intercambio es algo peor que en septiembre. Para 2001 se espera un incremento de 2%, mientras que para 2002 se mantiene en 3,7%.

Las proyecciones del precio del petróleo se han ajustado levemente a la baja. El escenario base de proyección considera un precio promedio para el barril de crudo de US$ 25 el año 2001 y US$ 23 el año 2002.

Para 2001, se espera, en general, un descenso de la inflación, consistente con la atenuación de los efectos de los altos precios del petróleo en el año recién terminado.

Para las tasas de interés internacionales, luego del recorte de 50 puntos base en su tasa de política decretado por la Reserva Federal de Estados Unidos a comienzos de enero, el mercado prevé nuevos descensos. Por su parte, se esperan reducciones en la tasa de instancia del Banco Central Europeo de 50 puntos base durante el año.

Este escenario de tasas de interés internacionales más bajas para los próximos ocho trimestres, se ve en parte compensado porque los premios soberanos de economías emergentes han persistido en niveles por sobre lo esperado en septiembre. Para el caso de Chile, a futuro se espera una reducción hasta los 180 puntos base en 2002.

En 2000 la economía creció sostenidamente, estimándose que en el año el PIB se expandió en 5,4%. La evolución de las tasas de variación anual confirma que tras crecer rápidamente en la segunda mitad de 1999, la economía moderó su ritmo de expansión trimestral.

Igual situación pudo verse en la demanda interna, la que luego de tasas de expansión de dos dígitos en el primer semestre de 2000, moderó su crecimiento en el segundo semestre.

Este comportamiento del gasto respondió a la importante acumulación de inventarios que se anotó en la primera mitad del año. Los componentes más

BANCO CENTRAL DE CHILE

permanentes, consumo e inversión fija, mostraron un crecimiento moderado durante todo el año.

Para el caso de la inversión, las importaciones de capital continúan creciendo, con tasas de expansión de dos dígitos en los últimos cinco meses. Sin embargo, los permisos de edificación no habitacionales han sorprendido con una importante caída en noviembre.

El descenso de las importaciones de consumo en el segundo semestre de 2000 confirma el término de la acumulación de inventarios. Las ventas de vehículos nuevos también acusan una disminución.

Las ventas del comercio muestran un aumento muy leve en el margen, que no permite anticipar cambio de tendencia. En el sector inmobiliario se aprecian mejores perspectivas: un aumento en la venta de viviendas, junto a un acceso al crédito más ventajoso.

En parte, la caída del empleo explica el lento crecimiento de las ventas y el consumo a lo largo del año 2000. Además, el impacto en la tasa de desocupación sería mayor si la fuerza de trabajo no cayese como lo está haciendo.

El Indice de Percepción Económica continuó deteriorándose en diciembre, conforme los indicadores de consumo y empleo no mostraron dinamismo durante el segundo semestre de 2000.

Similar situación ocurre con las expectativas de crecimiento del sector privado, las que se han deteriorado paulatinamente para este año. Para 2002 las primeras aproximaciones indican un crecimiento esperado de 5,5%.

El dinero más líquido sigue mostrando una trayectoria estable de los últimos meses, con algo más de dinamismo en diciembre. Los agregados más amplios y el crédito, por su parte, siguen creciendo a un ritmo algo mayor.

Aún persisten holguras en el mercado laboral. De acuerdo a la evolución de la economía en 2000, se espera que su absorción sea gradual en los próximos dos años, sin que se generen presiones inflacionarias en este sector.

Los supuestos contenidos en el presupuesto de 2001 permiten la obtención de un superávit estructural de 1% del PIB, con un gasto con impacto macroeconómico que crecerá 8,0% nominal en el año.

Respecto de los mercados financieros, la evolución de la actividad, el empleo y el escenario externo, han propiciado un cambio en las expectativas del sector privado. La encuesta de enero anticipa un descenso de la tasa de política monetaria en el primer trimestre del año, para ubicarla en 5% a fines de 2001.

Estas expectativas han sido internalizadas por los precios de activos financieros. Las tasas de interés de los instrumentos del Banco Central han mostrado una caída sostenida, que se acentuó durante enero.

La evolución de las tasas de interés de largo plazo en parte es coherente con los movimientos de las tasas en el exterior durante las últimas semanas.

BANCO CENTRAL DE CHILE

En el período septiembre-enero el tipo de cambio nominal anotó una depreciación de 4%, superior a la presupuestada en septiembre. El tipo de cambio multilateral (TCM) tuvo un incremento algo menor, 3%.

Al mismo tiempo, el tipo de cambio real creció 4,0% entre agosto y noviembre, mostrando actualmente valores similares al promedio del período 1994-1995.

Con todo, la trayectoria central y el balance de riesgos para el tipo de cambio son condicionales a la decisión de política monetaria que se adopte en esta reunión.

Las expectativas de inflación para 2001 han mostrado un descenso desde noviembre del año pasado.

III. Perspectivas para la Actividad Económica y la Inflación

Escenarios Alternativos para la Política Monetaria

En general, cabe destacar que:

- El crecimiento de 2001-2002 estará liderado por las exportaciones y la inversión.
- La persistencia del desempleo ha motivado una conducta más prudente por parte de los consumidores, a lo que se añade perspectivas de crecimiento del ingreso disponible más moderadas.
- Dependiendo de la decisión de política monetaria, el déficit en cuenta corriente se ubicaría entre 1,3% y 1,8% en 2001 y 2002.
- Esto muestra que las condiciones macroeconómicas en las que hoy se desenvuelve la economía son distintas a las históricas. Sus principales consecuencias son:
  - El ritmo de crecimiento de la demanda será por ahora inferior al observado la década pasada.
  - Habrá un mayor peso relativo de los sectores productores de bienes transables en la composición del producto y un menor déficit externo.
  - Persistencia de ajustes en precios relativos, como el tipo de cambio real y el nivel y estructura de las tasas de interés reales.
  - Convergencia de márgenes de comercialización hacia niveles más comprimidos que los históricos.
- La trayectoria esperada para el precio del petróleo apoyará la convergencia de la inflación al centro del rango meta dentro de los próximos ocho trimestres.
- Bajo el supuesto de trabajo de mantención de la tasa de política monetaria en su nivel actual, tanto la inflación IPC como la inflación IPCX descenderán hacia el límite inferior del rango meta.

Posibles Factores de Riesgo

- El balance de riesgos incorpora algunos eventos alternativos que son independientes de la decisión de política monetaria. Entre ellos destaca una desaceleración más violenta de la economía mundial, o un precio del petróleo que se desvíe de la trayectoria central.

- En el ámbito interno, la velocidad de reducción de la desocupación y del crecimiento del consumo presentan grados importantes de incertidumbre. El sesgo dependerá de la decisión de política monetaria.

- Otro elemento relevante es la trayectoria del tipo de cambio real. No sólo la trayectoria central depende de la decisión de política monetaria, sino que además el sesgo en el balance de riesgos.

- En todo caso, hoy la incertidumbre es mayor, debido a un escenario internacional volátil y en estado de flujo.

- Por otro lado, si bien se ha avanzado decididamente en la clarificación de importantes aspectos, como la política fiscal, en otros ámbitos persiste incertidumbre respecto al rumbo que tomará el resto de las políticas públicas.

- En un eventual escenario de mucho menor crecimiento de la productividad, es poco lo que la política monetaria podría hacer para revertir los efectos negativos sobre la actividad y el gasto.

IV. Conclusiones

- Se estima que, bajo las actuales circunstancias, existe un riesgo elevado de que con la actual orientación de la política monetaria la inflación IPC e IPCX descienda hasta el límite inferior del rango objetivo hacia fines del año 2002.
- Es posible obtener una proyección de inflación cercana a 3,0% con el actual nivel de las tasas de interés, pero con una trayectoria del tipo de cambio distinta a la que espera el mercado, con un riesgo asociado importante de apreciación en el horizonte de los próximos dos años.
- En todo caso, el Banco Central deberá estar atento a la posibilidad de que alguno de los escenarios alternativos mencionados anteriormente tienda a imponerse, de forma de reaccionar con flexibilidad y prudencia frente a los eventos que, en una u otra dirección, puedan comprometer el logro de la meta de inflación.

El Presidente ofrece la palabra para comentar el Informe.

La Consejera, señora María Elena Ovalle, manifiesta que el Informe presentado incorpora casi todos los elementos que se solicitaron en la reunión de Política Monetaria de diciembre. Especialmente útiles le parecen el recuadro explicativo sobre la conducción de la Política Monetaria del Banco Central y el referido al desempleo. Sin embargo, señala, no se menciona como tema relevante que afecta las expectativas, las principales preocupaciones manifestadas por distintas fuentes relacionadas a los temas de reforma laboral, cambios en la legislación tributaria y exceso de regulaciones, que sin duda, son elementos de incertidumbre. Hay consenso que el crecimiento no dependerá sólo de factores de política monetaria sino principalmente de un cambio de expectativas. De hecho, se han modificado a la baja las proyecciones de crecimiento del sector privado para este año y el próximo.

Otro punto a considerar es que en la reunión pasada se planteó entregar al mercado sólo dos indicadores de inflación, IPC e IPCX, y en el Informe se sigue mencionando el IPCX1. Asimismo, le parece muy importante dar énfasis a que el Banco Central sea promotor de reajustes en base a la inflación esperada de acuerdo a la meta, representada por la inflación IPC aunque sin dejar de considerar como instrumento de análisis el IPCX. Hay que recordar que en el mes de marzo se producen varios reajustes.

BANCO CENTRAL DE CHILE

Respecto a las condiciones de la economía internacional, en relación a la acumulación de evidencias de que Estados Unidos podría tener una desaceleración más brusca, la señora Ovalle desea apoyar lo expresado en anteriores reuniones de análisis en cuanto a que en la trayectoria que siga la economía de Estados Unidos, deberían distinguirse dos etapas: un primer semestre con una desaceleración más marcada, entre 0% y 1.5%, y un segundo semestre donde el crecimiento se va a recuperar en torno al 3.5%. Señala que esta situación se debería tomar en cuenta en el análisis que se hace en el Informe. También cree que hay que explorar más los canales crediticios ya que, hay un deterioro en el crédito bancario y en los activos de los bancos de Estados Unidos, lo que está unido a una desaceleración por el lado de la inversión y una declinación en los índices de producción industrial. Cree que el Informe debería profundizar más estos hechos.

En el tema de proyección de IPC e IPCX a nivel interno señala que estos indicadores están por debajo de lo que pronostica el mercado, pues la última encuesta de expectativas muestra un 3.7% y 3.5% respectivamente, y en el caso de las proyecciones de crecimiento son menos optimistas que las nuestras. Cree que es importante estudiar las razones de estas diferencias.

A continuación, el Gerente de la División Internacional, don Esteban Jadresic, se refiere al escenario internacional. Basado en las noticias que se dan en este Informe en cuanto a que hay una desaceleración más rápida que lo esperado en la actividad mundial, una reducción de las tasas de interés externas y un nivel de flujos de capitales menor de lo esperado hace algunos meses, considera que de estos tres elementos, los dos primeros son elementos bien sustanciados, compartidos por el mercado y coherentes con los antecedentes de que se dispone. Pero en relación al tercer elemento, sobre los flujos de capitales, la situación no es tan clara. Es cierto, dice, que los spreads soberanos actualmente son más altos que lo que se esperaba, es decir, no han caído en línea con lo que se esperaba hace algunos meses. Sin embargo, por otro lado, las tasas de interés externas han estado cayendo y en magnitudes mayores a la "no reducción" de los spreads soberanos. Entonces, y aunque en términos netos, es difícil decir cuál es el efecto sobre el flujo de capitales, no es claro que éstos sean menos favorables a lo que se esperaba hace algunos meses. En todo caso, señala que de todas maneras las perspectivas no son tan buenas como las que hubo en la primera mitad de la década de los 90.

Se refiere a un segundo punto que tiene que ver cómo se combinan estos desarrollos en el escenario internacional con los del escenario doméstico. Al combinar estos elementos, el Informe básicamente concluye que hay menores presiones inflacionarias. Para evaluar esta conclusión, es útil ordenar cuáles son las noticias que aquí se tienen, en relación a la discusión de diciembre y el Informe de septiembre. Respecto a diciembre, la inflación subyacente continúa siendo menor que la esperada, el crecimiento de la actividad continúa siendo más lento que lo esperado y hay una desaceleración de la economía mundial más rápida, todos elementos que apuntan a menores presiones inflacionarias. El único elemento de contrapartida es la disminución en las tasas de interés internacional y, si se quiere, también una caída de los precios del petróleo de una magnitud relativamente menor, porque gran parte de esta caída está anticipada, ya que estaba supuesta en el informe anterior. El resultado de todo esto es que si se toma la hipótesis que el efecto de la caída de tasas de interés externas y de la desaceleración más rápida de la actividad mundial, tiene un efecto relativamente neutral, resultan menores presiones inflacionarias de lo que se estaba viendo entonces. Por otra parte, si se va más atrás y se compara respecto a septiembre, el cuadro es más o menos el mismo, con la diferencia que además, respecto a las perspectivas que se tenían entonces, los spreads soberanos no caen, por lo que, si bien en el corto plazo lo anterior pudo tener un efecto inflacionario, en la medida que pudo tener algo que ver con el 2% de devaluación ocurrido

desde entonces, tiene a la larga un efecto contractivo sobre la demanda interna y por lo tanto, también apunta a una proyección de menores presiones inflacionarias. En síntesis, si se hace el balance de estos elementos, y salvo que se crea que la reducción de tasas de interés externas más rápidas de lo esperado y el menor precio esperado del petróleo compensan los demás elementos, efectivamente se concluye que hay ahora menores presiones inflacionarias.

El Consejero señor Piñera consulta con qué supuestos se trabajó, para estimar el efecto sobre la demanda interna, en términos de empleo y en términos de índices de desocupación.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, señala que es mucho más fácil tener una proyección de crecimiento para el empleo que para la tasa de desocupación, aún cuando generar una proyección de empleo es muy difícil. Lo que el escenario central supone es para el año 2001 y el año 2002 una recuperación económica no tan intensiva en productividad como lo fue en el 2000, sino más bien intensiva en mano de obra. Ello implica un crecimiento de la ocupación cercano a 2% para este año y el próximo. El impacto que esto tenga sobre la tasa de desocupación dependerá de lo que ocurra con la tasa de participación de la fuerza de trabajo.

A continuación, el señor Ministro de Hacienda señala: Tiendo a coincidir con casi todo lo que se ha dicho o en casi todo. Quería hacer una extensión respecto a la economía internacional y un corolario. Cuando uno analiza la nueva evidencia económica mundial, ciertamente hay algo de esta hipótesis de desaceleración menos suave. No es fácil entender la reducción de tasas en Estados Unidos pues no existe aún tanta evidencia desde el punto de vista de cifras de producción o ventas, aunque quizás sí de empleo. Ahora bien, lo que ha sido más discutido últimamente es qué otra cosa podría haber detrás de esta reducción de tasas. Aparentemente lo que estaría ocurriendo es que nuevamente existirían problemas de apalancamiento, el fenómeno que tanta volatilidad trajo el año 1998. Este descalce, al parecer, estaría más presente que el riesgo del crédito en las operaciones a más plazo de los bancos. Sabido es que cuando hay más apalancamiento, las correcciones de precios de activos tienden a ser más bruscas.

En este nuevo escenario, y es algo que señalaba Esteban Jadresic, siempre está la ambigüedad de dos riesgos contrapuestos que se producen cuando se desaceleran las economías industriales como los Estados Unidos: primero, por el lado del comercio y segundo, por el lado del flujo de capitales. De hecho, históricamente nuestro país y las economías emergentes, en general, no han exhibido sus tasas de crecimiento récord en medio de bonanzas o del peak del ciclo de las economías industriales sino más bien en el medio, cuando ha habido condiciones de liquidez relativamente generosas. No obstante, desde la crisis asiática, pasando por la crisis rusa, pasando por lo del Nasdaq y ahora confirmándose, hay un escenario generalizado de incremento del precio del riesgo y si esta hipótesis sobre apalancamiento es cierta, no sería descartable el que, no obstante una reducción de los tipos de interés en los Estados Unidos, la tendencia de movimiento del portafolio fuera predominantemente hacia títulos de renta fija, más que hacia toma de posiciones de riesgo en economías emergentes. En síntesis, desde un mes a esta parte me tiendo a preocupar más por un escenario de caída de actividad en Estados Unidos que no tenga como corolario un incremento en los flujos de capitales, sino más bien un vuelco hacia los títulos de renta fija de los gobiernos de países desarrollados. Desde el punto de vista de nuestra economía, el contenido de esa mezcla es, sin duda, más recesivo.

El señor Presidente señala, como criterio general y un poco en la misma línea de lo que acaba de señalar el Ministro, que cuando la segunda derivada cambia de signo en el movimiento de la economía, se produce una mucho mayor dispersión en las visiones de los analistas respecto de cuál va a ser el movimiento siguiente, de por qué se ha producido esa

desaceleración y cuál va a ser el próximo movimiento de las distintas variables que se manejan. De hecho, dice, la dispersión de las proyecciones que hoy día existen sobre la economía americana van desde una recesión hasta un crecimiento del orden del 3%. Se está en una situación de evaluación de la situación internacional muy riesgosa, muy difícil de captar realmente. Si los componentes fueran principalmente financieros, es probable que los cambios de la tasa de interés efectuados por la Reserva Federal puedan actuar con cierta rapidez para corregir el problema; en cambio, si se trata más bien de un ciclo de tipo real, probablemente los efectos van a demorar más en manifestarse y eso todavía no está suficientemente claro. Ahí existe un rango de incertidumbre que hace muy difícil la formulación de política y que obliga a mirar con mucha acuciosidad y con mucha cautela qué es lo que está ocurriendo en la economía internacional, para poder adoptar las medidas de política económica correspondiente. Eso indica que se debe mantener una gran flexibilidad en las visiones de los desarrollos y en la posibilidad de tomar acción en cualquier minuto que se pueda, en la medida que se vayan fortaleciendo o aclarando estas incógnitas que hoy día aún están abiertas. El Fondo Monetario parece estar revisando hacia abajo sus proyecciones, pues señaló ya una proyección la semana pasada que aparentemente corrige un poco las proyecciones anteriores, pero todo esto está todavía envuelto en un gran marco de alta dispersión de las visiones que se tienen respecto de la velocidad de crecimiento del curso de una recesión en los Estados Unidos.

Termina el señor Massad expresando que le gustaría decir que si se comparte esa visión de una incertidumbre sobre la economía internacional, ella quedara de algún modo recogida en nuestros planteamientos públicos, en conjunto con la flexibilidad que debemos mantener para ir afrontando la situación en la medida en que ella se vaya desenvolviendo en una dirección u otra. Cree que ese mensaje es el importante en este momento.

El señor Ministro de Hacienda señala que se coincide entonces en que hay un escenario de mayor volatilidad en las condiciones para los spreads. En este escenario es una buena noticia el que, según plantea el Informe, nuestra economía continúe con una posición externa extremadamente sólida, con un déficit esperado de la cuenta corriente extremadamente moderados y una posición de reservas que sabemos es abundante. Esto permite que, desde el punto de las políticas públicas, exista la posibilidad de hacer algún juego contracíclico. Ahora bien, las mismas características de volatilidad y contagio financiero hacen poco aconsejable el tener acciones contracíclicas por el lado fiscal, porque las reglas son claramente superiores a la discreción. Y por lo mismo, si hubiera un espacio, el espacio contracíclico debiera ser ocupado por la política monetaria, y en ambos sentidos, tanto hacia la expansión si el escenario fuera más recesivo, y hacia una contracción si el escenario de flujo de capitales fuera más expansivo.

El Consejero señor Piñera, complementando lo que ha dicho el señor Ministro anteriormente en cuanto a los flujos de capitales externos, señala que además hay elementos de más aversión al riesgo con lo cual se puede esperar menos flujo hacia los países emergentes. También, dice, se ha producido el hecho de que hay una aversión adicional por los países pequeños, a raíz de la poca profundidad del mercado, sobre todo en los títulos de renta variable, entonces lo probable es que se pueda observar esa disminución en el flujo de capitales a países emergentes y que ese flujo disminuido se concentre en países grandes y no en países pequeños como Chile.

El Vicepresidente señor Marshall señala que un comentario que hizo en una reunión anterior don Jorge Desormeaux, en el sentido de decir "el escenario internacional es

bastante incierto en el muy corto plazo" es adecuado en cuanto a que ése debe ser el énfasis. En nuestros informes de política monetaria, hemos cambiado el balance externo en cada informe respecto del anterior. En mayo estábamos muy preocupados por las turbulencias del Nasdaq, en septiembre estábamos totalmente optimistas, en mayo decíamos que el escenario internacional, incluso, era como el punto principal del debate. En septiembre era todo optimismo, ahora parece ser un poco más cauto, o sea, el escenario internacional va a seguir variando. Si se dice que el crecimiento esperado de la economía mundial del 2002 es 4,2%, este es un excelente número, o sea, el escenario de mediano plazo es bueno. El escenario de muy corto plazo o el escenario de corto plazo, el próximo semestre, obviamente, tiene una incertidumbre muy grande respecto del ajuste en la economía norteamericana.

El segundo elemento es que una parte de esto es un ciclo real, inevitablemente va a ser un ciclo real. El sector tecnológico está sobreinvertido y va a tener un ciclo real, sin embargo, es un sector relativamente menor dentro del conjunto del producto norteamericano. Entonces, vamos a tener una parte real del ciclo no enteramente financiero, probablemente no va a existir financiamiento para proyectos tecnológicos por un período relativamente prolongado, pero eso no debiera significar un cambio mayor en las perspectivas de la economía mundial.

En tercer lugar, ha sido un período con premios soberanos muy altos. Se parte de un escenario de premios soberanos altos, de un escenario de tasas de interés internacionales altas que hasta hace poco tenían movimientos al alza, entonces el escenario para adelante es: los premios soberanos ya están altos, en términos históricos y en términos comparativos. Por otro lado los mercados han reaccionado a la baja, toda la información que estamos manejando en esta mesa, los mercados ya la tienen hace tres semanas, por lo menos desde el 3 en adelante y la reacción de los mercados del 3 al 18, quince días de operación, es de premios soberanos a la baja. Es cierto que hay un ambiente de incertidumbre, que las cosas han cambiado pero, a mi juicio, la principal incertidumbre del escenario externo es más bien de corto plazo porque el mediano plazo se ve más favorable. Los efectos de esto, como el premio soberano y la tasa de interés, debieran tender a ser mejores durante el transcurso del horizonte con el cual tiene lugar este informe. En ese sentido yo soy más optimista en el mediano plazo, haciendo la reserva que el Presidente ha señalado respecto del corto plazo.

El Consejero señor Desormeaux estima que la palabra clave es lo que dijo el Presidente del Banco. Señala que en este momento existe mucha incertidumbre, pero lo que quiere recalcar es que la incertidumbre también puede extenderse al mediano plazo, como acaba de mencionar el señor Marshall. De hecho, dice, en los Estados Unidos ya en el día de ayer, los sentimientos han comenzado a cambiar en la dirección positiva, hay una visión más positiva respecto del crecimiento de ese país. Con los buenos datos de IPC más los datos de actividad lenta en el sector industrial hay un 70% de probabilidades de una baja de 50 puntos base el 31 de enero. El Director Gerente del Fondo Monetario Internacional el viernes pasado hizo un pronóstico sobre la economía norteamericana con un crecimiento del 2,5% que está más cerca de la parte alta del pronóstico. Hay bastante tranquilidad con los datos europeos, se ha mantenido muy fuerte en todos sus resultados, cayendo las tasas de desempleo y todo esto con perspectivas de bajas de tasas interés a futuro. En el Asia, es cierto que hay un riesgo pero el riesgo es un crecimiento algo menor, pero de ninguna manera crecimiento negativo, e incluso en Japón el riesgo es de crecimiento bajo, pero no de recesión. Así es que en suma, cree que se tiene una situación controlada con una desaceleración prácticamente acotada a estas alturas al primer semestre, pero donde no hay claridad es lo que va a ocurrir en el segundo semestre. Recuerda que en 1987 la bolsa cayó alrededor de un 30% en una semana, en un fenómeno parecido al actual. Recuerda que The Economist en 1988 hacía editoriales señalando que iba a caer la inversión, iba a caer el consumo, y que la suma de ambas caídas generaría una recesión. Y la verdad, es que no hubo recesión, sino un boom el

año 1988, así que es conveniente poner atención, dice, ya que la incertidumbre es grande y lo es en las dos direcciones, y puede ser muy bien que en realidad se tenga un segundo semestre extraordinario.

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

El señor Morandé señala que lo que hace a continuación es un poco reflexionar sobre las cuestiones que se han puesto en debate a partir del Informe de Política Monetaria expresando que la pregunta que se puede formular al mirar las proyecciones que contiene el Informe para una tasa de interés que permanece en 5% es qué es lo que ha cambiado recientemente, en relación a septiembre y diciembre, que lleve a que en un escenario de mantención de la política monetaria actual se proyecten tasas de inflación bastante por debajo del centro del rango meta hacia fines del horizonte de política, y además cuáles son los elementos nuevos disponibles, sobre todo en las últimas semanas, que pueda conducir a un notorio cambio en las proyecciones de inflación, y acá lo que hay, como ha sido señalado también reiteradamente, son cambios principalmente en el ámbito internacional y algunos también en el ámbito interno.

En el ámbito internacional hay, en primer término, una acumulación de evidencias en el sentido que la economía de Estados Unidos estaría en un proceso de desaceleración más pronunciado que el anticipado por el mercado previamente y esto, en cierta forma, fue refrendado súbitamente por la decisión de la Reserva Federal de relajar anticipadamente su política monetaria, iniciando además una muy probable secuencia de reducciones de sus tasas de referencia en los meses que vienen. Un escenario sustancial -aunque no necesariamente recesivo – de menor crecimiento de Estados Unidos, acarrea un menor dinamismo de la economía mundial y, por implicancia, menores precios de los principales productos exportados –siempre más sensibles al ciclo mundial que los precios de los productos importados- y volúmenes exportados que crecen más lentamente, siempre en relación a lo esperado entre septiembre y diciembre. El efecto sobre el crecimiento de la economía chilena es negativo y, por la vía de una mayor brecha en el producto proyectado, se obtiene un menor resultado de inflación. No obstante, el efecto no es pleno porque dos factores operan en un sentido contrario: a) la rebaja de tasas de interés internacionales que inicia la Reserva Federal, la que ocurre antes de lo previsto y con más intensidad; esta circunstancia debiera reducir los costos del financiamiento externo de la economía chilena más allá del spread soberano, el cual también podría disminuir -y así se considera parcialmente en el escenario central del informe, al menos respecto de las proyecciones de diciembre pasado- como contagio de una situación financiera más aliviada de los países de la región; b) la reacción del tipo de cambio real en Chile, que se apreciaría menos que si el crecimiento mundial se hubiese mantenido más arriba, aunque por la relación de paridad de tasas de interés, este efecto puede ser reducido.

El segundo elemento importante es lo que ha ocurrido con el precio internacional del petróleo. Aunque aún el mercado del crudo se mantiene en estado de ebullición, el riesgo de que su precio se sostenga por encima de US$ 30 el barril, parece hoy muy reducido, a diferencia de lo que se apuntaba a comienzos de diciembre pasado. Por esta razón, con una proyección de este precio en el horizonte de política sólo levemente más optimista que la del IPOM de septiembre, se obtiene una ganancia en materia de reducción de la inflación que es relevante.

Por el lado interno, lo nuevo es la confirmación de que el consumo se mantiene relativamente plano y que sus perspectivas de mejoría se dilatan en la medida que la creación de empleo se mantiene floja. Con esto, el crecimiento de la demanda interna se proyecta algo

más reducido que en septiembre y diciembre, afectando también el crecimiento de la actividad económica, postergando las holguras de capacidad y, por esa vía, contribuyendo a una menor inflación proyectada.

También es importante destacar que la relativa descompresión de las presiones del precio internacional del petróleo sobre la inflación doméstica, despeja un elemento de riesgo sobre la credibilidad del compromiso antiinflacionario del Banco Central que estuvo presente hacia fines del último trimestre del año pasado. Este elemento de riesgo se deducía de la prolongación en el tiempo de una inflación total por encima de 4% que fuera haciendo crecientemente menos creíble la predicción que la inflación en régimen debe ser cercana a 3%. Con la nueva información, es probable que la inflación total caiga por debajo de 4% en mayo próximo, en lugar de agosto-septiembre como se llegó a prever en diciembre pasado.

Dados estos cambios y la proyección de una inflación por debajo de 3% en el horizonte de 12 a 24 meses, las opciones se encuentran inclinadas hacia la reducción de la tasa de política monetaria. En otras palabras, las opciones son las de mantener o relajar, y dentro de esta última, relajar 25 o 50 puntos base. Asimismo, cada una de estas opciones implica un balance de riesgos diferente que es necesario además dilucidar. El cuadro siguiente presenta las opciones en forma esquemática. Nótese que, como metodología, se supone que la proyección de inflación del escenario central que aparecerá publicada en el Informe de Política Monetaria de enero, converge a 3% en ocho trimestres, independientemente de la tasa de política monetaria decidida, por lo que el sesgo en el balance de riesgos recoge en qué dirección se puede inclinar más probablemente la inflación en relación a esta tasa de 3%, bajo el supuesto de que la tasa de política monetaria se mantiene en el nivel decidido por los siguientes ocho trimestres.

	Opción	Balance de riesgos
1.	Mantener	Sesgo a la baja en inflación
2.	Rebajar 25 pb	Balance equilibrado de riesgos
3.	Rebajar 25 pb	Sesgo a la baja en inflación
4.	Rebajar 50 pb	Balance equilibrado de riesgos

Las proyecciones de inflación presentadas en la reunión de hoy para las diferentes alternativas de tasa de política monetaria revelan que habría espacio para bajar dicha tasa hasta 50 puntos base, pero existen una serie de consideraciones a tener en cuenta antes de llegar a esa conclusión. La primera es de orden de magnitud. La diferencia entre la proyección central de inflación IPCX con tasas 4,75% y 4,50% a dos años plazo es muy reducida, apenas tres décimas de diferencia, y ambas están muy cercanas a 3% que es el centro del rango meta, una levemente por debajo y otra levemente por encima. Entonces, en esta situación, la pregunta que se puede formular es si se justifica una rebaja agresiva de 50 puntos base o es preferible una actitud de más cautela, de esperar y ver, rebajando 25 puntos base ahora y revisar la decisión en los meses venideros. Tal vez la segunda opción sea más prudente si se considera que la inflación ha venido subiendo consistentemente, tanto IPC como IPCX, desde comienzos del año pasado y aún no empieza a bajar. Aunque esto podría ser parte del análisis de riesgos, es posible plantear que también apoya una actitud más conservadora de la política monetaria en igualdad de condiciones. La pregunta es si se debe considerar la proyección de IPC -que favorece una reducción de 50 pb- o la de IPCX, que es más neutra entre 25 y 50 puntos base. Es cierto que la meta se plantea en términos de IPC total, pero también es efectivo que la persistencia de altos y crecientes precios del petróleo durante 1999 y 2000 introdujo una cuña entre IPC e IPCX que tomará algo más de dos años en desaparecer. En este sentido, la menor inflación proyectada de IPC respecto del IPCX a ocho

trimestres contiene el efecto de un ajuste a la baja en el precio de los combustibles que debiera desaparecer eventualmente a partir de 2003. Por tanto, en la actual coyuntura, es más razonable fijarse en la proyección del IPCX que el IPC total, para efectos de la discusión interna ya que, frente al público, la meta hay que compararla con la proyección del IPC total a dos años plazo.

Las simulaciones de la TPM que resultan para el primer trimestre de este año con variantes de la función de reacción del Banco Central indica que, si esta función se calcula tal como se desprende de la historia de los noventa y con una tasa neutral de 5,5%, entonces la decisión hoy debiera ser mantener la TPM en 5,0%. Si se postula una función de reacción más orientada a la inflación proyectada entre 18 y 24 meses o si se rebaja la tasa neutral a 5,0%, entonces se justificaría una reducción de la TPM ahora. Sin embargo, una reducción de 50 puntos base sólo se justificaría si estos dos factores se suponen simultáneamente.

Se hizo algunos ejercicios suponiendo que se seguía una política más de halcón, o sea, más dura, con más ponderación a la inflación y menos al crecimiento y se hizo otra, haciendo todo lo contrario, dando más ponderación al crecimiento que a la inflación y los resultados dan algunas luces, pero no son tan interesantes, excepto algunas cosas que son obvias, como por ejemplo, que si fuéramos halcones no bajaríamos jamás la tasa en esta oportunidad y si fuéramos paloma, la bajaríamos y bastante. Pero a lo que se quiere más bien llegar, es al ejercicio donde se cambia el supuesto respecto a la tasa neutral. Ya no es 5,5% como en los ejercicios anteriores, sino que se reduce a 5%. En estas condiciones, por lo que se deduce, hay un espacio mayor para la reducción.

Lo que se puede deducir del último gráfico presentado es que si al elemento de incorporar la inflación más a futuro se agrega la reducción de la tasa neutral de 5%, entonces sí habría espacio para una reducción no sólo de 25 puntos base sino que algo mayor.

Junto a lo anterior, hay diversos riesgos que considerar a la hora de decidir también sobre el sesgo que acompañará a la proyección central, en particular, si la decisión se circunscribe a la opción de rebajar 25 puntos base. En este sentido, un sesgo a la baja se apoyaría en la posibilidad de una desaceleración más profunda de la economía de Estados Unidos de América, acompañada de mayores rebajas de tasas de interés externas y, por tanto, en términos netos un sesgo negativo en cuanto al crecimiento proyectado de la actividad económica en Chile. En cambio, un balance equilibrado se sustentaría en la compensación de estos elementos por el riesgo de una recuperación de márgenes de intermediación superior a lo supuesto y hacia niveles más similares a los históricos. La elección del sesgo debe visualizarse, además, en cuanto a la señal que se quiera dar en relación a la perspectiva futura de la política monetaria. Un sesgo a la baja manifiesta un anuncio de que es más probable que se vuelva a bajar la tasa de política monetaria en un futuro cercano, en tanto un balance equilibrado señala la idea de un "piso", que puede por cierto ser transitorio, en la tasa de política monetaria que se escoja, en este caso, de 4,75%.

Por último, agrega el señor Morandé que conforme se le solicitó algunos meses atrás, la simulación de una tasa de política monetaria nominal coherente con estas opciones, y según la fórmula que alguna vez se presentó a Consejo, considera la decisión que se siga por la tasa de interés indizada. Es decir, si se mantiene en 5% la tasa indizada es 9% nominal; si se baja a 25% es 8,75% y si se baja a 50% es 8,50%.

El Presidente consulta si bajo ese ángulo, habría habido alguna necesidad de hacer un cambio de tasa nominal, en algún momento, entre el cambio anterior de la tasa de interés y éste. Contesta el señor Morandé diciendo que no, que el registro que él lleva desde

agosto en adelante, incluso desde antes, indica que la trayectoria de las dos tasas es exactamente la misma.

El Presidente ofrece la palabra para comentarios.

El señor Ministro de Hacienda señala que leía en The Economist que se evaluaba al Presidente Clinton y se decía que una de las características más sobresalientes había sido, en materia de economía, el largo boom que había acompañado a la Unión Americana. Preguntaba la revista si esto había sido mérito de Clinton. Decía que más bien no, que más bien había sido mérito de Greenspan. El mérito de Clinton había sido no intervenir. Pero agregaba a continuación que parecía que la clave era en realidad la mezcla de política, con una política fiscal que en la segunda administración había estado dedicada a superar el problema del déficit, junto a una política monetaria que, contrariamente a su símil europeo, había sido muy proactiva tanto a la baja como al alza.

En nuestro caso, estima que en los años 90 había mucho menos incertidumbre fiscal y cree que estructuralmente, más allá de cual sea la decisión de hoy día, el mejor favor que se le puede hacer al país, es consolidar un esquema de política fiscal equilibrada y de política monetaria proactiva. Considera que la actitud de seguir al mercado siempre, y no algunas veces, puede ser relativamente buena desde el punto de vista de minimizar la volatilidad de la inflación, pero no necesariamente desde el punto de vista de minimizar la volatilidad del producto, situación que teme no sea necesariamente sustentable en una sociedad donde a la gente le importan ambas.

En suma, piensa que cuando en opinión de todo el mundo la economía está claramente más lenta, cuando se espera que el IPC varíe en torno al 3% en el horizonte de proyección, la prudencia, la sustentabilidad, aconsejan no mantener una política tan dura. Además, ve realmente difícil que en un esquema de política monetaria excesivamente cauta, se pueda consolidar la regla de política fiscal que se ha anunciado.

A continuación, el Vicepresidente señor Marshall, hace un planteamiento en el cual parte de la base de la proyección del modelo que, no solamente ha entregado los números en la oportunidad de hoy, dice, sino que es un modelo que se ha discutido largamente desde hace aproximadamente un mes en el Consejo, es decir, ha sido un proceso de iteración sucesiva entre la computadora, lo propuesto, el Consejo, las visiones de la economía, el conjunto de las personas que están en esta mesa más el conjunto de economistas que trabaja en el staff. Esa proyección hoy día indica que con una tasa de interés de 4,5% se va a tener, al cabo de fines del 2002, una inflación de 2,9%, y que todavía a fines de 2002 se va a tener una brecha respecto al producto. El resumen de toda la discusión técnica que se ha tenido, con todos los supuestos que se han incorporado, con todas las visiones que se han formulado en esta mesa, indica que con la actual tasa, la inflación al cabo de dos años que es el horizonte máximo de planificación, llegaría a un 2,3%.

Cree que ése es el centro de la discusión que se está teniendo en este momento, es decir, piensa que todos los otros elementos pueden tomarse para efectos de ser guiado por alguna razón u otra en una dirección o en otra. La actual tasa de política monetaria nos lleva a una inflación, considerando todos los elementos, de 2,3%, y una tasa de 4,5% nos lleva a una inflación, al cabo del año 2002, de 2,9%.

Señala que el país tiene suficiente holgura tanto de stock de capital como en el mercado de trabajo y la va a mantener por los próximos dos años. Ese es el horizonte de planificación, esas son las cifras de inflación, no se está enfrentando un riesgo de aceleración inflacionaria, esos son los datos. La pregunta de todo esto es ¿por qué razón no estamos con

una tasa de política monetaria más cercana al 4,5%? La respuesta es por distintas consideraciones, también legítimas, incluso hasta hace algunas semanas atrás y antes de la decisión de la Reserva Federal, él mismo era poco partidario de bajar la tasa de interés por razones que en su momento entregó en las reuniones de Consejo. Sin embargo, en estos momentos cree que se ha despejado, por distintas razones, el panorama y por tanto, se puede acercar rápidamente a 4,5%. Desde ese punto de vista, la pregunta es: si se va a 4,25%, a 4,50% o a 4,75% o quedamos en 5%.

Personalmente, no le gustan los análisis que dicen lo máximo, porque los análisis que dicen "el piso sería", se han mantenido en esta discusión desde hace dos o tres años atrás, y así el piso fue el 7%, el 6,5%, el 6% y el 5,5% y en política monetaria no existe el piso. Prefiere una posición más ecléctica, decir qué es lo que indican los modelos y ver más bien la parte dura. Cree que todo el resto es accesorio. Sobre esa base, se puede tomar una decisión ahora si se va al 4,5%, si se va al 4,75% o si se va al 4,25% y los argumentos le parecen legítimos.

Su primer comentario a la presentación efectuada por el Gerente de la División Estudios, es que no le parece adecuado usar adjetivos que puedan inducir en una dirección o en otra, la opción. Cree que no es conveniente adjetivar en exceso las cosas, pues eso llevó al Ministro a decir que estábamos con una posición poco prudente. Discrepa del Ministro, porque dice estar con una posición muy prudente a la luz de lo que indican los modelos, y, a su juicio, la posición más prudente es ir al punto medio, no a una posición distinta de lo que es el punto medio.

Hay algunos elementos que desea destacar. En primer lugar, manifiesta que el Consejo no conoce la metodología de esta simulación, lo cual no la invalida, pero introduce una dificultad. En segundo lugar, entiende que ésto se deduce de un trabajo que escribió el señor Morandé y expresa: "Lo que tú dices es que el parámetro respecto del producto que se usa en una economía en que está bajando la inflación tiene un fuerte sesgo, porque el Banco Central necesita ser más duro dado que está bajando la inflación, luego, usas el mismo parámetro que dices en tu paper, que está sesgado, por esa acción del Banco Central durante esa década, para simular otra década en la cual no estamos en la misma tarea. Si uno sustituye ese parámetro por algo que tú llamas paloma, tomemos un parámetro internacional, vamos a la regla de Taylor que es la regla de una economía que no está en un esfuerzo grande de bajar la inflación. Con la regla de Taylor, el parámetro se estima más o menos entre dos puntos, 1 y 0,5. Vale decir, la estimación más dura de la regla para esa simulación de la economía norteamericana, es equivalente a lo que tú has llamado aquí paloma. Si uno hace esa simulación con la más dura, 0,5, resulta que uno debiera tener una tasa de política monetaria del orden del 3,5%".

Señala el señor Marshall que lo que ha querido decir es que es fácil hacer esa presentación, pero a su juicio, esa presentación tiene dos inconvenientes: uno, que tiene un horizonte de corto plazo, y que ese horizonte debiera desaparecer. Nosotros, dice, estamos trabajando con horizontes de trimestres mirando entre uno y dos años, no estamos trabajando con horizontes de corto plazo y eso también está muy bien documentado en el trabajo y se ha descartado y se dijo "este es el gran cambio que hemos hecho, hay una nueva etapa de política monetaria, hemos dejado atrás esta fase, ahora estamos con otra fase", entonces no se puede venir ahora al Consejo y decir justamente "lo que yo dije que era de la fase anterior, ahora lo pongo en la fase actual". Entonces a mi juicio, si uno toma y yo invito a tomar exactamente lo que se ha presentado, con las dos correcciones, con el horizonte hacia adelante y con parámetros relativamente internacionales standard, los más duros que se han estimado, resulta que vamos a estar con tasas de interés entre 3,75% y 3,50%. También

resulta de los cálculos si uno hace los cambios y considera la tasa neutral de 5,5%, si uno toma la tasa neutral de 5% también cambia el argumento. Entonces, a mi juicio, ese argumento sirve para las dos cosas, sirve para ir a una cosa tipo 4,5%, sirve para ir a una cosa incluso menor. Si uno toma lo histórico podrá llegar a la conclusión que se llega, pero a mi juicio, el mismo documento que se usa para hacer esta afirmación, desvirtúa ese resultado.

En segundo lugar, se argumenta de que dado que el IPCX al término del período es más alto que el IPC, eso indicaría, según se argumenta, que después del 2002 viene un alza de la inflación. A mi juicio, si se quiere hacer una proyección para el año 2003, mejor que se haga con el modelo. Creo que inferir qué pasa en el año 2003 en base a eso, no es tan claro, porque lo que se observa en el modelo es una trayectoria decreciente. Cuando se le pidió a Pablo García que pusiera el gráfico de todos los trimestres, en ningún trimestre salta, no se sabe lo que pasa el año 2003, pero no quisiera yo tomar ese argumento de que esa diferencia entre IPCX e IPC nos indicaría el año 2003 que la inflación se nos dispara o sube. A mi juicio ese argumento que se usa para decir "en realidad lo que hay que hacer no es mirar el IPC sino el IPCX" no me queda para nada claro, me quedo con el standard del Banco Central documentado en nuestras posiciones de que lo que nosotros tomamos es el IPC proyectado. Creo que hay que tener una muy buena razón para decir que ya ahora no vamos a tomar el IPC proyectado sino que vamos a tomar otra cosa. Entonces, a mi juicio, el argumento que se usa que es decir "después del año 2002 el IPC se va para arriba" en base a ese argumento, personalmente no estoy de acuerdo.

En tercer lugar se dice, esto es por qué uno debiera optar dado que el escenario central es que la tasa de política monetaria debiera ser 4,5%, eso es lo que técnicamente corresponde tener, ahora, por qué uno puede optar por una de 4,75%, encuentro que es legítimo o por una de 4,25%, encuentro que también es legítimo y aquí entonces estamos discutiendo un poco la segunda derivada, o sea, el argumento de la segunda derivada que un lado o el otro lado. Creo que las dos opciones son perfectamente legítimas, estoy simplemente discutiendo por qué los argumentos que indican que pasar de lo que dice el modelo de 4,50% a 4,75% a mi juicio no son suficientemente fuertes.

El cuarto argumento es: se dice " actualmente no tenemos que observar lo que pasa entre 12 y 24 meses sino que lo que tenemos que observar es lo que pasa ahora, y como ahora la inflación es más alta no podemos bajar más. Creo que lo que importa acá es la trayectoria y si lo que estamos esperando es una trayectoria de convergencia, teniendo en cuenta que hace dos meses esperábamos la convergencia de septiembre, ahora estamos diciendo una convergencia dentro del primer semestre, estamos obteniendo una ganancia significativa y a mi juicio, el mercado va a observar eso, el público va a observar eso, esa es la ganancia de credibilidad. Nosotros enfrentamos esta reunión sin una pérdida de credibilidad, dijimos hace seis meses atrás que la inflación de este año iba a ser 4,6%, y fue 4,5%. Nosotros no tenemos hoy día una pérdida de credibilidad, por tanto, no me parece que ese argumento de que la credibilidad de muy corto plazo nos lleva a ser más cautos, sea un argumento fuerte, por el contrario, creo que debiéramos cosechar mucho más durante el primer semestre el éxito de haber mantenido una inflación controlada y en dirección descendente.

El último argumento es que se dice "las proyecciones tienen un sesgo negativo en cuanto al crecimiento proyectado". No sé. La percepción que hemos tenido nosotros es más bien al contrario, que tiene un sesgo positivo, estamos por sobre el mercado, no veo que tenga un sesgo negativo en cuanto al crecimiento proyectado y el segundo argumento que se dice es "la proyección que está acá tiene una subestimación deliberada de los efectos de segunda vuelta", tampoco lo entendí, porque si algo tiene es al revés, una sobreestimación, lo que acabamos de conversar a comienzos de esta reunión. Entonces son dos argumentos creo que operan exactamente en la dirección contraria a lo que está en el documento. No creo que

haya subestimación deliberada, los efectos de segunda vuelta los estamos estimando adecuadamente, no sé por qué se dice que es deliberada, porque de nuevo estamos en esta cosa de los epítetos. No estoy de acuerdo en los dos puntos sustantivos de eso. Por esa razón, a mi juicio, vuelvo al punto central, la tasa de interés que resulta de un trabajo prolongado desde hace más de un mes, con todos los efectos, vueltas, y etc. es una tasa del orden del 4,5% si no menor. Tenemos que ver cuáles son las razones que nos llevan a que esa tasa no es la adecuada. Por qué razones esa podría no ser la adecuada. Aquí se han entregado algunas razones que a mi juicio no son suficientemente fuertes al menos desde mi punto de vista.

Ahora, por qué yo sí creo que es el momento de llevar la tasa a 4,5% ahora y no lo era hace dos, tres o cuatro semanas. Si uno mira el año 2000, en qué momento se produjeron las pérdidas de credibilidad del Banco Central. Las pérdidas de credibilidad del Banco Central se produjeron cuando bajamos la tasa, no cuando la subimos. Cuando subimos la tasa en enero, fuera de la primera semana ahí sorprendimos, pero la verdad de las cosas no tuvimos un costo de pérdida de credibilidad, cuando era mucho más discutible si era conveniente subirla o no, yo estaba en la posición más bien de no subirla, tampoco tuvimos una pérdida de credibilidad. Cuando la tasa es baja no hay pérdida fuerte de credibilidad si es que uno la sube. En ese sentido, a mi juicio, donde yo no quisiera ubicarme hoy día es en la posición de un sesgo a la baja porque creo que en el contexto de un año electoral, cualquier baja posterior a la de ahora va a tener un costo mayor. Si yo divido la baja en 25 puntos base ahora y después vamos viendo otros 25 puntos base posteriores, la suma nos va a dar un costo de credibilidad y ahora estoy hablando de razones de segunda derivada. Las razones por qué yo creo que es más conveniente hacerlo ahora, y el complemento de por qué creo que hay que hacerlo ahora, es porque ahí tenemos dos factores que no estaban hace un tiempo atrás. Tenemos una caída del precio del petróleo que es compartida, es decir, tenemos un shock de oferta positivo cosa que nos permite reducir la tasa, no estamos claros que ese shock va a estar de nuevo, a lo mejor más adelante, incluso si nosotros estuviésemos en lo correcto, lo que vamos a tener para el resto del año es un aumento del precio del petróleo. Cuál es nuestro pronóstico, US$25, ahora el precio está en US$24. Ahora, tenemos además una reducción importante y esperada en la tasa de interés de Estados Unidos y su importancia es que nos amortigua cualquier efecto cambiario. O sea, el temor que uno tenía de hacer reducciones de tasa fuera de este contexto, es que eso pudiese tener un efecto cambiario mayor. En estos momentos el efecto cambiario ha desaparecido, de hecho el tipo de cambio está bajando estos últimos días, entonces esta es la oportunidad, a mi juicio, hay buenas razones para pensar que ahora es el momento de bajar 50 puntos base y esperar ahí lo que pueda suceder y no demorar la decisión, porque creo que la experiencia del año pasado a nosotros nos indicó que el costo de bajar la tasa adicionalmente es muy alto. Esos son los argumentos por los cuales yo creo que es mejor, en síntesis, volver al modelo, a lo que hemos trabajado durante varios meses y mantenernos ahí, tenemos la oportunidad ahora de mantenernos ahí.

A continuación, el Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel, se refiere a tres puntos. En primer lugar, destaca el consenso que se observa respecto de una mayor incertidumbre, especialmente en el ámbito internacional. Una mayor incertidumbre, respecto de un escenario previo de una menor incertidumbre, lo que debiera inducir en agentes e instituciones adversas al riesgo, es a tomar una posición más conservadora. Señala que en la banca central la posición conservadora se puede reflejar en dos dimensiones. Una es hacia un sesgo más conservador en las decisiones de política monetaria. El segundo sesgo posible es hacia una mayor lentitud en la reacción de la política a cambios en el entorno externo o interno, incrementar el proceso autorregresivo de la tasa de política. Si la mayor incertidumbre induce una posición más conservadora, en el sentido de

reducir la velocidad de reacción de la política, ello debiera ir exactamente en sentido contrario de lo que sugirió el señor Marshall, de hacer un cambio fuerte en forma rápida.

Manifiesta que el segundo punto que quiere destacar es la baja elasticidad, aproximadamente de –0,6, de la inflación respecto a la tasa de política en un horizonte de mediano plazo -de unos 6 trimestres-. Eso se refleja, como lo han destacado varias personas, en que hay pocas diferencias entre los escenarios de tasas a 5%, 4,75% ó 4,5% para la inflación. Por tanto, cree que la presentación de la Gerencia de Análisis Macroeconómico -y el informe mismo de política- sobreenfatizó el punto de que se corran significativos riesgos de sobrecumplir la meta,llevando a la tasa de inflación muy cerca o por debajo del límite inferior del rango meta, si se altera la tasa en magnitudes pequeñas del orden de 25 puntos base. Señala que, entre paréntesis, es bastante más elevada la elasticidad del crecimiento del PIB respecto de la tasa de política para el mismo horizonte, alcanzando a -0,8%.

El tercer punto que desea destacar son las ventajas del escenario intermedio. Tomando literalmente las proyecciones que salen del modelo que han sido presentadas, señala que el escenario intermedio plantea una inflación IPCX en promedio de 3%, lo que es consistente con el compromiso público de la política monetaria. Más aún, las proyecciones para la inflación IPCX muestran que sólo se alcanzaría un nivel de 3% anualizado en alguna fecha entre fines del 2001 y fines del 2002. Eso significa que por 8 a 10 trimestres -pasados y futuros- se observaría una inflación IPCX significativamente por encima del centro del rango meta, desviación explicada, por supuesto, en gran medida por el shock petrolero. Estas proyecciones de convergencia lenta -pero convergencia al fin y al cabo- consistentes con una tasa de 4,75%, contrastan con las proyecciones de inflación IPCX, consistentes con una tasa de 4,5%, que no alcanzan a converger en todo nuestro horizonte de política -los siguientes 8 trimestres- al 3%, reflejando, por lo tanto, un sesgo claramente expansivo a la política monetaria. Cree que es esencial que frente al público, en forma transparente, se siga un curso de política amparado por las proyecciones que efectivamente hagan converger a la tasa de inflación IPCX a un 3% -el centro de la banda meta- durante el horizonte de planificación.

Otra virtud del escenario intermedio -quizás más política que económica- es que sus proyecciones de crecimiento real están muy cerca de las actuales proyecciones de crecimiento tanto del gobierno como del sector privado.

El Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera, señala que está de acuerdo tanto con el escenario que se ha planteado, como con las proyecciones presentadas. Le parece que el elemento central que está detrás de este escenario es el cambio de perspectivas respecto a la economía norteamericana y respecto a lo que va a ser la política monetaria en Estados Unidos. Este escenario supone que se va a tener una rebaja desde 6,5% hasta un nivel de 5,25% o 5% en la tasa de la Reserva Federal y eso se ha incorporado en la proyección central. Al incorporar ese hecho, resulta una recomendación de tasa coherente con este escenario del orden de 4,5%.

Le parece que el Consejo no debería adelantarse a lo que vaya a hacer la Reserva Federal, sino más bien incorporar las decisiones de ésta, gradualmente, en nuestro escenario. Es probable, dice, que la Reserva Federal va a bajar su tasa en 50 puntos base o más, en los próximos meses, y nos vamos a encontrar en la disyuntiva de volver a actuar o no, siendo que esta rebaja ya había sido incorporada en el escenario central. Cree que en virtud de estas consideraciones, es mejor mantener una actitud más cautelosa y atenta a la evolución de la política monetaria en Estados Unidos y las proyecciones de la economía mundial. No está en desacuerdo con el escenario central, sino simplemente propone una estrategia más cautelosa.

Advierte que hay otras consideraciones de tipo interno, de carácter político. Siendo este un año electoral, dejar un sesgo a la baja en las tasas puede ser una consideración en paralelo a la anterior, las cuales hay que ponderar. Sobre esta diferencia entre el IPC y el IPCX , si eso es importante en la revisión, su impresión es que se debiera poner el acento en la proyección del IPCX. Nuestra política, dice, efectivamente está en base al IPC, pero cree que a ese horizonte, las diferencias que se deducen entre IPCX e IPC o son inmateriales, no son relevantes, son simplemente consecuencias de un supuesto metodológico de la proyección de los perecibles o son consecuencia de los combustibles que, tal como ahora se han obviado, también se deberían obviar en el futuro. Cree que lo real es concentrarse en el IPCX y argumentar en uno o en otro sentido, en función de esta diferencia, estima que no es muy conducente y de hecho piensa que las proyecciones también deberían presentarse convergiendo ambas proyecciones al final del período de proyección, como una cosa más que nada metodológica, porque considera que cualquier decisión alrededor de eso va a inducir a más confusión y no va haber ninguna conclusión de política.

El Gerente General, don Camilo Carrasco, manifiesta que le parece que la Gerencia de División Estudios ha presentado las opciones de manera bastante equilibrada, aunque, por otro lado, cree que el modelo es sólo una herramienta a la cual se le ha estado dando una importancia exagerada.

Dentro de lo que ha planteado la Gerencia de División Estudios, estima que hay argumentos suficientemente poderosos como para que todos estén de acuerdo en que hay que bajar la tasa y la discusión está en si se baja 25 ó 50 puntos base. A su juicio, hay que bajarla 50 puntos base. Si se baja 25 puntos base, cree que es altísimamente probable que en marzo el Consejo deba bajarla, nuevamente, en 25 puntos base más, y se va a bajar en ese momento por presiones políticas, por presiones del mercado o porque la Reserva Federal bajó la tasa en un punto más, o sea, se va a seguir detrás. En ese sentido, cree que la política monetaria debe ser más proactiva y estima que eso no necesariamente indica que si hoy día se baja 50 puntos base, como planteaba Luis Oscar Herrera, si la Reserva Federal baja nuevamente a fines de enero o febrero, haya que bajar otra vez en Chile. Señala que perfectamente en el comunicado se puede dejar claro el grado de permanencia que el Consejo ve en una tasa del 4,5%.

Asimismo, desea recalcar lo que ha pasado con las tasas de interés el año 2000, con las tasas de colocación, entre otras, algo que en el modelo no se ve claramente. Se aprecia que la transmisión de lo que es la tasa de política monetaria hacia la tasa de colocación, fue el año pasado extraordinariamente lenta. El costo del crédito interno medido por las tasas de colocación en UF, entre 90 y 365 días, recién a fines de diciembre y los primeros días de enero está alineándose con la baja de tasa de política que hizo el Banco Central en agosto, de manera que si se toma ese elemento la política monetaria fue bastante menos expansiva de lo que parece durante el año 2000. Si se considera eso, tiene la impresión que una baja de 25 puntos base va a ser transmitida al mercado en una forma muy tibia y lo único que va a crear va a ser incertidumbre de cuándo viene la nueva baja. Por eso cree, primero, que considerando todo lo que se ha expuesto acá, es natural que todos están de acuerdo que hay que hacer que la política monetaria sea más expansiva. Piensa que, considerando estos elementos, de ésta tan lenta transmisión que se ha observado durante el año pasado a las tasas de colocación del mercado, corresponde, ahora, hacer un movimiento más importante en las tasas de interés.

Lo otro que desea señalar, para terminar, es que si se compara la tasa Libor a 6 meses que existía a mediados del año pasado, se está hablando de casi 7%, hoy día la tasa Libor está en 5,5%, o sea, ha bajado un punto y medio y posiblemente esto va a seguir a la baja porque hay expectativas claras de baja de tasa en Estados Unidos. Sin embargo, en Chile,

las tasas de colocación han estado prácticamente constantes durante todo el año 2000. Cree que es un argumento adicional para pensar en que se debe hacer un movimiento más importante que un cuarto de punto.

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

El Gerente de la División Internacional, señor Jadresic, señala que ya anticipó su evaluación de las noticias que hay desde la última reunión de política monetaria y desde el último IPOM. Que probablemente debió dejar esa evaluación para ahora y lo que sí quiere hacer notar, todavía dentro de ese ámbito y sin tocar el tema de la tasa todavía, es que le llama la atención que la evaluación que se presenta en el Informe enfatiza los desarrollos de la economía mundial, pero no tanto las noticias que se ha tenido respecto a la evolución de la inflación subyacente, que ha sido menor a la esperada, y el hecho que el crecimiento de la economía ha sido más lento que lo que se esperaba anteriormente. Desde su punto de vista, es importante no solamente lo que está ocurriendo a nivel internacional sino que también los desarrollos a nivel doméstico que se han ido acumulando en este período y que indican que no se han materializado las expectativas que se tenía anteriormente. Tiene la impresión que desde la perspectiva del modelo utilizado eso probablemente no afecta los resultados, los cuales ya deben estar incorporando esos elementos. Pero sí desde el punto de vista de la presentación del Informe, el cual cree debería enfatizar más que lo que se está discutiendo no sólo tiene que ver con lo que pasa a nivel de la economía internacional sino que también con la evidencia interna, el nivel de actividad y la inflación subyacente.

En relación al tema de cuál es la tasa de interés más apropiada en este momento, quiere hacer dos comentarios. Primero, tal como fue mencionado aquí, hace alguna diferencia si uno se fija en el IPC o en el IPCX como objetivo, y al respecto quiere llamar la atención sobre la gran incertidumbre que hay sobre el precio del petróleo: el precio esperado del petróleo ahora ha bajado uno o dos dólares por barril, sin embargo, este precio puede modificarse fuertemente en los próximos meses, tanto para el alza como para la baja. Por ende, dice que llamaría a tener cuidado respecto a centrarse mucho en el IPC total, porque hacerlo podría llevar a una excesiva respuesta de la política monetaria a las fluctuaciones en el precio del petróleo. Tal como ahora puede ser que se tenga una situación mejor, lo cual podría llevar a fijar una tasa más baja, un aumento fuerte del precio del petróleo a futuro tendría que generar por simetría un alza importante en la misma tasa. Por lo tanto, si se toma el IPCX como referencia, de acuerdo a lo que se ha expuesto aquí, una tasa de interés de 4,75% parece ser la más adecuada.

En segundo lugar, habiendo dicho esto, cree que el Gerente General ha hecho un comentario bien importante de tomar en cuenta. De éste, deduce que si se baja la tasa de interés, es importante que cuando se anuncie esa medida, se diga qué es lo que se espera respecto a la tasa de la Reserva Federal, es decir, si se está esperando futuras rebajas o no. Lo contrario, o sea, no anunciar qué es lo que se espera va a pasar con esa tasa, pudiera llevar a ruidos importantes en el momento que la Reserva Federal tome sus decisiones, esto independientemente si la tasa interna se fija en 4,75% o 4,5%. Por ello, cree que es importante que se informe, no en el comunicado, pero sí ciertamente antes de la reunión de la Reserva Federal, cuál es el supuesto que se está haciendo a ese respecto.

El Consejero señor Piñera dice ser partidario de bajar la tasa a 4,5%, por varios motivos. Uno, es por el esquema actual de política fiscal y política monetaria en que todo el peso de la reactivación recae en la política monetaria y no en la fiscal, por un acuerdo que se ha tenido con el Ministerio de Hacienda. Nosotros, dice, tenemos la garantía de que ese acuerdo se va a cumplir y que eso se va a reflejar en un superávit estructural del 1% a futuro y nadie ha puesto en duda eso. Lo segundo, por lo que muestran los modelos, dicen claramente

BANCO CENTRAL DE CHILE

que se está dentro del rango de inflación para las metas del Banco Central. Tercero, este mismo modelo en general ha sobreestimado la inflación, de manera que eso hace que se pueda estar muy tranquilos si el mismo modelo evidencia que se está dentro del rango de inflación. Piensa que muchos de los supuestos que están en el modelo deben ser calificados. Cree que hay elementos para pensar que probablemente la reactivación va a ser más lenta de lo esperado. Por una parte, por lo que sostuvo ayer, que estamos en un espiral negativo de empleo y consumo, la gente como tiene miedo a perder el empleo no gasta y al no gastar, no se generan nuevos empleos. Cree que va a tomar tiempo que esto tienda a cambiar y que la gente se sienta segura en su empleo, aunque baje la tasa de desempleo. Además, señala que correcta o incorrectamente, existe la sensación que contratar nuevas personas es riesgoso por el tema del proyecto de ley laboral, y obviamente este elemento juega en contra de un aumento de la demanda interna.

Referente al precio del petróleo, señala que si bien hay incertidumbre, los analistas pronostican una baja en el precio del crudo, lo que ayuda a la meta inflacionaria.

Comparte con el Ministro que en el actual esquema de política fiscal, la política monetaria debe ser más flexible. Siente que se ha sido muy cauteloso al bajarla y poco temeroso al subirla.

Manifiesta que se debe tener presente que no cumplir la meta de inflación tiene un costo alto, pero también es muy alto el costo de mantener tasas altas y que la inflación esté por debajo de la meta, por su impacto en el crecimiento, cree que se debe ser simétrico al medir ambos costos.

En base a lo anterior, está muy de acuerdo en bajar la tasa a 4,5%, señalando que estamos en una economía menos dinámica de lo que pensábamos, el pesimismo lo mostró la encuesta que hace el Banco Central sobre percepciones, y no ve riesgo de que la inflación no vuelva al rango de 2%, a 4%, centrada en 3%; aún más, cree que se debería bajar sin señalar que esto es un piso o un techo. Estima que se debe esperar cómo evolucionan las variables relevantes y ahí decidir.

Respecto al tema de la Reserva Federal, es cuestión que en el Comunicado se diga que se tomó en cuenta una próxima baja de tasa del FED.

La Consejera señora Ovalle señala que la información y proyecciones de inflación entregadas por la División de Estudios, indican que hay espacio para proceder a una baja de tasas de hasta 50 puntos base, sin riesgos inflacionarios. La diferencia entre la proyección central de la inflación IPCX con una TPM de 4,75% y 4,5%, es muy reducida y ambas están muy cercanas al 3% de inflación. Es necesario considerar, sin embargo, que la

inflación ha venido subiendo consistentemente desde comienzos del año pasado y aún no empieza a bajar, es decir, lo que hay es una promesa a la baja. Si a esto se agregan los riesgos previstos, tanto por la menor incidencia hasta el momento de los efectos de segunda vuelta, el crecimiento de la actividad en un entorno externo peor al previsto, la volatilidad del precio del petróleo y lo que puede ocurrir con los márgenes de intermediación, la llevan a optar por el escenario intermedio, es decir, por una reducción de 25 puntos base.

El Consejero señor Desormeaux concuerda con la propuesta que ha hecho la División de Estudios, señalando que los datos hoy día permitirían avalar tanto una baja de 25 puntos como una de 50 puntos base.

Manifiesta que las diferencias desde el punto de vista de las proyecciones de la inflación, a mediano plazo, realmente son pequeñas, y desde ese punto de vista la visión proactiva que ha pedido el Ministro significaría entenderla como una opción por una rebaja de 50 puntos base. Pero cree que hay otras consideraciones que hay que hacer encima de las que ha hecho el señor Morandé y algunas de ellas las han hecho los demás participantes. Ser proactivo, dice, significa no sólo mover los instrumentos en una magnitud mayor, sino que significa, en definitiva, tener un impacto más significativo sobre las variables que se quiere afectar y eso depende, entre otras cosas, de cómo son percibidas estas señales. En otras palabras, depende de si, por ejemplo, con la señal que se dé, se está realzando o se está de alguna manera afectando la credibilidad del Banco Central. En este sentido, un hecho que no es menor es que el mercado hoy día apuesta en forma relativamente mayoritaria a una rebaja de 25 puntos base.

Esto ocurre en un marco en que la credibilidad y la independencia del Banco Central ha sido puesta en tela de juicio, no por todos los agentes, sino que por algunos agentes y esto fundamentalmente porque se ha hecho rebajas de tasas de interés en el momento en que la tasa de inflación ha estado creciendo. Es cierto que existen muy buenas explicaciones para ello, pero está claro que no se ha logrado convencer a todos los actores, porque la inflación se ha mantenido por un período largo por encima de los límites que aquí mismo se han establecido. De manera que la posibilidad de una rebaja de tasa de 50 puntos base hoy día sería percibida, al menos por parte de los agentes, como una acción agresiva, que además coincide con las públicas preferencias que ha expresado la autoridad. Esto sucede, además, en un ambiente en el cual existe bastante incertidumbre sobre el panorama futuro que es el argumento que ha dado Klaus Schmidt-Hebbel con mucha elocuencia y es que cuando eso ocurre, la tendencia de los bancos centrales debiera ser una tendencia a la cautela o una tendencia, por lo menos, a actuar con un poco más de parsimonia, de manera tal que pensando justamente en esto, en que hoy día el mercado tiene una prognosis bastante clara en términos de que lo esperado es una baja de 25 puntos base. Teniendo detrás un período de dos o tres meses de críticas muy fuertes a la acción del 28 de agosto, que fue a posteriori muy acertada, pero que generó críticas, cree que el escenario intermedio tiene precisamente la virtud de que da una señal de que aquí hay un Banco Central prudente, que no se precipita a tomar decisiones, que espera a tener un poco más de información y va a esperar algún tiempo antes de dar otro paso, así que se inclina por el escenario intermedio.

El señor Presidente manifiesta que desea hacer una reflexión que va un poco más allá de lo que se ha comentado ahora, porque tiene la clara sensación de que se está entrando en terreno desconocido, en varios aspectos. Se está ingresando a una etapa en la cual la inflación chilena va a ser baja y estable si nos manejamos razonablemente bien, por primera vez en 100 años. Eso implica un cambio en la manera de mirar las cosas de mucha gente, incluso en la manera de mirarla nosotros mismos. Se ha entrado ya a un período en el cual el sistema de flotación cambiaria significa reasignar completamente los riesgos en el mercado cambiario, desde el sector público hacia el sector privado. Estos dos cambios son

para él cambios estructurales importantes en la economía chilena, cuyas consecuencias todavía no se conocen. Los modelos han sido hechos sobre otras bases y como inevitablemente, hay que recurrir al pasado, se debe buscar en los coeficientes la influencia de un pasado que no corresponde a las situaciones del presente y a las que se prevén para el futuro. Hay aquí cambios estructurales que hacen el movimiento extremadamente difícil y riesgoso.

El panorama internacional agrega otros riesgos, se está en un momento de cambio de dirección, no está claro de qué magnitud, de qué profundidad, ni siquiera de qué naturaleza, de modo que se enfrenta un panorama completamente lleno de incertidumbres en lo internacional, tanto en lo comercial si el proceso va a un ciclo real, como en lo financiero si ésto se concentra simplemente en ese sector.

Afortunadamente, el país tiene una posición financiera sólida que proporciona efectivamente un margen de acción. Es necesario determinar cuáles son las consecuencias de ese margen de acción según la forma en que se utilice. Cree que debe reconocerse que no hubo capacidad de medirlo con la precisión que parece indicar esta proyección en que se hace diferencias de dos décimas a lo largo de dos años, que sorprenden. Piensa que es muy razonable usar todos los instrumentos que existen para realizar alguna proyección, pero hay que ponerle un signo de interrogación frente a los cambios estructurales que se enfrenten y frente a los riesgos que se deben medir en el panorama internacional y piensa que hay varias proyecciones que es preciso usar con prudencia y flexibilidad. Desgraciadamente cuando en agosto, se bajó la tasa 50 puntos base, antes que la Reserva Federal - nosotros con cualquier movimiento que hagamos ahora ya hemos bajado más las tasas que la Reserva Federal - en ese momento se criticó muy fuertemente al Consejo y se demoraron las tasas de mercado en acercarse a las nuevas, precisamente porque el mercado no creyó, cuando se hizo un cambio que iba más allá de lo que el mercado podía esperar en ese momento.

Por esas razones, prefiere realmente actuar con mucha prudencia en este caso y no dar señales que alarmen al mercado o que vayan mucho más allá de las expectativas del mercado a menos que las proyecciones indiquen una situación grave, que justifica hacer ese movimiento, como se vió en agosto. En agosto ocurrió una situación grave, un aumento importante del desempleo, que hizo revisar todas las proyecciones para adelante y justificó plenamente un cambio de 50 puntos base y a pesar de eso, le tomó tres meses al mercado creerlo. Cuando no se está en una situación de gravedad, en la cual se tenga que dar una sensación de mucha fuerza al mercado, su inclinación es a actuar razonablemente dentro de las expectativas del mercado. Cree que además, si hay otros cambios que hacer hacia adelante, ellos van a ser, probablemente de ahora en adelante, anticipados por el mercado, de modo que no va a existir un problema de credibilidad o un problema de duda en la fortaleza del Banco Central. La propia Reserva Federal va ir abriendo un poco el camino y abriendo para nosotros el margen de movimiento de tasa de interés.

Indica que no tiene ninguna inflexibilidad en cuanto a señalar si una cierta tasa es piso o no lo es. En el pasado dice, nos hemos visto obligados a señalar que una cierta tasa era piso, cuando se hacía un cambio importante y el mercado estaba esperando inmediatamente otro cambio, lo que habría demorado mucho más el efecto de nuestro cambio sobre las tasas de mercado. En ese momento, existió la obligación de decir y así fue la frase: "bajo las circunstancias actuales esta tasa es un piso".

Cree que cualquier cambio que se haga ahora, no nos va a llevar a un piso, ni el de 50 puntos base, ni el de 25 puntos base. Cree que igual vamos a tener a futuro presiones para bajar más la tasa, en la medida en que el crecimiento de la economía no sea del 6% o del 7%.

Piensa que en la actualidad, un nivel de tasas que permita, con todas las deficiencias de los modelos, hablar de un crecimiento de 5,6% para este año y de 5,9% para el próximo, es un cambio de tasa que se justifica y que tiene una perspectiva positiva y optimista respecto del producto. También cree, que si se hace un cambio de tasa, que lleva a proyecciones del producto de 5,7% y, en particular, de 6,3% en el año 2002, va a sufrir un poco la credibilidad y nos vamos a ver muy obligados a tener que señalar que ése sí es un piso, porque la economía no es capaz de crecer mucho más rápido que eso, por razones de crecimiento del potencial. Con este balance de predicciones y, asumiendo la responsabilidad que le corresponde, se pronuncia por 0,25%.

Por lo anterior, el Consejo adopta el siguiente Acuerdo:

13-01-010118 – Tasa de Instancia Monetaria

El Consejo acuerda reducir la tasa de interés de política en 25 puntos base, desde UF más 5,0% a UF más 4,75%.

Los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustan también en 25 puntos base.

IV. Comunicado

El Presidente propone el siguiente texto para el comunicado:

" En su reunión mensual de política monetaria realizada en el día de hoy, el Consejo del Banco Central resolvió reducir la tasa de interés de política en 25 puntos base, desde UF más 5,0% a UF más 4,75%. Los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustaron también en 25 puntos base.

Como es habitual, el Consejo analizó en esta reunión la evolución reciente de la economía y sus perspectivas para los próximos veinticuatro meses.

Los antecedentes examinados apuntan a que la economía mundial está en un proceso de desaceleración más pronunciada que el anticipado previamente. Esto ha generado un ambiente menos favorable para el crecimiento de la economía chilena y una menor presión inflacionaria en el país. Estos efectos son sólo parcialmente compensados por la previsible reducción en el costo del financiamiento externo.

En el ámbito interno, las previsiones sobre el crecimiento del consumo privado se han ido ajustando a la baja y no se aprecia una recuperación más dinámica del empleo, mientras los indicadores de confianza del consumidor se mantienen deprimidos. A pesar de un comportamiento más vigoroso de la inversión, lo anterior conlleva un dinamismo más moderado del gasto interno y, por consiguiente, menores presiones inflacionarias.

En función de estos antecedentes, se adoptó la decisión de reducir la tasa de política monetaria en 25 puntos base. Esta decisión es coherente con una inflación proyectada que converge gradualmente al centro del rango meta dentro del horizonte de proyección.

El Banco Central continuará usando la política monetaria con la flexibilidad que las circunstancias exijan, de modo de confrontar las desviaciones que, en cualquier

BANCO CENTRAL DE CHILE

dirección, se proyecten respecto de la trayectoria esperada de la inflación en relación con la meta establecida."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado.

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

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de julio de 2001, para el día 12 de ese mes.

Señala el señor Massad que el Gerente de Análisis Financiero ha recomendado que se fije la reunión de política monetaria, en lo posible, lo más cerca del comienzo o del final del período de encaje, porque de otra manera se producen movimientos de los bancos a las expectativas de la variación de tasas, que hacen más difícil el manejo monetario. La fecha del 12 de julio corresponde con ese requerimiento porque son los nueve de cada mes cuando comienza el encaje.

JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente

CARLOS MASSAD ABUD
Presidente

PABLO PIÑERA ECHENIQUE
Consejero

MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera

JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero

NICOLAS EYZAGUIRRE GUZMAN
Ministro de Hacienda

MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe

NOTA:

Se deja constancia que, conforme a los criterios de divulgación dispuestos por el Consejo, en el documento que antecede se incluye la parte del Acta correspondiente a la Sesión Ordinaria N° 13 de Política Monetaria, celebrada el 18 de enero de 2001, en que se adoptó la decisión de política monetaria referente a la determinación de la tasa de instancia monetaria y de los tramos de la línea de crédito de liquidez, por Acuerdo N° 13-01-010118.

BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 14
DE POLITICA MONETARIA
celebrada el 20 de febrero de 2001

En Santiago de Chile, a 20 de febrero de 2001, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Carlos Massad Abud, con la asistencia del Vicepresidente don Jorge Marshall Rivera y del Consejero don Jorge Desormeaux Jiménez.

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

Asisten también los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Angel Nacrur Gazali;
Gerente de División Estudios, don Felipe Morandé Lavín;
Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de Análisis y Operaciones Internacionales, don Sergio Lehmann Beresi;
Secretaria Ejecutiva Gabinete de la Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo;
Jefe de Prosecretaría, doña Cecilia Navarro García.

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

I. Resolución sobre Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 13, celebrada el 18 de enero de 2001.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo el Proyecto de Acta de la Sesión N° 13, celebrada el 18 de enero de 2001, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

II. Resolución sobre Minuta del Acta correspondiente a la Sesión N° 12, celebrada el 12 de diciembre de 2000.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo la Minuta del Acta de la Sesión N° 12, celebrada el 12 de diciembre de 2000, la que se aprueba sin observaciones.

BANCO CENTRAL DE CHILE

III. Informe de Política Monetaria.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Pablo García, inicia su Informe señalando que uno de los puntos destacados es que las expectativas de mercado apuntan a una reducción de la tasa de política monetaria durante el primer trimestre. Esto se ve tanto a través del resultado de la encuesta de expectativas, como la evolución de las tasas de interés de mercado. Aparentemente el mercado ve que la confirmación de la desaceleración en Estados Unidos con menores tasas de interés internacionales y además el elemento que es la fortaleza reciente del peso, apuntaría a la posibilidad de esta reducción de la tasa de política monetaria durante el primer trimestre.

Respecto a la inflación, se espera que se ubique por debajo de 4% a fines del primer cuatrimestre del año, esto es en abril, lo que es algunos meses antes de lo que se esperaba hace un tiempo.

Adicionalmente, las expectativas de crecimiento para la actividad y el gasto son moderadas para el primer semestre, tanto las que están en el Informe como las expectativas del sector privado y por lo tanto, la opinión del mercado es que la inflación está bajo control y, por lo mismo, hay espacio para esta reducción de la tasa de política monetaria. De hecho, si se supusiera que la inserción reciente del tipo de cambio, que no estaba incorporada en el escenario central del Informe persistiera en los próximos trimestres, la inflación podría desacelerarse en forma más pronunciada en éste y el próximo año.

Hay que considerar que las expectativas de crecimiento del sector privado, que se deducen de la encuesta de expectativas del mes de febrero, son más pesimistas que las que estaban en el Informe que se presentó a mediados de enero. Sin embargo, se estima que todavía no hay antecedentes suficientes que lleven a corregir esta proyección de crecimiento para este año.

En el terreno internacional, el presente comportamiento del precio del petróleo permite suponer que el precio del crudo se va a ubicar algo por encima de la trayectoria central que se tenía antes, pero esto no pone en peligro la trayectoria de la inflación.

Un elemento novedoso es que el premio soberano en Chile se ha reducido en forma sustancial y esto puede ser uno de los factores detrás de la fortaleza del peso. Es muy temprano aún para asegurar que se vayan a sostener en el tiempo estos dos fenómenos.

Evolución Reciente de la Inflación.

Durante el mes de enero la inflación anual experimentó un repunte respecto a lo que se tenía en diciembre, producto de efecto de los combustibles, pero para febrero se espera una variación mensual de 0% y en los próximos meses la inflación anual estaría cayendo bajo un 4%.

El precio de los combustibles ha descendido en el último tiempo, pero los movimientos más recientes han sido bastante volátiles y, en todo caso, ahora se espera que haya estabilidad en el precio interno de los combustibles durante los próximos trimestres. El precio del petróleo se mantendría en niveles similares a los actuales, esto es US$26 como precio promedio para este año.

BANCO CENTRAL DE CHILE

Escenario Internacional

Se confirma que la desaceleración de Estados Unidos va a llevar a que el crecimiento sea de 2% para este año, debido a que es algo más intensa que la prevista en el Informe de enero, que a su vez se basaba en el Consensus Forecast solamente del mes de enero. El Consensus Forecast de febrero incorporaba en forma más clara esta desaceleración, con lo cual el crecimiento mundial estaría llegando a entre 3,5% y 3,6%, que también es algo por debajo del Informe de enero, pero ya en ese momento se anticipaba que se iba a producir un ajuste de esta magnitud. Lo relevante es que para el año 2002 se mantiene la proyección de 4,2% para el crecimiento mundial.

Respecto a los términos de intercambio, si bien esta desaceleración prevista para la economía mundial ha impactado negativamente en el precio del cobre, todavía las expectativas apuntan a que el promedio, para este año, se ubicaría en 86 centavos de dólar la libra, producto del comportamiento de los inventarios. A su vez, en los últimos días el precio del petróleo ha revertido el aumento reciente y los precios futuros indicarían un valor para el crudo en torno a los US$26 por barril promedio para este año, algo superior a lo que se consideró en el Informe para el año 2002, que era de US$24 por barril.

En relación a las tasas de interés internacionales, las últimas cifras conocidas para la economía americana, junto con anuncios que ha hecho la misma Reserva Federal, permiten anticipar una nueva reducción de la tasa de política de Estados Unidos entre 25 y 50 puntos base en el mes de marzo. También se podrían producir reducciones adicionales durante el primer semestre.

Un dato relativamente novedoso respecto a lo que se esperaba hace algún tiempo es que el Banco Central Europeo no ha reducido aún sus tasas de interés a pesar de que a principios de año se esperaban reducciones bastante sustanciales, alrededor de 50 puntos base durante el primer semestre.

El premio soberano para la economía chilena se ha reducido en forma sustantiva en las últimas semanas, ubicándose recientemente en alrededor de 180 puntos base, esto es, por debajo del promedio para el año que está en el Informe que, debiera indicar alrededor de 190 puntos base. La caída acumulada, que es alrededor de 30 puntos base, es de fines del año pasado. Esto también se ha reflejado en caída de los premios soberanos de otras economías emergentes.

Con relación a la economía doméstica, el sector del comercio durante el último trimestre del año pasado tuvo un cierto repunte, pero para el año 2001 se anticipa un crecimiento moderado de las ventas y el consumo.

Las importaciones de bienes de consumo que reflejan tanto las desviaciones de consumo como la acumulación de inventario, tuvieron una tendencia declinante durante el año 2000 y se espera que esto se revierta en línea con lo que aparece en el Informe del mes de enero. Las ventas de autos nuevos también muestran esta trayectoria declinante durante el año 2000.

El comportamiento del empleo finalizó el año 2000 con una tasa de desocupación de un 8,3%. Esto, junto con una caída bastante intensa de la fuerza de trabajo es lo que permitió que se presentara una disminución de la tasa de desocupación más allá de los factores estacionales tradicionales de fin de año.

El componente no habitacional de la inversión sigue mostrando dinamismo. La caída en noviembre se ha revertido en los últimos datos y se ve que tanto las importaciones de bienes de capital como los permisos de edificación de establecimientos, muestran un sostenido crecimiento desde principios del año 2000, que se espera continúe durante el año 2001.

Mercados Financieros en Chile

Los mercados financieros han anticipado una reducción de la tasa de política monetaria, esto se aprecia en la reducción de las tasas de fluctuación en los documentos del Banco Central que han mostrado una sostenida caída desde diciembre y si se lee las implicancias de ésto sobre la curva de retorno y sobre las expectativas de tasas, implicarían una reducción adicional a la tasa de política monetaria. Para el caso de las tasas de más largo plazo también este comportamiento se puede asociar a lo que ha ocurrido con la evolución de la tasa externa relevante, debido tanto a la caída del spread soberano como a la caída de la tasa real indizada de bonos del gobierno de Estados Unidos. Esto ha producido una reducción importante de esta tasa externa relevante.

En relación a los agregados monetarios, el M1A ha tenido un comportamiento bastante volátil en los últimos meses, pero si se observa la trayectoria, en realidad es de estabilidad desde mediados del año 2000 y esta volatilidad ha sido bastante intensa sobre todo en diciembre, enero y febrero, pero aquí no hay ningún cambio de tendencia.

Las colocaciones a empresas muestran un continuado dinamismo, pero esto todavía no se percibe con las colocaciones de consumo que de hecho, por lo menos en la información que se tiene a diciembre, aún continúan cayendo.

El tipo de cambio nominal ha mostrado una importante apreciación desde mediados de enero, lo cual puede ser consistente con las perspectivas más ciertas de disminuir las tasas de interés externas, así como consistente con la caída en los premios soberanos de la economía chilena.

Conclusiones

Se deducen expectativas de rebaja adicional a la tasa de política monetaria durante el primer trimestre del año, esto tanto de la encuesta mensual como de la trayectoria de las tasas de interés de mercado.

Respecto a las perspectivas de inflación, se espera una caída del incremento anual de los precios tal cual el Banco Central viene prediciendo desde el año pasado. Esta perspectiva de inflación anual se podría ubicar debajo del 4% en abril. Más hacia adelante, las expectativas privadas para la inflación total se han reducido y para el caso de la inflación subyacente, medida por IPCX, se encuentran alineadas con las proyecciones que entregó el Banco en el Informe de enero.

Para el caso del crecimiento, todavía no se reúnen antecedentes suficientes para modificar las proyecciones para los próximos 8 trimestres, pero hay que notar que las expectativas privadas son hoy día más pesimistas que las que se entregaron en el Informe de enero.

El Presidente ofrece la palabra para comentar el Informe.

BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic, expresa que está de acuerdo con el diagnóstico del Informe que indica que continúa el escenario de menor crecimiento mundial que se había previsto como un escenario de riesgo en la última reunión de política monetaria y también que se observan menores spreads de deuda soberana que lo que se esperaba entonces. Agrega que actualmente hay más convergencia respecto a las proyecciones de crecimiento en Estados Unidos que lo que había en el mes de enero, en el sentido que se espera, en general, un crecimiento bajo en el primer semestre, bastante más alto en el segundo semestre y un crecimiento en torno al 2% en el año completo. Lo que sale en el Consensus Forecast que es una proyección de 2% para Estados Unidos es similar a lo que están esperando en promedio los bancos de inversión.

El segundo punto que hace notar es que, tal vez por esa misma menor incertidumbre, al menos en parte, ahora hay una percepción de riesgo por parte de los inversionistas menor que la que había en ese tiempo y ésa ha sido la otra noticia importante, han caído los premios de la deuda soberana. Sin embargo, señala que tampoco se puede cantar victoria todavía; en particular, porque hay un elemento de preocupación que es la situación de Turquía donde se ha sabido, en las últimas semanas, que habían algunos problemas. Hoy se sabe que el gobierno ha sido capaz de colocar bonos sólo a una tasa de interés de 144% y son bonos cortos, de 1 a 4 meses. Esto significa alrededor de mil puntos bases más que la tasa de interés a la que se estaba emitiendo la deuda de Turquía hace un par de semanas. Hay en Turquía dificultades políticas que crean dudas respecto a la capacidad del país para cumplir sus compromisos con el Fondo Monetario Internacional y para financiar y pagar oportunamente la gran deuda pública que tiene acumulada. Por lo anterior, destaca el señor Jadresic que la situación central en materias financieras para países emergentes es mejor, pero sigue habiendo riesgos importantes como lo ilustra el caso de Turquía.

El Presidente se refiere al caso de Turquía comentando que sólo durante el día lunes perdió cinco mil millones de dólares de reservas, y eso fue lo que, tal como ha señalado el señor Jadresic, llevó a una violenta elevación de las tasas de interés nominales y reales. Eso, dice, probablemente explica la reversión que se ha visto en los últimos dos o tres días en los spreads soberanos, que venían bajando hasta niveles, en el caso de Chile, del orden de 175 puntos base y ahora repuntaron, estando hoy día en 186 o 188 puntos base de riesgo soberano. Agrega que el aumento del riesgo soberano de Chile fue muy inferior al de todo el resto de los países latinoamericanos, siendo en el caso nuestro de 10 puntos base; en el caso de Argentina, Brasil y México de 30 ó 40 puntos y en un caso 50 puntos base, de modo que en ese sentido es claro que el mercado ya empieza a hacer una distinción entre Chile y el resto de los países.

El Vicepresidente señor Marshall señala que no está de acuerdo con el Informe en cuanto a que la única explicación para la reducción de las tasas largas, sea la reducción de la tasa internacional equivalente. No tiene una hipótesis alternativa, pero tiene la impresión de que no se debe a ese único aspecto.

Interviene el Presidente solicitando ver nuevamente el gráfico sobre tasas de interés, porque le parece que la baja comienza en el mes de mayo del año pasado, mucho antes de la baja de la tasa de interés y en eso, cree que el señor Marshall tiene razón. Al observar el gráfico, efectivamente ve que la tasa de interés del PRC8 alcanza su máximo en el mes de mayo y de ahí comienza a bajar. Por consiguiente, la explicación de la baja de las tasas de largo plazo no sólo está relacionada con las tasas internacionales, sino que con otros elementos también.

Continúa el señor Marshall con un segundo comentario, diciendo que en el Informe no se menciona el cambio o eventual cambio de las expectativas privadas posterior a la publicación del Informe de Política Monetaria y se hace la pregunta de ¿cómo debieran modificarse las tasas o la estructura de tasas de interés si el mercado toma el Informe del Banco Central y lo cree? Piensa que también puede haber una explicación por ese lado. No

sabe si manifestarlo directamente, pero tiene la impresión de que lo que se desprende del Informe de Política Monetaria del Banco Central de enero es probablemente tasas de largo plazo más bajas, sin tener una hipótesis distinta, pero le daría también a eso algo de credibilidad.

En tercer lugar, se refiere a lo mencionado por el señor García en dos ocasiones y que también está en el Informe: el hecho de que las expectativas privadas sobre el crecimiento sean más bajas que las del Banco Central. No le queda claro el efecto que ello pueda tener, porque el sector privado tiene expectativas de crecimiento más bajas.

Termina diciendo el señor Marshall que tiene esos tres elementos de duda respecto del Informe y en lo demás comparte el diagnóstico que se ha hecho.

El Presidente agrega una observación sobre el último punto y señala que convendría hacer la pregunta: ¿cuál sería la expectativa de tasa de interés del mercado, si el mercado tuviera la misma expectativa que el Banco Central en materia de crecimiento?

El señor Marshall se refiere a un punto adicional que es el siguiente: el mercado, si se toman los análisis hechos en las últimas semanas, habla mucho de una reducción en el ritmo de crecimiento. Aparentemente el mercado toma la tasa de crecimiento del IMACEC de diciembre, y lo que dice es "actualmente estamos experimentando una reducción en el ritmo de crecimiento de la actividad económica". Esto, a juicio del señor Marshall, va a ser un problema que requerirá de explicación, porque ahora está el IMACEC de diciembre, pero dentro de un mes, en marzo, van a estar las nuevas cifras de crecimiento, tanto del año pasado como del año en curso. Y es muy probable que tanto la cifra de crecimiento del año pasado, como la del año en curso, sean menores que la actual, por lo tanto, el mercado o la opinión pública no va a lograr distinguir entre qué es lo que está cambiando respecto del crecimiento que se venía experimentando y qué es lo que está cambiando en la base de las tasas, o sea, se va a producir una confusión. Manifiesta sobre este punto, si tuviese que leer el Informe de Estudios, diría que la tendencia desestacionalizada de nivel muestra un crecimiento relativamente estable los dos o tres últimos trimestres, o sea, no se está en presencia de un cambio de segunda derivada respecto del crecimiento, a pesar de que el mercado está interpretando que la segunda derivada cayó. Piensa que existe ahí un problema de diagnóstico en el cual es importante enfatizar respecto que lo que se está observando es un ritmo de crecimiento estable. Esa es su afirmación.

El Presidente hace una aclaración, manifestando que le había pedido al Gerente de División de Estudios que trajera una propuesta de acción en materia de forma de comunicación de las nuevas cifras que saldrán en marzo. Señala que a ambos le pareció que lo mejor era separar las dos cosas y discutirlo el próximo martes, pero es un tema que se va a poner en tabla para discutir en materia de comunicación, porque efectivamente estima que hay problemas. Agrega que hay que buscar la manera de transmitir al mercado la información de la forma más clara y convincente posible y para eso, el señor Morandé va a presentar una propuesta que será discutida el próximo martes.

El señor Ministro de Hacienda estima que el punto que se está discutiendo es analíticamente muy importante. Señala que en el Ministerio de Hacienda tienen la misma

impresión: el Banco Central tiene hoy día una credibilidad altísima, lo que se refleja en que el mercado toma la proyección del Banco Central en materia de inflación, que se deduce de los diversos Informes de Política Monetaria, como básicamente certera. Más aún, se tienden a desarrollar expectativas respecto de movimientos de tasas de interés en función de la información que ocurre con posterioridad al Informe y en comparación a los supuestos del mismo. En concreto, la reducción de tasas de interés en Estados Unidos, la baja de los spreads, la mayor apreciación del tipo de cambio respecto del supuesto de tipo de cambio real constante en nivel de $575 que tenía el Informe de enero afectan las expectativas de cambios de tasas. Todo esto, afirma, tiene una gran importancia en términos de leer correctamente la curva de rendimiento, por cuanto lo que se hace es tomar la palabra del Banco Central como un benchmark, y con un alto grado de credibilidad, se evalúa el curso futuro de la política monetaria, en función de cómo vayan evolucionando las variables que descansan detrás de la proyección. Y es por eso, dice, que sin adelantarse a la reunión, parece que el consenso hoy día, si bien no unánime por lo menos mayoritario, está en torno a una reducción de 25 puntos base de la tasa de referencia.

No obstante, señala, lo que llama la atención es que el mercado no coincide necesariamente con las proyecciones de crecimiento del Banco, sino que en general tiene una proyección algo inferior. Ahí hay una realidad un tanto sorprendente, en el sentido de que no deberían suceder ambas cosas a la vez. De alguna forma esto introduce un problema de políticas públicas no menor, toda vez que cualquier movimiento de tasa de interés que no estuviera justificado por la evolución de los hechos empíricos, a partir del último Informe de Política Monetaria, en concreto, una reducción de tasas mayor, sería leída como un reconocimiento tácito por parte del Banco de que cualquiera de los supuestos clave detrás de las proyecciones están desalineados. El que más le preocupa, desde luego, es el supuesto crecimiento. Si es que se cree que una de las cosas que determina fuertemente el crecimiento es la expectativa de crecimiento, uno podría encontrarse con un dilema no menor en términos de que validar una expectativa de crecimiento menor, por la vía de una reducción de tasa mayor a la esperada pudiera terminar siendo contraproducente. Entonces, si como lo insinúa el Informe, existe un proceso de revisión no acabado de las perspectivas de crecimiento, hay que ser extremadamente cuidadoso en términos de escoger el momento y la acción de política que acompaña a esa revisión para no producir efectos contraproducentes.

El Gerente de División Estudios, en relación a estos comentarios, señala que en la trayectoria de tasas de interés de largo plazo de los últimos meses juegan dos tipos de factores: los externos que son los que presentan estos gráficos en cierta forma, donde ha habido, por lo menos a partir de hace un mes y medio atrás, una caída importante en el costo de financiamiento externo y una trayectoria más larga en materia de inflación con factores internos que están vinculados al hecho muy posible de que el mercado ha ido asimilando con cierta lentitud que el crecimiento de la economía puede estacionarse en cifras más cercanas a 5% que en cifras más cercanas a 6% ó más y por tanto, son coherentes con tasas de interés más bajas. Es difícil decir qué es lo que el mercado espera, porque el mercado es un ente absolutamente ficticio y muy heterogéneo y de hecho hay bastantes diferencias dentro de las personas que opinan en lo que se denomina mercado. Si eso es difícil, más difícil todavía es prever cuál es el modelo que el mercado tiene en la cabeza para hacer su función. Hay una diferencia hoy día importante en lo que es la proyección de crecimiento que sale de los modelos nuestros y del juicio del Consejo del Banco en sus proyecciones oficiales, de lo que el promedio del mercado anticipa para el crecimiento por lo menos de este año y que no parece una relación uno a uno con las tasas de interés donde la proyección parece no ser muy distinta.

Señala que hay algo que mencionar en este sentido y que va más allá de la diferencia de modelo que pudiera existir y es que en la proyección del mercado se incorpora la posibilidad de que las tasas de interés del propio Banco Central no sean constantes a través

del tiempo, que es el ejercicio que se hace en el mismo Banco. Aquí se supone que la tasa en los siguientes ocho trimestres se mantiene en el actual nivel y eso da una proyección. El mercado no toma ese supuesto, sino que toma un supuesto distinto donde las tasas de interés pueden ir cambiando, en este caso en particular, cuando uno tiene las expectativas de tasas de interés hacia adelante va con una tendencia al alza.

Por último, cree el señor Morandé que hay una cierta incorporación dentro de las expectativas de mercado en el sentido de que hay una reducción del producto potencial que es un poco más larga en el más largo plazo, que tal vez la que se está considerando en los propios modelos, de modo que allí puede haber también una diferencia entre los modelos del Banco que, si bien han ido incorporando un ajuste en esta dirección, no lo es todavía en una perspectiva más larga, respecto de lo que el mercado está suscribiendo.

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

El señor Morandé señala lo siguiente:

El Informe de Política Monetaria de enero pasado, en su análisis de riesgos, planteaba un sesgo a la baja en la proyección de inflación que se derivaba, a su vez, del riesgo de que se diera un escenario de crecimiento en los próximos 24 meses inferior al contemplado en el escenario central. Este balance de riesgos negativo en el caso del crecimiento se debía, por su parte, al riesgo relevante de que la economía mundial se desacelerara más rápidamente que lo previsto, sin que las reducciones de tasas de interés internacionales previstas compensaran el efecto a la baja sobre el desempeño de la actividad económica en el país. Transcurridos poco más de 30 días desde entonces, la información adicional permite confirmar una corrección a la baja en la proyección de crecimiento de la economía mundial. Sin embargo, también se ha materializado una reducción significativa del riesgo soberano de la economía chilena, factor que tiende a compensar ese menor crecimiento mundial en cuanto a la proyección del crecimiento de la economía chilena. Por lo tanto, no se ha podido verificar todavía la concreción del escenario alternativo al central mencionado en el Informe de Política Monetaria de enero y por ahora se mantienen las proyecciones de crecimiento de la actividad económica nacional para los siguientes ocho trimestres.

Un elemento no anticipado que ha aparecido con relativa fuerza en las últimas cuatro semanas, es una apreciación del peso más allá de la prevista. Si bien esto puede ser un fenómeno eminentemente transitorio, propio de la volatilidad inherente a un régimen de flotación, también se puede deber a la reducción más allá de lo anticipado de los premios soberanos. De mantenerse una trayectoria de estabilidad del tipo de cambio real en los siguientes ocho trimestres, pero partiendo de una base más apreciada -como la actual-, entonces es posible proyectar una reducción de la inflación hasta tasas algo por debajo de 2,5% hacia fines de 2002, a pesar de un precio del petróleo hoy estimado ligeramente por encima de lo previsto en el Informe de Política Monetaria de enero.

En este contexto, las opciones de política monetaria que aparecen como más evidentes son las de mantener o reducir la tasa de interés de política. Los argumentos a favor de mantener serían que aún no existe evidencia suficiente que ratifique la materialización del escenario alternativo de crecimiento presentado en el Informe de enero, y que la reciente apreciación del peso es un movimiento de corto plazo de una variable que es eminentemente volátil, por lo que sus implicancias tienen que tomarse con cautela. Estas dos consideraciones llevarían a no modificar las perspectivas para la inflación, por lo que no correspondería una reducción de la tasa de interés de política monetaria en lo inmediato.

A su vez, el principal argumento a favor de una reducción, en este momento, de la tasa de política monetaria radica en su sintonía con las expectativas de mercado, las cuales se han

reflejado en sustanciales reducciones de las tasas de interés a todos los plazos. Es importante consignar que el mercado lee la información interpretando su eventual impacto sobre el diagnóstico y decisiones de política de la autoridad monetaria. En este sentido, aunque las expectativas privadas no están perfectamente alineadas con las proyecciones presentadas en el último Informe –siendo más pesimistas en cuanto a crecimiento y, en menor medida, respecto a inflación– aparentemente el mercado ha interpretado que la reciente fortaleza del peso, junto con la desaceleración de la economía mundial, permiten un relajamiento monetario. Luego, un ajuste a la baja en la tasa de política monetaria podría llevarse a cabo sin que el Banco Central de Chile incurra en grandes riesgos porque, precisamente, el mercado ya tiene asimilada una pronta reducción de la tasa de política monetaria.

Sin embargo, el argumento de sintonía con el mercado no debe ser sobreenfatizado. En efecto, a veces es conveniente sorprender, de forma de aumentar la potencia de la señal de política. Pero también es cierto que el propio Banco Central debe tener un convencimiento importante de la necesidad de dar esta señal fuerte, de forma de no perder credibilidad. En efecto, el peso de probar la necesidad de no actuar sobre la base de lo esperado por el mercado recae en la propia autoridad monetaria. Por supuesto, si el Banco Central estima que el diagnóstico del mercado contiene falencias o es errado, la decisión de política no tiene por qué seguir las expectativas privadas.

Una serie de consideraciones estratégicas informan la decisión de política hoy. En primer lugar, si el Consejo estima probable que la tasa de política monetaria se ajustará pronto a la baja de todos modos, es mejor hacer ese ajuste ahora y no en marzo. De otro modo, habría que entrar hoy a explicar finamente por qué no se redujo la tasa de política monetaria, en línea con las expectativas de mercado, por ejemplo puntualizando públicamente que, por ahora, ni el escenario central ni el balance de riesgos de enero han cambiado con la última información. Luego, si después se opta por una reducción en marzo, el mercado puede tener problemas para interpretar correctamente el proceso de toma de decisiones.

En segundo lugar, es relevante considerar que las expectativas de crecimiento para este año no se corrigieron al alza, sino que a la baja, después de la entrega de las proyecciones oficiales del Banco, y que es probable que la inflación total sea bajo 4% hacia fines de abril, o sea, antes de lo proyectado.

La tercera consideración relevante es que la percepción mayoritaria del mercado es de una reducción de 25 puntos base y no de 50 puntos base, a pesar que, de persistir la reciente apreciación del peso y afianzarse en los próximos ocho trimestres, se podría sostener una rebaja mayor.

Como elementos de segundo orden y puntuales, que avalarían comunicacionalmente una reducción de la tasa de política monetaria, se puede mencionar que en el día de ayer se divulgó el reducido crecimiento del IMACEC de diciembre 2000. En todo caso, esto ya fue dado a conocer implícitamente en la proyección de crecimiento para el año 2000 presentada en el Informe de enero. Por otro lado, es probable que la inflación de febrero sea muy cercana a cero.

Respecto del impacto de un movimiento de 25 puntos base en la tasa de política monetaria, hay un cuadro que muestra la incidencia estimada que tendría sobre crecimiento, tipo de cambio e inflación, en base a los mismos multiplicadores utilizados en las rondas de proyección del Informe. Estos indican que, hacia el segundo año, una reducción de 25 puntos base en la tasa de política monetaria aumenta el crecimiento económico en tres décimas –algo más de un efecto uno a uno– e incrementa la inflación en dos décimas –algo menos de un efecto uno a uno–. La magnitud supuesta del traspaso de depreciación a inflación es la misma que se ha incorporado en las proyecciones de los últimos Informes (entre 30% y 40% hacia fines del segundo año).

BANCO CENTRAL DE CHILE

Simulación de una tasa de política monetaria nominal (TPMN)

Aún tomando la opción de mantener la actual tasa de política monetaria de UF más 4,75%, la caída en la inflación esperada por el mercado para éste y el próximo año, indicaría una reducción de 25 puntos base en la tasa de política monetaria nominal, llegando a 8,50% de acuerdo al procedimiento descrito en la reunión del 14 de noviembre pasado.

Por su lado, una reducción de la tasa de política monetaria en 25 puntos base, llevaría a un ajuste de la tasa de política monetaria nominal hasta 8,25%.

Finalmente, una reducción de 50 puntos base en la tasa de política monetaria se asocia también a un ajuste de 50 puntos base (y no de 75 puntos base) de la tasa de política monetaria nominal, hasta los mismos 8,25%, producto de la mayor inflación proyectada en el horizonte tras una reducción de esa magnitud en la tasa real.

El Presidente ofrece la palabra para comentar las opciones de política monetaria.

El Consejero señor Desormeaux discrepa de los escenarios que plantea la División de Estudios, en el sentido de que se deduce de los antecedentes entregados, que las opciones son bajar 25 puntos base o 50 puntos base. Cree que hoy, salvo que se cambiara el objetivo de inflación del Banco Central, es difícil justificar la mantención de las tasas en su nivel actual.

Explica que en la reunión de enero se planteó que los resultados mostraban un sesgo a la baja en el crecimiento y en la inflación, lo que ha sido también considerado por las expectativas privadas; los cambios más significativos que se han observado desde entonces hasta el momento son el cambio del precio del petróleo hacia arriba, y del tipo de cambio en la dirección de la apreciación, predominando este segundo efecto, lo cual fortalece el sesgo a la baja.

Se refiere a la proyección de inflación para el año 2002 que hoy día está entre 2,3% y 2,4% y si las expectativas del sector privado sobre crecimiento son las correctas, la inflación está más bien anclada cerca del 2%. Señala estar de acuerdo con la propuesta de bajar la tasa de interés en 25 puntos base. Le parece que es una medida prudente.

Y por si faltara alguna justificación, recuerda que el Ministro de Hacienda ha dado un argumento muy interesante en el sentido de que una baja agresiva hoy día sería, además de una medida arriesgada, una decisión que de alguna manera constituiría un reconocimiento de las expectativas privadas, que son menos optimistas en materia de crecimiento económico y desde ese punto de vista podría ser una medida contraproducente al reafirmar dichas expectativas

El Vicepresidente señor Marshall comparte la idea de bajar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base.

El Presidente manifiesta que como lo planteó en la sesión anterior, se está en una situación de un grado de incertidumbre más alto que el que se ha enfrentado antes, porque se entró a un terreno que no es conocido: un terreno de nivel de tasas de interés que bate todos los récords en términos de baja de tasas, un estado de inflación que se espera que se mantenga batiendo todos los récords en niveles bajos en 100 años y un sistema cambiario que transfiere el costo de la incertidumbre al sector privado y por lo tanto, sincera toda la

incertidumbre que hay. Todos estos son cambios estructurales, en cierto sentido, que presentan una situación relativamente compleja de predecir.

Por eso, piensa que, particularmente en las circunstancias actuales, se tiene que tomar muy en cuenta las expectativas del mercado, teniendo en consideración de que esas expectativas pueden ser equivocadas, pero todo lo que se observa en los propios análisis apunta a la misma dirección de esas expectativas, en materia de tasas de interés y por lo tanto, le parece razonable que se actúe en la misma dirección, pero sobre todo, ve que el movimiento de las de más largo plazo, que es lo que más interesa desde el punto de vista del manejo general de la economía, ha sido persistentemente hacia abajo y ese movimiento sin duda tiene que ver con las expectativas que el mercado tiene sobre esas tasas de interés. De modo que si se quiere afianzar ese movimiento de las tasas largas de interés, que es un propósito importante en las tareas en las circunstancias de hoy, dado que Estudios coincide, en cierto sentido, con las expectativas del sector privado, le parece que se deberían validar esas expectativas y reducir en 25 puntos base la tasa de interés.

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

14-01-010220 – Tasa de Instancia Monetaria

El Consejo acuerda reducir la tasa de interés de política en 25 puntos base, desde UF más 4,75% a UF más 4,50%.

Los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustan también en 25 puntos base.

El señor Ministro de Hacienda señala que, tal como lo expresó hace un momento atrás, le parece que un movimiento prudente de la tasa de interés como han expresado los señores Consejeros, el señor Presidente y el señor Vicepresidente, es lo apropiado en la actual coyuntura.

Felicita al Banco y a su personal por cuanto le pareció que el Informe de Política Monetaria, que ha sido tradicionalmente transparente y claro, tiene esta vez particularmente esas características al establecer de un modo muy didáctico un cambio en la atmósfera económica vis a vis el Informe de Política Monetaria y presenta, por tanto, de una forma muy amigable al lector el cómo se abren las opciones frente al curso de los acontecimientos. Expresa su acuerdo con la decisión del Consejo.

No obstante lo anterior, manifiesta una preocupación no menor, significativa, relevante, respecto de la medición más gruesa, más estructural de la inflación contenida en el Informe de Política Monetaria. Recuerda que en la sesión anterior, dada la citación a un Consejo de Gabinete, se tuvo que retirar antes de que terminara, pero claramente le hubiera gustado una reducción mayor a los 25 puntos base que se produjo, toda vez que tiene dos aprensiones fundadas, por lo cual invita al Banco a que, en el curso del tiempo que queda hasta el próximo Informe de Política Monetaria, puedan tener un intercambio técnico lo más riguroso y científico posible a objeto de acercar perspectivas.

Su visión es que se pudiera estar en presencia de dos sesgos que desafortunadamente apuntan en la misma dirección. El primero, es que le parece que en el contexto de los supuestos que utiliza el Informe, esto es un tipo de cambio real constante al nivel de $575 de enero, un precio del petróleo de US$ 25 por barril y un crecimiento del gasto de 7,2% y de la actividad del 5,5%, la tendencia dura de la inflación es algo más moderada que la que estaba presente en la última proyección. Esa es su lectura técnica de la realidad del proceso inflacionario, entre otros factores, por la escasa propagación que han

tenido los shocks de costos, la enorme credibilidad de la política monetaria y, no menos importante, por las ya no sólo promesas sino que realidades, de una conducción fiscal que ha sido en extremo prudente, incluyendo una señal salarial sin precedentes.

En segundo lugar, tiene la impresión de que los supuestos están algo sesgados hacia arriba, en el sentido de su impacto sobre la inflación. Señala que, si bien es cierto el tema del petróleo ha sido analizado en esta reunión y no tiene observaciones respecto de un cambio marginal de US$25 a US$26 por barril, lo que sí le parece es que la proyección de crecimiento está sobreestimada. Tiene la impresión de que la economía está encaminada a un crecimiento más débil que el 7,2%.

Por lo tanto, ambos factores estarían llevando a que en el contexto del Informe de Política Monetaria la economía creciera menos que lo proyectado y que la inflación fuera, en forma compuesta, inferior también a lo proyectado.

Desea, en todo caso, desdramatizar este escenario en el sentido que se está hablando de implicancias que, si bien no son marginales, tampoco son de un orden de magnitud significativo. No obstante, como lo ha expresado en varias oportunidades en esta reunión, sí le preocupa desde el punto de vista de la economía política por cuanto en su lectura, haciendo una abstracción de la reducción de tasas de hoy día, la mantención de una tasa de 4,75% podría dar lugar, en el contexto de la política fiscal que se propone mantener, a una situación de un cierto déficit secular de demanda y teme que en la realidad los déficit seculares de demanda no son políticamente sostenibles, ya que tienden, desgraciadamente, a ser llenados por la acción de una política fiscal más activa.

Indica que si su diagnóstico técnico respecto de la proyección de inflación, de la proyección de crecimiento y el efecto compuesto de ambas variables, fuera el correcto, se podría estar arriesgando, en relación al escenario que supone el Banco, una mezcla de economía monetaria y fiscal y un consiguiente tipo de cambio real más apreciado que el que podría dar lugar con la mezcla alternativa de política. Y ése es un tema que le preocupa, en términos del potencial de crecimiento.

Señala que el esfuerzo que se ha hecho por parte de la política fiscal, tanto por el lado de la credibilidad, como por el lado de lograr un espacio para el sector privado y por la vía de bajas tasas de interés y tipo de cambio real relativamente estable, logra un ciclo de expansión basado en exportaciones e inversión, que cree es lo más importante de toda la discusión que hoy día se tiene en materia de potencial de crecimiento de mediano plazo de la economía. Le parece que esta discusión es de mucho mayor importancia que la discusión tantas veces carente de fundamento empírico y teórico que tan sueltamente se hace respecto de proyectos de ley como el de evasión tributaria. Agrega que cuenta con sólidos estudios técnicos sobre el impacto de los distintos cambios que propone la ley sobre la asignación de recursos y sobre la eficacia marginal de la inversión, que estarían muy contentos de compartir con el Banco Central para que vean la justificación técnica que tiene el proyecto.

Termina reenfatizando el punto inicial: cree que el sincerar o juntar ambas perspectivas, ya sea si la realidad termina siendo más cercana a lo que el Banco Central cree o bien lo que el Ministerio cree, debe ser hecho con extremada cautela, en un contexto de una oportunidad adecuada. Si la realidad fuera más cercana al Banco Central, obviamente no va a requerir de nuevas modificaciones. Si la realidad terminara siendo más cercana a lo que estaban planteando ellos, requeriría un cambio en el nivel de crucero de la tasa de interés que necesariamente debe ser hecho con extremada cautela en el caso, obviamente, que el Banco Central concurra con esa perspectiva, a efectos de no producir un efecto de deterioro sobre las expectativas. Cree que el manejo de este tema es extremadamente delicado, se vive una sensación de equilibrio múltiple en que en definitiva se crece lo que la gente cree que se va a crecer y por tanto, es particularmente delicado manejar esta situación. Cree, por lo tanto, que lo que requiere es desdramatizar la situación y un trabajo técnico muy acucioso.

BANCO CENTRAL DE CHILE

El Presidente dice tener la mejor voluntad y el deseo de hacer ese trabajo técnico y que recibe con agrado todos los comentarios, observaciones y sugerencias que se quieran hacer a los trabajos que realiza el Banco Central. De hecho, dice, ha habido un buen contacto a nivel técnico, que espera que continúe y que tome en cuenta lo que aquí se ha dicho, para hacer un estudio serio de estos temas y resolverlos como dice el Ministro, con la fineza y prudencia extrema que un tema de esa naturaleza requiere.

IV. Comunicado.

El Presidente propone el siguiente texto para el comunicado:

" El Consejo del Banco Central resolvió hoy, en el marco de su reunión mensual de política monetaria, reducir la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, desde UF más 4,75% a UF más 4,50%. Los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustaron también en 25 puntos base.

Como es habitual, el Consejo analizó en esta reunión la evolución reciente de la economía y sus perspectivas para los próximos veinticuatro meses.

En las últimas semanas se ha consolidado un ajuste a la baja en las proyecciones de crecimiento de la economía mundial para este año, lo cual, además, anticipa menores tasas de interés en los mercados relevantes. Esta reducción previsible en el costo del financiamiento externo se ha visto apoyada por una disminución en el spread soberano de nuestro país. La apreciación reciente del peso se relaciona con estos antecedentes.

En el ámbito interno, la actividad económica muestra una velocidad de crecimiento estable, compatible con las proyecciones para el año en curso, a pesar de la volatilidad de los indicadores mensuales. Se prevé que la inflación, por su parte, mostrará una reversión en la tendencia creciente observada el año pasado a partir del actual trimestre y un pronto regreso al interior del rango meta.

En consecuencia, se ha perfilado un escenario de menores presiones inflacionarias en Chile. Los mercados financieros han hecho una lectura similar, por lo que las tasas de interés a todos los plazos se han reducido con respecto a enero pasado.

Los antecedentes anteriores apoyan la resolución de reducir la tasa de política monetaria en 25 puntos base. Esta decisión es plenamente coherente con una inflación proyectada que converge gradualmente al centro del rango meta dentro del horizonte de proyección.

El Banco Central continuará usando la política monetaria con flexibilidad, de modo de confrontar las desviaciones que se proyecten en la trayectoria de inflación respecto de la meta establecida."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado.

BANCO CENTRAL DE CHILE

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

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de agosto de 2001, para el día 9 de ese mes.

Se levanta la Sesión a las 17,20 horas.

JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente

CARLOS MASSAD ABUD
Presidente

JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero

NICOLAS EYZAGUIRRE GUZMAN
Ministro de Hacienda

MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe

BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ESPECIAL N° 15
DE POLITICA MONETARIA
celebrada el 2 de marzo de 2001

En Santiago de Chile, a 2 de marzo de 2001, siendo las 16,30 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 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 Estudios, don Felipe Morandé Lavín;
Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de División Política Financiera Subrogante,
don Jorge Pérez Etchegaray;
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;
Gerente de Análisis y Operaciones Internacionales, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva.

El señor Presidente señala que se ha citado a esta Sesión Especial de Política Monetaria con el objeto de analizar el informe que ha solicitado a la Gerencia de División de Estudios sobre análisis de la actual coyuntura económica.

Cede la palabra a la Gerencia de División Estudios y el Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, entrega el siguiente informe:

Se estima una expansión del PIB de 3,7% durante el primer trimestre del presente año, por debajo del 4,8% implícito en el Informe de Pólitica Monetaria. Con esto, son dos los trimestres consecutivos en que la actividad sorprende negativamente, ubicándose por debajo de proyecciones previas.

Para el primer trimestre, se estima una expansión del gasto de 2,4%. Esto confirma dos trimestres de expansión muy moderada, por debajo del 7,2% esperado para el año.

Los indicadores de consumo continúan desacelerándose, lo cual lleva a descartar un mayor dinamismo durante el primer trimestre, tanto del componente consumo como de la acumulación de inventarios.

El débil comportamiento del consumo radica fundamentalmente en la caída en términos absolutos de las colocaciones de consumo.

La formación bruta de capital mostró durante el año 2000 una importante expansión, por sobre lo proyectado en los últimos dos trimestres.

Los permisos de edificación habitacionales muestran una recuperación reciente, que compensa el menor dinamismo de la edificación en establecimientos.

Los despachos para la construcción mantienen tendencias de expansión desde principios del año pasado, con una desaceleración leve en el último trimestre.

Hasta el cuarto trimestre del año 2000 la producción industrial mostró tasas de expansión positivas. Sin embargo, esta tendencia se revirtió en los últimos meses.

Las exportaciones, en quántum, no acusan aún un impacto claro de la desaceleración de la economía mundial.

El consumo presenta una tendencia de expansión menos sostenida que lo esperado. Más aún, los componentes dinámicos del gasto de los hogares se han desacelerado.

La inversión sigue mostrando un comportamiento dinámico, pero ahora con una mayor relevancia del sector habitacional y algo menor de los establecimientos comerciales.

Esto indicaría que las disminuciones en las tasas de interés de largo plazo estaría sosteniendo el crecimiento de la inversión.

Aunque la caída en la producción industrial se puede explicar por factores puntuales, sin éstos ella presenta una tendencia de crecimiento nulo.

En términos generales, el mercado laboral sigue caracterizado por una pobre capacidad de generación de empleo.

La desocupación aumentó en el último trimestre móvil. Esta trayectoria se asocia tanto al comportamiento del empleo como al que ha tenido la fuerza de trabajo recientemente. El empleo privado se mantiene prácticamente estancado desde mediados del año pasado. Esto indica que una fracción importante de la caída en la ocupación se asocia únicamente con los menores programas de empleo.

Los sectores que crearon empleo durante el cuarto trimestre del año 2000 lo continúan haciendo, pero con una leve desaceleración. Destacan los sectores construcción, servicios financieros y transporte (25% del empleo total). En todo caso, cabe consignar que los sectores más importantes en la creación de empleo están rezagados, entre los cuales, industria y comercio cubren el 33% del empleo total.

En cuanto a estadísticas por género, el empleo tanto de hombres como de mujeres refleja esta desaceleración. En el caso de las mujeres, se asocia a su vez con menor participación, mientras que en los hombres con los obreros, principalmente en el sector industrial. La participación de hombres y mujeres muestran tendencias declinantes a lo largo del año 2000. Estos factores pueden asociarse a su vez con la evolución que tuvieron los programas de empleo durante el año. Ambos hechos hacen difícil interpretar las fluctuaciones de la tasa de desocupación en el corto plazo.

La desocupación de los jóvenes persiste en niveles por sobre 20%. Para su evolución futura es relevante lo que ocurra con el salario mínimo este año.

El aumento de la tasa de desocupación en enero no responde a un cambio de tendencia reciente, sino que reafirma que la economía muestra una débil, pero positiva, capacidad de creación de empleo. El mayor desempleo se concentra en algunos sectores específicos, pero relevantes, como la construcción.

Dos aspectos puntuales agregan volatilidad a las cifras: los factores de oferta de trabajo (principalmente mujeres) y la evolución que tendrán los planes de empleo.

La sobreestimación del IPC que excluye perecibles y combustibles en 3 décimas es consecuencia de menores variaciones en el precio de los lácteos y azúcares, arriendos, salud y cigarrillos.

Las tasas de interés de instrumentos del Banco Central de Chile han reaccionado a la baja con las noticias de la última semana. La tasa de interés del PRC8 transados en bolsa alcanzó UF+4,99% hoy (15 horas). A futuro, esto anticipa reducciones en la tasa de interés de política monetaria de 25 puntos base por sobre lo anticipado.

El tipo de cambio también ha reaccionado a las noticias recientes, tanto de IPC (que motiva arbitraje de corto plazo) como a la información reciente de la economía doméstica.

En el corto plazo, el crecimiento anual esperado para el primer trimestre de este año se reduce en un punto porcentual, hasta 3,7%, según estimaciones preliminares.

Con ello, son ya dos trimestres consecutivos en los cuales la actividad económica estaría por debajo de lo proyectado previamente en los Informes respectivos.

La actividad del sector industrial se ha visto negativamente afectada, durante diciembre y enero, por algunos sectores ligados a la exportación. En el mismo período, algunos sectores orientados al consumo interno también se han desacelerado. El consumo de los hogares y la acumulación de inventarios continuarán este trimestre con la tendencia plana iniciada el cuarto trimestre del año pasado.

La formación bruta de capital muestra tasas importantes de crecimiento anual, pero de todas formas se desacelera algo el primer trimestre de este año. Esta desaceleración se concentra en establecimientos comerciales, que impulsó la inversión el año 2000, lo que se compensa en parte con un dinamismo del sector habitacional que se estaría consolidando. Las importaciones de bienes de capital siguen dinámicas, aunque con un mayor grado de volatilidad.

En síntesis, la evidencia reciente de precios, actividad y empleo no parece señalar un cambio drástico de tendencia en las variables reales en relación al cuarto trimestre del año 2000 (estancamiento del consumo y de la generación de empleo, crecimiento de la inversión).

Sin embargo, sí es claro que se está en un escenario más negativo en cuanto a crecimiento, empleo y consumo en relación al escenario base del Informe de Política Monetaria de enero.

El señor Presidente ofrece la palabra para comentar el Informe y después de un intercambio de opiniones entre los participantes de la reunión, se coincidió en la necesidad de evaluar la posibilidad de modificar la tasa de interés de política monetaria, dados los nuevos antecedentes que constan en la presentación efectuada por la Gerencia de División Estudios. Luego del análisis de las diversas opiniones, se determinó adoptar el siguiente acuerdo que cuenta con el voto favorable de la unanimidad de los Consejeros asistentes.

15-01-010302 – Tasa de Instancia Monetaria

El Consejo acuerda reducir la tasa de interés de política en 50 puntos base, desde UF más 4,50% a UF más 4,00%.

Los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustan también en 50 puntos base.

El Presidente propone el siguiente texto para el Comunicado:

" En sesión especial realizada el día de hoy, el Consejo del Banco Central resolvió reducir la tasa de interés de política en 50 puntos base, desde UF más 4,50% a UF más 4,00%. Los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustaron también en 50 puntos base.

El Consejo ha estimado que las últimas cifras disponibles de inflación, actividad económica y empleo confirman un escenario de menores presiones inflacionarias, el cual fue considerado en el Informe de Política Monetaria de enero pasado.

El Banco Central continuará usando la política monetaria con flexibilidad, de modo de confrontar las desviaciones que se proyecten en la trayectoria de la inflación respecto de la meta establecida."

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

MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe

BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 16
DE POLITICA MONETARIA
celebrada el 15 de marzo de 2001

En Santiago de Chile, a 15 de marzo de 2001, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Carlos Massad Abud, con la asistencia del Vicepresidente don Jorge Marshall Rivera y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina, señor 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 Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga;
Gerente de División Estudios, don Felipe Morandé Lavín;
Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de Análisis y Operaciones Internacionales, don Sergio Lehmann Beresi;
Secretaria Ejecutiva Gabinete de la Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo;
Jefe de Prosecretaría, doña Cecilia Navarro García.

I. Resolución sobre Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 14, celebrada el 20 de febrero de 2001.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo el Proyecto de Acta de la Sesión N° 14, celebrada el 20 de febrero de 2001, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

II. Resolución sobre Minuta del Acta correspondiente a la Sesión N° 13, celebrada el 18 de enero de 2001.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo la Minuta del Acta de la Sesión N° 13, celebrada el 18 de enero de 2001, la que se aprueba sin observaciones.

BANCO CENTRAL DE CHILE

III. Minuta de Política Monetaria.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Pablo García, señala que entre los puntos destacados, lo más relevante es que la inflación anual del IPC alcanzó a 3,8% en febrero, bajo el tope del rango meta de 4% y con esto la inflación bordeará cerca del 4% el primer trimestre. A su vez, la inflación del IPCX, durante los próximos meses, estaría entre 2% y 3% anual.

Continúa la corrección a la baja en las proyecciones de crecimiento mundial para este año y el próximo. El precio del petróleo, en la última semana se ha ubicado en torno a US$ 25 el barril y se continúa con la proyección realizada recientemente que es de un promedio de US$ 26 el barril para este año.

En el ámbito interno se ha corregido a la baja la estimación de crecimiento del PIB para el primer trimestre de este año. En el mercado existen expectativas de una reducción adicional de tasas de interés de 25 puntos base, pero que probablemente están influenciadas por la incertidumbre sobre la decisión que la Reserva Federal adopte la próxima semana.

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

En febrero último, la inflación medida por el IPC alcanzó -0,3%, mientras que la inflación medida por IPCX fue de 0,0%, con lo cual las tasas de variación anual son de 3,8% y 2,7% respectivamente. Las mayores caídas se presentaron en los precios de los perecibles, vestuario y gas licuado que no se alcanzaron a compensar por los aumentos en la tarifa del metro y en los precios de los cigarrillos.

La inflación de los bienes transables mostró una reducción de 0,3% en el mes, por el efecto de los menores precios del vestuario y los combustibles. Los precios de los bienes durables continúan mostrando tasas de variación anuales negativas, aunque algo menores a las de los últimos meses –0,7% (-0,9% en enero, –1,4% en diciembre). Los no transables (IPCN), al igual que el IPC e IPCT, también descendieron 0,3% en el mes, con una variación en doce meses de 4,9%. La caída de la inflación anual, desde 6,0% a 4,9% se debe, en parte importante, a la desaparición de la base de comparación que incluye los aumentos de tarifas de transporte en el primer trimestre del año anterior.

Para marzo se espera un crecimiento mensual del IPC del orden de 0,4%. El principal factor a considerar son los reajustes de los servicios de educación. La incidencia de este ítem se estima en alrededor de 0,6%, principalmente determinado por mecanismos de indexación vinculados a la mayor inflación de 2000. Además, en marzo se observará la mitad de la incidencia correspondiente al descenso en la tarifa de la locomoción colectiva, aunque levemente aminorada por el aumento que debería regir para la tarifa del transporte escolar. Respecto de los combustibles, se espera estabilidad en los precios durante marzo. Así los descensos de febrero, que no fueron captados en la medición de la inflación de ese mes, serían registrados en marzo. Con todo, la inflación anual del IPC descendería a 3,4%. Con respecto del IPCX, la

inflación esperada para marzo es de 0,6%, influida por los servicios de educación, con lo que la variación anual descendería a 2,5%-2,6%.

Con todo, y dependiendo del incremento final que muestre el IPC en marzo, la inflación medida en doce meses durante el primer trimestre debería ubicarse en 4,0% promedio, aunque con los registros de febrero y marzo debajo de 4%. Esto es inferior al 4,4% previsto en el Informe de enero.

Durante el mes de abril se espera una inflación del IPC en torno a 0,2%. Lo más relevante del mes es i) un probable aumento en la tarifa de la locomoción colectiva, por efecto de la depreciación del peso observada en marzo y ii) una caída en el precio de los combustibles. No se esperan variaciones significativas en los restantes precios. Esto es consistente con la encuesta de expectativas de marzo, la cual anticipa una inflación anual del IPC de 3,4% hacia mayo. El incremento anual del IPCX se mantendría entre 2,5% y 2,8% durante el segundo trimestre.

Las expectativas inflacionarias del sector privado para plazos más largos, según la más reciente encuesta de expectativas, se ubicaron en niveles inferiores a los de febrero, con un 3,2% hacia fines del presente año. Las expectativas de inflación para el 2002 anotaron un descenso de igual magnitud, pasando de 3,3% en febrero a 3,0% en marzo. Las expectativas sobre la inflación del IPCX están en 3,0% para este año, y 3,0% para el próximo. Estas cifras son también inferiores a las proyecciones contenidas en el Informe de enero. Al mismo tiempo, el premio pagado por papeles nominales versus reajustables a 1 año descendió desde un promedio de 3,7% en febrero a 3,5% en las dos primeras licitaciones de marzo.

II. Escenario Internacional

Las expectativas de crecimiento de la economía de Estados Unidos de América han sido ajustadas a la baja desde la última reunión de política monetaria, tal como lo señalan las últimas proyecciones de los bancos de inversión JP Morgan, Deutsche Bank y Goldman Sachs, y que sirven de indicador líder para Consensus Forecasts. La proyección promedio de estos bancos señala un crecimiento de la economía americana de 1,5% durante este año, lo que se compara con el previo 2,0% informado por ellos y Consensus Forecasts a comienzos de febrero. Con estas proyecciones el crecimiento mundial se situaría en 3,3%, inferior al 3,5% considerado el 20 de febrero y al 3,8% estimado en el Informe de enero.

Los últimos indicadores de coyuntura en Estados Unidos de América y las declaraciones de Alan Greenspan el pasado 28 de febrero, han fortalecido en el mercado la expectativa de un recorte de 50 puntos base en la reunión del próximo 20 de marzo, y de otros 50 puntos base durante el segundo trimestre. Esto, a pesar de que aún se mantiene dinámica la creación de empleo. Con todo, esta trayectoria de tasas está algo por debajo de la planteada en el Informe.

En relación con el precio del petróleo, el promedio de los últimos treinta días de los contratos futuros para el 2001 alcanza a US$26 el barril, que es similar a la cifra disponible para la pasada reunión de política monetaria, de US$25,7. Cabe mencionar que el precio spot mostró un ajuste a la baja desde febrero a la fecha, pasando desde

niveles cercanos a US$30 a comienzos de febrero a niveles de US$26 a la fecha, con alguna volatilidad dado el aún bajo nivel de inventarios.

Los contratos futuros del precio del cobre arrojan un promedio de cUS$82,3 por libra para este año, lo que se compara con cUS$83,1 por libra disponible al 20 de febrero. Los analistas de mercado, sin embargo, esperan precios mayores debido a los bajos niveles de inventarios. Hoy se visualiza que la recuperación del precio del cobre probablemente será algo más lenta de lo previsto inicialmente, con lo que el precio durante el presente año promediaría cUS$85, un centavo menos de lo previsto en la reunión pasada.

El spread soberano de Chile durante febrero fue de 183 puntos base en promedio. La disminución del premio por riesgo soberano respecto del mes anterior estuvo asociada a la activa respuesta de la Reserva Federal frente al deterioro del desempeño de la economía en Estados Unidos de América. La turbulencia generada por la crisis de Turquía, sin embargo, impulsó al alza el spread a fines de febrero, luego de haber alcanzado 175 puntos base. A ello se suman las turbulencias económicas y políticas en Argentina, que ha contribuido a mantener altos los spreads de bonos latinoamericanos. La estabilidad del precio del bono chileno permite avizorar una trayectoria de reducción hasta un promedio de 160 puntos base durante el año 2002, similar a lo previsto en febrero.

Las cifras a marzo indican un leve aumento de los flujos de capitales a economías emergentes y América Latina, en tanto los flujos estimados para Chile se han mantenido constantes. Sin embargo, el menor crecimiento de Estados Unidos, el movimiento a la baja esperado en las tasas de interés, junto con los menores premios soberanos, debieran ser anticipo de una situación más promisoria en términos de flujos de capitales hacia Chile. Así lo están mostrando los financiamientos esperados para el presente año, que a la fecha son mayores en un 15% respecto de los esperados a igual fecha del año 2000.

III. Mercados Financieros en Chile

La reducción de 75 puntos base desde la reunión de política monetaria del 18 de enero ha impactado de forma importante el resto de las tasas de mercado. Entre enero y lo que va corrido del mes de marzo la tasa del PRBC a 90 días ha disminuido 80 puntos base, ubicándose en torno a 3,9%. La tasa promedio de los PRC a 8 años pasó desde un 5,6% en enero a niveles en torno a 5,0% en lo que va corrido del mes de marzo, tras alcanzar un mínimo de 4,93% la semana anterior.

La evolución de las tasas de interés ha sido coherente con las expectativas privadas (resultado de la encuesta de expectativas). Así, para los próximos 3 meses se espera que la tasa de política monetaria se mantenga en 4,0% y que aumente 25 puntos base hacia fines del año 2001, para situarse en niveles de 4,75% durante el 2002. Para las tasas largas se espera que tengan aumentos graduales desde 5,0% a tres meses para finalizar en torno a 5,2% hacia fines de este año y en torno a 5,5% hacia fines del año 2002.

El recargo respecto del PRC8 años de las letras hipotecarias ha aumentado entre enero y marzo. Esto se debe a que la caída observada en la tasa de estos instrumentos ha sido significativamente menor, del orden de 25 puntos base, que la del PRC8. En tanto, el recargo del PRC8 años respecto de los bonos de empresas, si bien aumentó entre enero y febrero, se ha revertido parcialmente en lo que va corrido del mes de marzo. Con todo, las tasas hipotecarías se sitúan actualmente en 6,45% y la de los bonos de empresa en torno a 6,6%.

En febrero, los agregados monetarios más líquidos -circulante y dinero- presentaron comportamientos disímiles. Así, el dinero se mantuvo estable en términos mensuales reales desestacionalizados, en tanto que el circulante presentó una leve recuperación respecto del mes anterior. No obstante, ajustados por tasa de interés, ambos agregados muestran un leve deterioro. Por su parte, los agregados monetarios más amplios (M2A y M7) también presentaron comportamientos disímiles en términos de sus variaciones mensuales reales desestacionalizadas, observándose una leve disminución en el M2A y un estancamiento en el M7, lo que podría estar indicando un cambio de composición en la cartera de los agentes privados hacia instrumentos de mayor plazo. Cabe considerar que en lo que va corrido de marzo la totalidad de los agregados monetarios ha comenzado a mostrar una leve recuperación en relación a febrero.

Las colocaciones totales han mostrado un importante dinamismo en lo más reciente, motivado por las colocaciones hipotecarias en febrero y marzo. A ellas se añade un aumento de las colocaciones en moneda extranjera. El resto de las colocaciones muestra un comportamiento opuesto. Las de consumo siguen cayendo en enero, y las de empresas muestran una cierta desaceleración.

La información de tasas y de colocaciones revela que las decisiones de política monetaria están impactando el mercado de la vivienda, pero que aún no se observa un impacto sobre la disponibilidad de crédito de consumo.

Luego de la reunión de política monetaria del 18 de enero, el tipo de cambio inicialmente se apreció, producto probablemente de la importante reducción en ese momento del premio soberano. Posteriormente, se ha producido una sostenida depreciación, debido a acontecimientos externos, la deflación de febrero, la evolución del sector real y las decisiones de política monetaria. Hoy bordea los $590 por dólar, lo que representa una depreciación de 5% respecto del promedio de febrero. En igual período, la depreciación ha sido algo menor tanto para el TCM (4,3%) como para el TCM5 (4,5%).

El mercado percibe que la depreciación reciente tiene un componente transitorio. Así, la encuesta de expectativas de marzo muestra que las expectativas de depreciación nominal durante el año 2001 y el año 2002 no superan el 1% para cada año, alcanzando a fines de 2001 valores en torno a $595 por dólar y alrededor de $601 por dólar a fines de 2002. Esta moderación también se manifiesta en la trayectoria de depreciación nominal que se deduce de los futuros, aunque en menor magnitud. Así, tanto para el horizonte de un año como de dos años, la depreciación implícita del peso respecto del dólar ha disminuido cerca de medio punto porcentual respecto a lo

analizado en la reunión de política monetaria de febrero. Esto en algo compensa el mayor nivel del tipo de cambio desde esa fecha hasta ahora.

El diferencial entre el PRC a 8 años y la tasa externa real relevante (Bono reajustable de Estados Unidos de América a 10 años, ajustado por impuestos y premio soberano) ha continuado disminuyendo, bordeando actualmente –0,5%. Este valor negativo es consistente con una trayectoria de apreciación para el tipo de cambio real.

Tomando en conjunto la información que proviene de la encuesta, los futuros y del diferencial de tasas de interés real, se puede concluir que, a partir del nivel actual del tipo de cambio real, el balance de riesgos se orienta hacia la apreciación.

IV. Actividad, Gasto y Empleo

Con la información de actividad económica de enero se han acumulado suficientes antecedentes como para modificar a la baja la estimación de crecimiento del PIB para el primer trimestre, hasta niveles cercanos a 3,5%, respecto de lo considerado en el Informe de enero, de 4,8%. Con esto, ya son dos los trimestres durante los cuales el crecimiento ha ido por debajo de proyecciones previas. Para febrero y marzo se esperan crecimientos del IMACEC (en base 1986) de entre 3,0% y 3,5%. Este resultado se ve influido por el menor dinamismo (relativo a enero) de las importaciones durante estos meses.

Más hacia adelante, las expectativas privadas se consolidan en torno a un 5% de crecimiento del PIB para el año, de forma similar a la encuesta de febrero. Para el año 2002, en tanto, la proyección de crecimiento de los analistas se reduce a 5,2%.

El impacto real de la desaceleración de la economía mundial sobre la actividad doméstica aún está por verse, por lo que los elementos que parecen estar motivando la revisión de las expectativas de crecimiento son de orden interno, y asociadas con el consumo. En efecto, la inversión aún presenta un comportamiento dinámico, con un crecimiento anual proyectado para el primer trimestre cercano a 8%. Éste se fundamenta ahora en una mayor expansión de la inversión habitacional, y no sólo en el componente de maquinaria y equipos y establecimientos comerciales. Por el contrario, la sostenida incapacidad de creación de empleo en el agregado sigue afectando de forma importante las expectativas de los hogares y el comportamiento del consumo privado.

Las cifras del trimestre móvil noviembre-enero 2001 confirman el estancamiento en el mercado laboral. Así, el empleo disminuyó en aproximadamente 14 mil personas en relación al trimestre móvil anterior, lo que corresponde completamente a destrucción de puestos de trabajos en el sector privado, es decir, excluyendo los programas municipales de empleo. Con ello, la tasa de desocupación nacional aumentó una décima, alcanzando un 8,4%. El impacto del menor empleo sobre la ocupación se ha visto atenuado por una reducción de la tasa de participación, la cual se redujo en 0,2 puntos porcentuales respecto del trimestre móvil anterior.

El menor empleo durante el trimestre móvil noviembre-enero está asociado a la evolución de importantes sectores en la economía. Por un lado, una moderación del

crecimiento desestacionalizado de la construcción. De otro, la continuada caída del empleo en la industria y el comercio.

Durante enero de 2001 la aceleración de los salarios nominales reflejó el comportamiento de la inflación durante el segundo semestre del año pasado. Con ello, en términos reales, el índice de remuneraciones para el sector privado (INE) registró un crecimiento de 1% anual. En el caso de los servicios asociados al sector público, el índice real de remuneraciones se incrementó en 0,6% en relación con igual periodo de 2000.

La evolución del empleo durante este año, y por ende el consumo, estará determinada por una serie de elementos. En primer lugar, la consolidación del crecimiento de la ocupación en la construcción. En segundo lugar, el impacto del paquete de apoyo para la reprogramación de los pasivos de las PYMES en la industria y el comercio. Finalmente, el crecimiento del salario mínimo y los salarios promedio.

V. Perspectivas para la Inflación y el Crecimiento

Se ha consolidado el escenario alternativo de menores presiones inflacionarias, en parte debido a perspectivas de crecimiento económico más moderadas para este año y, quizás, el próximo.

Las principales fuentes de incertidumbre relacionadas con el crecimiento se encuentran tanto en el escenario internacional como en el ámbito interno. Respecto del primer punto, aún es una incógnita el real impacto de la desaceleración mundial, que por ahora no se manifiesta en el desempeño de los volúmenes exportados. Por otro lado, la evolución del consumo y de la confianza de los hogares sigue ligada a los vaivenes del mercado laboral.

En cuanto a la inflación, no se detectan fuentes de riesgo de mucha importancia más allá de la evolución de la economía real. Por una parte, la experiencia indica que escenarios alternativos para el petróleo no afectarían la trayectoria central de los precios. De otro lado, el grado de traspaso de depreciación a inflación y la dinámica de los márgenes están en parte condicionados al dinamismo del gasto y la actividad. Finalmente, las expectativas de inflación se encuentran hoy firmemente ancladas en la meta, e incluso por debajo de las proyecciones del último Informe.

El Presidente ofrece la palabra para comentar el Informe.

El Vicepresidente señor Marshall señala que en los modelos del Banco, se ha revisado hacia abajo la tasa neutral, lo que implica que ésta se corrige en un determinado momento por la sóla disposición del Banco, lo cual significa lo siguiente. Se pregunta qué pasa si la tasa neutral, por ejemplo, en el primer trimestre de este año cayó en un punto y el modelo lo corren con una tasa neutral un punto más abajo: resulta que no se tiene ningún recurso monetario adicional. Dado que se ha ido revisando hacia abajo, lo lógico sería suponer que la tasa neutral había caído mucho antes de su revisión. Si la tasa neutral había caído mucho antes, quiere decir que el impulso monetario que se ha estado introduciendo en la economía, es mucho menor del que se había considerado. O sea, dice, ésta es una economía que se cree

que tiene un impulso monetario mayor porque la tasa se va bajando, pero por ese factor, la verdad es que se podría cometer un sesgo y por tanto, que ese impulso sea menor.

No sabe, dice, si esto tiene sentido ni cómo comprobarlo, pero fue a propósito del cuestionario en que pensando cuál iba a ser el impulso de las medidas recientes de bajar la tasa en un punto completo, si al mismo tiempo en el modelo se iba a estar bajando la tasa neutral, esas operaciones se compensaban.

Contesta el Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, diciendo que éste es un tema que lo han operacionalizado de esa forma debido a que la estructura del modelo que se tiene en la actualidad, no permite capturar la desviación endógena de las tasas de largo plazo. Explica que lo que tienen hoy es más bien la determinación de la dinámica de las tasas hacia el nivel de largo plazo, el nivel de largo plazo de las tasas de interés no lo tienen endogenizado. Esa es una primera consideración. Señala que en la práctica lo han introducido vía mover la tasa neutral.

En términos conceptuales, manifiesta que se podría decir que la tasa neutral o de equilibrio está asociada con el crecimiento potencial de la economía. Un crecimiento potencial menor se asocia también con una tasa real de equilibrio más baja, por lo tanto, estas reducciones a la baja de la tasa neutral, también han ido asociadas a proyecciones de crecimiento más bajas, no han sido dos fenómenos separados.

El Presidente opina que les falta un paso en el análisis y consulta cómo se pasa del potencial a la proyección de crecimiento. Responde el señor García que justamente la diferencia del crecimiento de la economía respecto a su nivel potencial tiene que ver con el impulso monetario que está relacionado con la diferencia de tasa actual de política y la tasa neutral.

El señor Massad no está de acuerdo con esa explicación.

El Gerente de la División de Estudios, señor Morandé, agrega que los modelos del Banco anclan en el mediano plazo el crecimiento efectivo en el crecimiento potencial. En el fondo, en el mediano plazo se supone que la brecha del producto es 0, entonces es clave lo que se suponga del crecimiento potencial de la economía para ver dónde se va a anclar el crecimiento efectivo de aquí a dos años, para ver dónde está la brecha de aquí a dos años y también para ver la tasa de interés neutral.

Agrega el señor García que este supuesto de "crecimiento potencial", más bien se refiere al crecimiento posible máximo en los próximos dos años, no es una visión estructural de la potencialidad de crecimiento de la economía a largo plazo, sino que está anclado en el largo plazo. Se refiere a la incapacidad de creación de empleo y el impacto de eso sobre el consumo, señalando que ése ha sido el fenómeno principal que los ha llevado a modificar a la baja las presiones que se viven en cada momento y a su vez, las tasas de equilibrio o las tasas neutrales. Ese fenómeno que no se tiene capturado en forma precisa en los modelos de proyección es lo que los ha llevado a modificar a la baja la proyección de crecimiento y por ende, la tasa neutral.

El Presidente señala que hay un elemento también importante para juzgar que es lo que está pasando con el grado de efectividad de la política monetaria, que es el perfil de la curva forward y ése evidentemente se ha hecho más levantado, ha aumentado el grado de

impulso de la política monetaria. Comenta que eso no da una magnitud muy precisa, pero, por lo menos, se sabe que la dirección es correcta, o sea, se sabe que la política que se tiene ahora, es más impulsiva que la que se tenía antes de la baja, en la medida que la curva forward se hizo más inclinada.

Agrega el señor Morandé que hay que considerar que el impulso no viene sólo por la relación de tasas de interés, sino que además por efectos sobre el tipo de cambio y lo que ha ocurrido en los últimos años era una apreciación sostenida del peso, de modo que hay ahí un estímulo, por lo menos, a la demanda de productos transables que hay que considerar también como parte del mismo paquete de la política monetaria y también refleja que ha sido estimulativa.

El Gerente de la División Internacional, don Esteban Jadresic, precisando un poco más lo que dijo el Presidente respecto a la curva forward y su utilidad para medir el impulso de la política monetaria, señala que en ausencia de modelos de determinación de la tasa neutral de largo plazo, un referente útil es mirar la tasa de largo plazo que el mercado considera va a prevalecer en el futuro. Si se toma eso como referencia, indudablemente que la tasa de corto plazo está por debajo de la de largo plazo, sería una tasa relativamente expansiva. En ese sentido es interesante comparar la diferencia del caso chileno con el caso del de Estados Unidos de América, en el cual la tasa de política hoy día sigue estando por encima de la tasa de largo plazo, e incluso de la que se prevé para los próximos meses. Desde esa perspectiva, se podría decir que incluso la tasa de política en Estados Unidos, actualmente es relativamente contractiva, si bien las expectativas son que va a bajar.

Interviene el señor Vicepresidente diciendo que si el mercado hoy día cree que la tasa de largo plazo es de 5,2%, mientras que aquí se estuvo todo el segundo semestre del año pasado con tasas de 5% y en promedio sobre 5,2% - 5,3%, quiere decir que durante todo ese período no se fue expansivo. En base a lo que ha dicho el señor Jadresic, manifiesta el señor Marshall que durante gran parte del año pasado se fue menos expansivo de lo que se pensó. Para efectos del modelo, señala que ellos mismos se sorprenden de por qué sus proyecciones se han ido quedando cortas. A su juicio, una explicación posible es que, dado el cambio del parámetro de la tasa neutral de la economía, que es una tasa de equilibrio y no se conoce, posiblemente lo que se está estimando en el modelo como un impulso monetario, en realidad, es menor.

El Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera, manifiesta que hay otro factor que también ha estado presente el último año y que se refiere a qué es lo que se considera que es la tasa real. Señala que aquí no se está hablando de la tasa real, sino que se está hablando del premio sobre la UF y resulta que durante el año 2000 la UF ha estado casi tres puntos por encima de lo que ha sido el crecimiento del resto de los precios que estaría representado por el IPCX, o sea, ha habido una tasa relativamente más alta para la mayoría de los sectores, medida en términos del deflactor del PIB, porque el consumo tiene tres puntos adicionales que son relevantes para los distribuidores de petróleo o para los dueños de microbuses.

Interviene el señor Presidente diciendo que la forma en que esos precios aparecen en el IPC es ponderado por la importancia relativa que tienen en el consumo, o sea que, cuando se dice que se están reflejando en el IPC y la UF, de hecho lo que se está haciendo es reflejar la parte de aquellos precios que se expresó en la composición del consumo de la gente, o sea, no es tan correcto el argumento.

BANCO CENTRAL DE CHILE

Continúa el señor Herrera señalando que la contraparte de esto es que hacia adelante, las tasas nominales van a ser bastante más bajas. En términos del IPC, con bajas del petróleo, posiblemente la tasa relevante va a ser de 1%, por lo que sumado con una tasa real de 4% actual, se van a lograr tasas de interés de 5%. En términos nominales, para muchos de esos productores, ahora las tasas van a parecer bastante más expansivas de lo que fueron el año anterior, por lo que ahí también puede haber otro factor que podría ser relevante hacia adelante.

Agrega que la tasa de equilibrio no es un concepto que se pueda leer en alguna parte y depende de las expectativas que existen en ese momento del tiempo. Si hay expectativas de crecimiento de la economía de 7%, la tasa que es coherente con eso tiene que ser algo alrededor de lo mismo, porque de lo contrario los proyectos generan flujos mucho más rápido de lo que crece el pago de interés y cuando el mercado se convence de lo contrario, bajan las tasas de largo plazo. Cree que es un ejercicio ex-post para ver dónde se han equivocado, pero ex-ante no cree que haya mucha solución.

El señor García, reafirmando lo anterior, señala que el ajuste de la tasa neutral es producto de que no se han dado cuenta de que el impulso monetario ha sido menor de lo esperado en ese momento. Si a principios del año 2000 se hubiese pensado que con tasas de 4% la economía crecía, la visión del dinamismo de la economía en ese momento era muy distinta a la que existe ahora y justamente la consecuencia de eso es que para efectos de proyección, se ha tenido que ajustar a la baja la tasa neutral. Es lo mismo que ha ocurrido con el tipo de cambio de equilibrio que hoy día está más arriba de lo que se pensaba a principios del año 2000, producto de que también es una de las variables que se relaciona con la tasa de interés y con el crecimiento de la economía.

El señor Herrera plantea otro punto que, a su juicio, está en alguna medida relacionado con lo anterior. Es el tema de costos labores y productividad y empleo. Cree que por ahí está el puzzle más grande de esta coyuntura y el mismo argumento que se aplicaba antes para efectos de qué es lo que se está usando para deflactar los salarios. El mismo argumento del IPC y deflactor del producto, también es relevante para los salarios. En esos términos, los salarios reales han estado aumentando más rápido de lo que se mide a través del IPC.

También se refiere al incremento de productividad que se está registrando en el sector de la industria. Sugiere hacer, más adelante, una exploración más detallada de dónde están radicados esos aumentos de productividad, por sectores, dentro de la industria, para ver si hay una base real o se está frente a algo más bien estadístico. Señala que la contraparte de eso, no habiendo aumento de empleo, probablemente debería ser que también se estuviera viendo otros mercados reflejando esos aumentos de productividad, en términos de mayores utilidades de las empresas o en términos de mejoras de los resultados de las empresas de la Bolsa y no le parece que ése sea el ambiente que se está viendo. Cree que ahí puede haber algo que vale la pena observar, con la perspectiva de que quizás los aumentos de productividad no son tales, sino que son más bien un accidente estadístico o meramente un asunto de recomposición del producto.

Interviene el señor Morandé diciendo que también podría ser que lo que está ocurriendo es que los resultados de las empresas sean más malos, más que un aumento en sus utilidades o una mejora en el precio de las acciones. Es decir, si no toman estas acciones de reducir personal y aumentar productividad, los resultados serían peores de lo que han sido.

BANCO CENTRAL DE CHILE

A continuación, el Presidente manifiesta que tiene la clara sensación de que estamos en un momento de mucha incertidumbre internacional. Señala que la volatilidad que se ve en los mercados es persistente y alta y eso implica un riesgo de moverse en cualquier dirección en cualquier momento. Pero frente a eso que podría complicar mucho la vida, estamos en la mejor posición posible con el conjunto de políticas económicas que se están manejando. Existe una política fiscal que tiene introducida en sí misma algunos factores anticíclicos, en lugar de procíclicos como era en el pasado; hay una política monetaria basada en una meta de inflación que es un rango y existe una política cambiaria de flotación libre. Ese conjunto de políticas, le parece es el mejor que se pudiera tener para enfrentar las incertidumbres que se aproximan. Cree que estamos bien equipados para enfrentar esas incertidumbres con el instrumental de políticas, aparte de que, en lo fundamental, la economía chilena está bien. Piensa que es un punto para resaltar el de que las bases de la economía chilena están muy bien en todos los puntos que cuentan.

Agrega el señor Massad que la forma de mirar este conjunto de políticas que hay ahora, permite incluso suavizar algunos errores que se pudieran cometer. Si se cometiera un error en la tasa de interés, se suaviza por la vía del tipo de cambio y viceversa, de modo que aún cuando se pudiera cometer algunos errores dentro de ciertos márgenes, el sistema actual permite correcciones automáticas de esos errores, porque se van compensando entre instrumentos y entre mercados, de modo que se puede mirar con relativa confianza un futuro bastante incierto, gracias a este conjunto de políticas. Lo que sí se ha mantenido siempre es la visión de flexibilidad en el uso de las políticas para aprovechar todo su potencial. Cree que como reflexión de mediano plazo, vale la pena tener confianza en las propias políticas, pues se está en condiciones, no de eliminar todo daño, pero sí de minimizar los daños a nuestra economía de las incertidumbres que puedan existir afuera.

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

El señor Morandé señala lo siguiente:

El conjunto de antecedentes que tuvo en consideración el Consejo el 2 de marzo pasado para decidir bajar la tasa de política en 50 puntos base en forma sorpresiva, confirmó que se ha ido consolidando el escenario alternativo de menor inflación y más reducido crecimiento que contemplaba el Informe de Política Monetaria de enero. Los elementos centrales en aquella ocasión fueron una nueva revisión a la baja en el crecimiento proyectado para la economía mundial, una manifiesta tendencia negativa en los indicadores internos de consumo, una abrupta caída en la inflación anual registrada a febrero y proyectable para todo el primer semestre, y una relativa estabilidad del precio del petróleo, tanto spot como a futuro, en niveles similares a los tenidos en cuenta en enero.

Con la escasa información adicional acumulada desde el 2 de marzo hasta ahora, ese diagnóstico se ha confirmado. La reacción de los mercados financieros y las expectativas de los analistas y operadores de mercado han validado plenamente esa decisión por medio de una reducción sustantiva de toda la estructura de tasas de interés y la proyección de una política monetaria estable por un período largo de tiempo.

No existiendo entonces antecedentes de peso que permitan modificar el diagnóstico del 2 de marzo, y habiéndose en esa fecha adoptado una reducción sustantiva de la tasa de política monetaria, aparece como natural la opción de ***mantener*** dicha tasa en su actual nivel. Sin embargo, las dificultades que enfrentan algunas economías claves del planeta, como Japón y,

en bastante menor medida, Estados Unidos de América, podrían traer a corto plazo nuevas revisiones a la baja en las perspectivas de crecimiento mundial. Una reacción de la Reserva Federal a estos desarrollos más drástica a la contemplada en nuestros análisis recientes daría ciertas holguras en el lado cambiario para la opción de ***reducir*** la tasa de política monetaria. A esto habría que agregar la eventualidad de un empeoramiento de la actual situación de empleo y consumo durante el segundo trimestre.

Sin embargo, es necesario tener presente que existe una opinión generalizada entre analistas y empresarios, en el sentido que los cambios en las expectativas de crecimiento económico de mediano plazo no están asociados a la política monetaria, sino que quizá a políticas de oferta inadecuadas. Por ende, las deficiencias en la generación de empleo pueden ser sólo parcialmente compensadas por las decisiones del Banco Central. Lo anterior, válido o no, forma parte de un cuadro generalizado de pesimismo.

Simulación de una tasa de política monetaria nominal (TPMN)

La metodología habitual para calcular la TPMN arroja, para una tasa de política indizada de 4%, una cifra de 7,5% anual. Esta tasa es 75 puntos base menor que la tasa propuesta para febrero. Los 25 puntos base adicionales a la rebaja decretada en el mismo lapso para la TPM indizada son atribuibles a una reducción en las expectativas de inflación entre febrero y marzo. Desde que se comenzó a calcular la TPMN en noviembre pasado, el cálculo ha supuesto un premio por riesgo inflación de 0,49% anual, que era el promedio de este concepto entre enero y octubre de 2000. La información marginal indica que este premio ha caído, de modo que el promedio desde enero 2000 a marzo 2001 es de 0,43%, y de abril 2000 a marzo 2001 (último año móvil), de 0,39%. No obstante, el monto de la reducción del premio por riesgo inflación todavía no alcanza para una reducción en 25 puntos base adicionales de la TPMN.

No hay comentarios sobre las opciones.

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

16-01-010315 – Tasa de Instancia Monetaria.

El Consejo, por la unanimidad de sus miembros asistentes, acuerda mantener la tasa de interés de política monetaria en UF más 4,0%.

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

IV. Comunicado.

El Presidente propone el siguiente texto para el comunicado:

" En su reunión mensual de política monetaria de hoy, el Consejo del Banco Central resolvió mantener la tasa de interés de política en UF más 4%. Los tramos de la línea de crédito de liquidez también permanecen inalterados.

El Consejo analizó en esta reunión, como es habitual, la evolución reciente de la economía y sus perspectivas para los próximos veinticuatro meses.

BANCO CENTRAL DE CHILE

La información económica de las dos semanas transcurridas desde la sesión especial del 2 de marzo ha confirmado el diagnóstico realizado en esa oportunidad. De esta manera, la actual tasa es coherente con la mantención de la inflación dentro del rango meta y con su convergencia hacia 3% anual en el horizonte de política (12 a 24 meses).

El Banco Central continuará usando la política monetaria con flexibilidad, de modo de confrontar las desviaciones que se proyecten en la trayectoria de la inflación respecto de la meta establecida."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado.

Se levanta la Sesión a las 16,50 horas.

JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente

CARLOS MASSAD ABUD
Presidente

PABLO PIÑERA ECHENIQUE
Consejero

MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera

MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe

JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero

BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 17
DE POLITICA MONETARIA
celebrada el 10 de abril de 2001

En Santiago de Chile, a 10 de abril de 2001, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Carlos Massad Abud, con la asistencia del Vicepresidente don Jorge Marshall Rivera y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina 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 Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga;
Gerente de División Estudios, don Felipe Morandé Lavín;
Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de Análisis y Operaciones Internacionales, don Sergio Lehmann Beresi;
Secretaria Ejecutiva Gabinete de la Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo;
Jefe de Prosecretaría, doña Cecilia Navarro García.

I. Resolución sobre Proyectos de Acta correspondientes a las Sesiones N°s 15 y 16, celebradas el 2 y 15 de marzo de 2001, respectivamente.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo los Proyectos de Acta de las Sesiones N° 15 y 16, celebradas el 2 y 15 de marzo de 2001, cuyas versiones finales se aprueban sin observaciones.

II. Resolución sobre Minuta del Acta correspondiente a la Sesión N° 14, celebrada el 20 de febrero de 2001.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo la Minuta del Acta de la Sesión N° 14, celebrada el 20 de febrero de 2001, la que se aprueba sin observaciones.

III. Informe de Política Monetaria.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Pablo García, señala lo siguiente:

Las perspectivas de crecimiento para la actividad del primer semestre de este año se encuentran cerca de 4% anual y esta trayectoria se asocia fundamentalmente a lo que ha sido el comportamiento de la industria, así como el escaso dinamismo del consumo y la acumulación de existencias. Detrás de este comportamiento del consumo, se puede mencionar la poca capacidad de creación de empleo que persiste en la economía.

Finalizado el primer trimestre del año la inflación se ubicó dentro del rango meta, en un 3,5% a marzo. La inflación IPCX también mostró una trayectoria declinante, ubicándose en 2,5%. La inflación IPC se mantendría en torno a estos niveles durante los próximos meses. La inflación subyacente presentaría un incremento gradual hasta niveles de 3% durante el tercer trimestre.

Factores distintos al precio del petróleo han influido en el aumento del precio de los combustibles, como por ejemplo, la estacionalidad del hemisferio norte pero, por ahora, éstos tendrían efecto en la inflación de abril y también en un posible aumento de la tarifa de la locomoción colectiva en el curso del segundo trimestre, lo que puede ser en mayo o en junio.

Más hacia adelante, las perspectivas de crecimiento mundial siguen siendo inciertas, principalmente debido a la incertidumbre del comportamiento de la economía de Estados Unidos y también en el desempeño de algunas economías emergentes. No es descartable que persista la corrección a la baja en las proyecciones de crecimiento mundial, tal como ha sido la tónica de este año.

En relación con los precios de nuestras principales exportaciones, en el caso del cobre el precio se ha ubicado por debajo de los 80 centavos de dólar la libra, influenciado por perspectivas de menor dinamismo en la demanda mundial y también por el repunte en los inventarios.

Respecto del petróleo, se espera que las perspectivas sean similares a las de meses anteriores con un promedio de US$ 25 el barril para este año, y US$ 23 el barril para el año 2002.

Se prevé que la Reserva Federal reduzca su tasa de interés de política nuevamente durante el segundo trimestre, la que podría ser de 25 ó 50 puntos base y también podrían seguir reducciones adicionales en lo que queda del año.

En cuanto a la zona euro, aún no se han producido reducciones en la tasa de interés debido aparentemente a la persistencia de la inflación en niveles relativamente elevados.

Desde principio de año las turbulencias financieras externas han provocado un incremento en los spreads soberanos de la mayoría de las economías emergentes, pero el caso de Chile ha tenido una trayectoria opuesta. El premio soberano, en la actualidad, oscila en torno a los 180 puntos base, lo cual está por debajo de los niveles que se observaron a fines del año pasado y a principios de este año.

Con relación a las condiciones de oferta y demanda internas, durante el primer bimestre las ventas del comercio mostraron una leve reversión de la tendencia creciente registrada durante el segundo semestre del año pasado. A su vez, los otros indicadores de consumo también muestran una tendencia relativamente plana, por ejemplo, las importaciones de consumo con un leve repunte durante los primeros meses de este año, mientras que las ventas de automóviles nuevos se mantienen estables en niveles por debajo de los verificados durante el 2000.

En marzo, se produce una leve mejoría de las expectativas de los consumidores después de tres trimestres consecutivos de deterioros.

Tras este comportamiento del consumo está la persistencia de la desocupación en niveles elevados que además se ha visto acompañada por una caída fuerte de la tasa de participación. Estos dos antecedentes revelan la poca capacidad de creación de empleo de la economía a nivel agregado. En todo caso, a nivel sectorial, la situación es algo más heterogénea, porque mientras el empleo industrial sigue cayendo, la ocupación en la construcción viene creciendo sostenidamente desde principios del año pasado. Este último factor puede estar influenciado por políticas de gobierno y por el adelantamiento de obras públicas. No se tienen hasta ahora cifras duras para ver qué fracción de este incremento de la construcción se debe a políticas de gobierno, pero de acuerdo a la opinión de la Cámara Chilena de la Construcción este factor ha tenido alguna influencia recientemente y tendrá una influencia creciente a través de los próximos meses.

Respecto al mercado de la vivienda, las ventas de vivienda siguen creciendo en el último tiempo pero, en todo caso, y a pesar de las condiciones de crédito en el mercado de vivienda hipotecario, la Cámara Chilena de la Construcción ha reducido sus proyecciones de crecimiento para este año, hasta cerca de 5%. Los componentes no habitacionales de la inversión durante el primer trimestre de este año muestran un comportamiento algo menos dinámico después de crecer sostenidamente durante el año 2000.

En relación a los mercados financieros, las tasas de interés de licitación de los instrumentos del Banco Central se han movido en forma consistente con la tasa de política monetaria, pero también la tasa de interés de largo plazo ha caído, lo que se puede asociar a la reducción en la tasa externa real relevante que se ha reducido debido a la caída de la tasa de interés externa y a la caída del premio soberano desde fines del año pasado.

En relación con las expectativas de los agentes, en la actualidad el mercado espera una reducción de 25 puntos base durante el segundo trimestre y esto también se aprecia en los precios de activos que indica la curva forward.

Con respecto al tipo de cambio nominal, se ha observado un comportamiento bastante volátil en el último tiempo, pero si se ve lo que señala la encuesta y los mercados futuros, ellos muestran valores para el tipo de cambio en torno a $ 620 por dólar hacia fines del año 2002.

El dinero muestra una recuperación fuerte en marzo, debido, en parte, a la caída de las tasas de interés nominales, pero los agregados más altos se mantienen relativamente estables.

Hoy día las expectativas privadas que se deducen de la encuesta entregan un escenario macroeconómico algo más negativo que en el Informe de enero. El crecimiento económico para este año sería de 4,3%, y 5% el próximo año. La corrección de estas medidas de crecimiento se asocia con el desempeño de la economía durante el primer y segundo trimestre de este año.

Con relación a la inflación, las expectativas se encuentran alineadas con el centro del rango meta. Las expectativas de inflación del IPC para fines de este año se encuentra en 3,1% y en 3% a partir del próximo año, mientras que las expectativas de inflación del IPCX se ubica en 3% durante los mismos períodos.

El Presidente ofrece la palabra para comentar el Informe.

El Gerente de la División Internacional, don Esteban Jadresic, complementando la presentación del señor García, en relación a la economía internacional, hace notar que en las últimas semanas la percepción de riesgo del escenario en Estados Unidos ha disminuido en el sentido de que las proyecciones de crecimiento han tendido a converger más en torno a una

cifra de 1% ó 2%, 1,5% en promedio. Incluso algunos bancos de inversión que habían estado sistemáticamente revisando hacia la baja las cifras de crecimiento para este año, recientemente las han revisado hacia el alza, lo cual contrasta con lo que había estado ocurriendo en los últimos meses. Esto, señala, no quiere decir que los analistas estén previendo un crecimiento mayor a lo que se esperaba hace algunas semanas en Estados Unidos, pero sí que las previsiones no han seguido siendo hacia la baja.

En contrapartida existen percepciones de crecimiento un poco más lento en Europa y el riesgo principal es el que se ha manifestado en el caso de algunos países vecinos, en particular el de Argentina, en que, junto con el cambio de gabinete ministerial ha habido muchas turbulencias en los mercados financieros. Si bien, en los últimos días se ha visto que las tasas de interés y otros indicadores han mejorado, todavía tienen tasas de interés en pesos que al día de ayer ascendían al 18% y el spread soberano se sitúa sobre mil puntos base.

Destaca también que, en el contexto de riesgo de Argentina, Chile permanece bien preparado y esto se ha podido ver, en particular, en el caso del spread soberano que se mantiene en los niveles de 180 puntos base aproximadamente y como se ha enfatizado, se ha tendido a mover más en línea con los bonos de Estados Unidos que con el EMBI de los países de América Latina. Tal vez el único efecto más importante que se ha visto es en el tipo de cambio, si bien habría que tomar en cuenta que han habido también otros elementos, en particular la baja de la tasa de interés interna, que también es importante tras ese aumento del tipo de cambio.

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

El señor Morandé señala lo siguiente:

Como señala el informe presentado en esta oportunidad, desde la reunión de política monetaria de marzo se ha afianzado gradualmente un escenario de presiones inflacionarias contenidas e inferiores a las previstas en enero, al menos para el corto plazo. Ello ha ido pari passu con el empeoramiento en las perspectivas de crecimiento de la actividad económica, a su vez resultado de una situación externa más difícil y del estancamiento del gasto en consumo.

En la elaboración de escenarios futuros para la inflación y crecimiento que se lleva a cabo en estos días para la redacción del Informe de Política Monetaria de mayo próximo, se destacan dos de esos escenarios como más relevantes. En primer lugar, el que hasta ahora aparece como escenario base, construido a partir de las opiniones y supuestos recogidos en el cuestionario de fines de marzo sobre las variables más importantes que afectan la trayectoria futura de la inflación; de acuerdo a este escenario, la inflación se estacionará en torno a 3,5% durante este año para descender hasta 3% en el curso de 2002, en tanto la actividad económica recuperaría una velocidad mayor de crecimiento, como resultado del estímulo proveniente de la política monetaria, hasta cifras en torno a 5% anual promedio. Y en segundo término, un escenario alternativo que asigna una alta ponderación a la información más reciente sobre actividad e inflación. Dado que esta información es en promedio negativa y da cuenta de un estancamiento en la demanda interna, junto a una velocidad de crecimiento menor a 3% anual para la actividad económica, en este escenario alternativo la inflación sigue una trayectoria descendente hasta caer por debajo de 3% en 2002, mientras que el crecimiento sube con dificultad por encima de 4% anual en 2002. Tales proyecciones reconocen un efecto muy menor de la actual política monetaria expansiva sobre actividad y precios.

Las expectativas de mercado con relación a inflación, crecimiento, tasas de interés y tipo de cambio son coherentes con un escenario intermedio entre los dos anteriores, con un crecimiento promedio de 4,6% entre 2001 y 2002, una inflación en torno a 3% desde el presente año, y tasas de interés que en el corto plazo están por debajo de la actual tasa de política monetaria en aproximadamente 25 puntos base, para ajustarse al alza lentamente en los siguientes trimestres. Es muy probable que el ambiente pesimista existente en la actualidad

esté llevando al mercado a ponderar con más peso las últimas noticias negativas a la hora de proyectar el futuro de mediano plazo.

En este contexto, las opciones de política monetaria son ***mantener*** o ***relajar***, y dentro de relajar, si hacerlo en 25 puntos base o 50 puntos base. El mercado -encuesta de expectativas- anticipa una reducción de 25 puntos base durante el presente trimestre, de modo que esa opción no causaría sorpresa. Asimismo, tampoco tendría un efecto sustancial sobre la trayectoria de la inflación, la que podría situarse levemente por encima de 3% a fines de 2002 de acuerdo al escenario base, debiendo tenerse presente que la mayor inflación es el resultado de una algo mayor expansión económica y de un peso ligeramente más depreciado. Este efecto inflacionario podría diluirse si la Reserva Federal baja agresivamente su tasa este trimestre y más todavía si se manifiesta el escenario alternativo descrito anteriormente. En síntesis, no existe un gran riesgo en materia de inflación si se reduce hoy la tasa de política monetaria en 25 puntos base. El riesgo es sólo un poco mayor si la reducción es de 50 puntos base. Lo único que podría mencionarse como factores, por ahora menores, de riesgo en un sentido contrario, son la fuerte recuperación de los agregados monetarios más líquidos en marzo y lo que va de abril (aunque hay factores puntuales que explican parte de este comportamiento) y el dinamismo del sector construcción.

Existen, no obstante, consideraciones de tipo estratégico que es necesario tener en cuenta. En primer término, la situación externa es muy difusa y no es descartable una crisis mayor en Argentina. Si esto ocurriera, existiría una presión importante sobre el peso que, de sostenerse, podría tener efectos sobre la inflación local. Un análisis interno realizado por la Gerencia de División Internacional sobre las experiencias de flotación cambiaria de Australia, Nueva Zelandia, Canadá, Brasil y Perú, revela que ante shocks de magnitud, los valores de la moneda local pueden saltar hasta 6% diario, 9% en una semana y 11% en un mes, sin que provoque grandes trastornos en las economías correspondientes. Es difícil anticipar cuál sería el efecto exacto de una crisis mayor en Argentina sobre nuestro tipo de cambio, pero podría subir hasta $ 620 o $ 630 por dólar. La trayectoria posterior dependerá de cómo se desarrolle el resto de la historia en Argentina, aunque posiblemente valores como los mencionados tienen un componente de "overshooting". En este contexto la opción de rebajar la tasa de política monetaria parece a primera vista más riesgosa que la de simplemente mantener el actual nivel. Sin embargo, lo de Argentina es sólo una posibilidad y no una certeza y siempre será posible actuar con la política monetaria cuando ese evento se materialice. Además, lo que importa verdaderamente es que, de ocurrir ese evento, la tasa de política monetaria suba si es que se teme una fuerte sobrerreacción cambiaria, independientemente del nivel en que esté inicialmente la tasa de política monetaria.

Otra consideración estratégica se relaciona con el comportamiento de la tasa de política de la Reserva Federal y la lectura que haga el mercado de la misma. Aunque una reducción de esa tasa está contemplada en nuestras proyecciones, eso no es obstáculo para pensar en que, de materializarse, se generen presiones a la baja en nuestro tipo de cambio y presiones a la baja sobre la tasa de política monetaria. La próxima reunión de la Reserva Federal es el 15 de mayo, después de nuestra reunión de política monetaria correspondiente a ese mes (10 de mayo), pero es posible que se tenga una idea más aproximada de lo que hará la Reserva Federal al menos una semana antes de su reunión.

Finalmente, una última consideración estratégica tiene que ver con el "timing" de la decisión: si la decisión fuera reducir 50 puntos base (dado su bajo riesgo), ¿se debe hacer en dos etapas de 25 puntos base cada una?; ¿o se debe postergar completamente hasta mayo?; ¿o hacerla de inmediato? Las dos primeras alternativas tienen la ventaja de usar la opción de juntar más información antes de materializar la rebaja completa (con lo cual ésta puede eventualmente no hacerse), pero tienen la desventaja de, si se completa finalmente la rebaja, aparecer cediendo a presiones que se acumularán muy probablemente. Las ventajas y desventajas de la opción de bajar ahora mismo 50 puntos base son el espejo de las anteriores. Habría que agregar en este caso que el mercado podría interpretar una rebaja de esta magnitud con sorpresa, dando una lectura de que la evaluación que hace el Banco Central del futuro es poco auspiciosa, validando el pesimismo que existe en el ambiente.

Simulación de una tasa de política monetaria nominal (TPMN)

La metodología habitual para calcular la TPMN arroja, para una tasa de política indizada de 4%, una cifra de 7,5% anual. Si la TPM se redujera a 3,75 o 3,5, la TPMN bajaría en la misma forma, hasta 7,25% y 7% anual, respectivamente.

El Presidente ofrece la palabra para comentar las opciones planteadas.

El Gerente de la División Internacional, don Esteban Jadresic, coincide con la presentación de la División de Estudios en el sentido de una revisión hacia la baja en las proyecciones de crecimiento, básicamente porque se vislumbran menores presiones inflacionarias, en promedio, en el conjunto de escenarios que está planteando el señor Morandé.

Por el lado de la economía internacional se tiene una revisión hacia abajo en las cifras de crecimiento en la economía mundial; también la expectativa de menores términos de intercambio, en particular menores precios del cobre; sin presiones inflacionarias que vengan por el lado de un mayor precio del petróleo. Por todos estos elementos, se tiene menores presiones inflacionarias por el lado internacional y por el lado interno, la cifra de crecimiento del gasto y actividad interna y también la inflación parecen apuntar en la misma dirección. Señala que hay varias incertidumbres principales, pero a su juicio, dos de las más importantes son: 1) cuáles son los efectos de las reducciones en las tasas de política monetaria que se han efectuado en ocasiones anteriores sobre el gasto interno, en particular, sobre la inversión y sobre la construcción, hacia el futuro, y 2) cuáles son los potenciales riesgos de la inestabilidad económica en Argentina, y en particular sus efectos sobre el tipo de cambio. Sobre este segundo punto, sin embargo, le parece que este riesgo se puede enfrentar en la medida que situaciones más adversas en Argentina, afecten efectivamente a la percepción de riesgo de Chile. Respecto del tipo de cambio, en ese momento el Banco Central puede reaccionar y no tiene por qué actuar en forma proactiva hasta que no se hayan materializado esos riesgos, porque éste es un indicador claramente observable y la situación en general de Argentina también es claramente observable. No ocurre lo mismo con el caso del efecto de las rebajas anteriores de las tasas de interés sobre la actividad y sobre la demanda interna y ahí por supuesto hay un mayor grado de incertidumbre. Sin embargo, por todas las razones anteriores, parece haber cierto espacio, pero tampoco parece haber suficiente información para hacer una baja sustantiva en el sentido de sorprender al mercado, por lo menos, si se compara la evidencia nueva que se tiene hoy día frente a la evidencia nueva que se tuvo en ocasiones anteriores para tomar decisiones de baja de tasas de un orden mayor.

El Gerente General, don Camilo Carrasco, manifiesta que no ve razones para bajar la tasa. Señala que obviamente una baja de la tasa de política monetaria, en este momento, no sirve para atacar los principales factores que impiden una reactivación mayor, porque se está hablando de los problemas de la economía internacional, problemas del precio del cobre, problemas de incertidumbre del mercado financiero y no ve que el Informe dé argumentos suficientemente significativos como para probar que una menor tasa de política monetaria va a impulsar la demanda agregada.

El señor Carrasco cree que se ha llegado a un punto en que una disminución de la tasa de interés, si tiene efectos sobre las expectativas, estos son ultramarginales, de manera que no ve beneficios claros de bajarla y al contrario, ve algunos riesgos. Varios de ellos se han planteado en el informe que se ha entregado. Cree que en los próximos trimestres de todas maneras se va a ver algún efecto adicional en la demanda, y ahí se deberá probar si acaso el efecto tipo de cambio se va a traducir o no en mayores presiones inflacionarias; estima que es algo que todavía no se ha probado en la economía chilena, por lo tanto, ahí ve un riesgo.

Cree que ese riesgo es relevante, sobre todo si el mercado reacciona en un plazo relativamente corto subiendo las tasas de interés. Si se observa algún repunte inflacionario, aunque sea pequeño, cree que casi de inmediato va a haber un aumento en las tasas. Confirma ésto porque observando el mercado en las últimas semanas, es cierto que hay indicios de que se está esperando una baja de tasa, pero ha sido absolutamente distinto a lo que fue en el pasado, aquí hay movimientos bastante marginales en ese sentido. No ve al mercado inclinado claramente a una nueva disminución de tasas.

Por otro lado, señala que se han anunciado medidas de tipo cambiario y algunas reformas en el mercado de capitales para relativamente pronto, por lo que cree que también es una oportunidad de tener una tasa como está ahora y no menor y que eso puede favorecer algo la entrada de capitales hacia Chile lo que sería bastante beneficioso en este momento para la economía, de manera que, en conclusión, opina que hay que mantener la tasa.

El Consejero señor Desormeaux comparte muchos de los comentarios que se han hecho y también concuerda con el Informe de Estudios en el sentido de que se observa un entorno económico menos favorable que el que se tuvo presente el 3 de marzo y también el 15 de marzo, con un escenario externo algo más deteriorado e incierto y una demanda interna que sigue mostrando signos de debilidad. Esto abre, naturalmente, la posibilidad, dado que hay además buenas perspectivas en el plano inflacionario, para una reducción de la tasa de interés. Comparte la idea de que estos antecedentes aconsejan una rebaja de tasas de hasta 25 puntos base o la opción alternativa de mantener la tasa. Le parece que un relajamiento de 50 puntos, si bien tendría un gran impacto sobre expectativas, probablemente estaría traduciendo una señal de cierta inquietud, sorprendería al mercado y podría interpretarse como un signo de gran pesimismo, por lo cual la descarta.

A esto se suma que junto con un escenario externo o interno menos favorable, existen mayores riesgos como señala también el Gerente General. Dentro de esos riesgos sobresale claramente Argentina, que es un país del cual se tiene alguna información, que sugiere que ha estado realmente al borde del default, con medidas bastante extremas, que naturalmente reducen unos riesgos pero amplían otros. Así se redujo el riesgo del default en Argentina, colocándole bonos del gobierno al Banco Central y al sistema financiero, pero debilitando en forma equivalente la convertibilidad y también la solvencia del sistema financiero, y todo esto en un cuadro donde no está claro cuál es la conducta a futuro de la política económica y en que también el apoyo político aparece como frágil.

El otro riesgo, el de una reactivación más rápida de la demanda interna en reacción a las bajas de tasas de interés y a un eventual discurso del 21 de mayo que podría ser un discurso que cambie expectativas, lo ve como algo menos probable, pero en todo caso, dice, es algo que podría materializarse y ojalá así ocurra.

En suma, cree que las opciones más relevantes a considerar son las opciones de mantener o relajar en 25 puntos base. Cree que relajar 25 puntos base no tiene grandes ventajas hoy día, con un impacto pequeño sobre expectativas y le parece preferible la opción de mantener la tasa. Cree que ello no va a generar ninguna alteración en el mercado que, en parte, espera una mantención de la tasa y por otra parte espera un relajamiento de 25 puntos base, lo que da tiempo para aquilatar la información que se vaya produciendo respecto del movimiento de las tasas en Estados Unidos de América, de la evolución de la economía chilena y regional. Manifiesta no tener mucho temor de que el Banco Central aparezca después reaccionando en forma tardía a presiones, como señalan algunos analistas que curiosamente criticaron la decisión del 28 de agosto y otras posteriores, por actuar precipitadamente, y hoy día dicen que se ha actuado con tardanza. Cree que el Banco Central debiera tener siempre un sesgo conservador y le parece que esa es la política más adecuada.

El Presidente solicita a todos los participantes que efectúen una primera ronda de planteamientos tratando de no fijar una posición todavía, ya que en tales términos entendió la intervención del Consejero señor Desormeaux, por lo que solicita a los participantes que indiquen su inclinación, sin tener necesariamente que adoptar una posición definitiva, la que eventualmente pudiera ser revisada en función de la discusión.

El Gerente de la División Política Financiera tiene la impresión de que el cuadro que se ha presentado, de proyecciones de la economía mundial y desarrollo interno, tiene varios riesgos que están principalmente en el lado negativo. Ciertamente, dice, hay algunas cifras que muestran un desarrollo más positivo, pero los riesgos, en términos de ver una expansión rápida de la demanda agregada, desde el punto de vista de la inversión o de los consumidores, lo ve muy lejano en el tiempo, y por el contrario, la probabilidad de que se siga en una serie de revisiones sucesivas de las proyecciones en virtud de lo que van a ser probablemente una serie de noticias negativas que ha ido planteando el mercado, la ve más factible.

En relación a esas noticias negativas, señala que se ha visto un cambio de las proyecciones del escenario externo, pero no se ha sentido el impacto de ese escenario externo sobre la actividad de los sectores transables. Cree que a medida que eso se vaya percibiendo en estos sectores, se traducirá también en un deterioro de sus expectativas.

Por el lado de los consumidores no ve que a estas alturas haya señales de un repunte y por ende, cree que los riesgos en materia de actividad están más bien por el lado negativo. En cuanto a la inflación no han aparecido riesgos ni evidencias de traspaso al tipo de cambio, por lo que cree que hoy día el peso de la prueba está en si la reactivación está andando o que hay presión inflacionaria. Desde esa perspectiva le parece que existe espacio para disminuir las tasas de interés en función de un escenario que está más deteriorado. Las magnitudes exactas o la estrategia que de eso se sigue son materia de discusión, pero estima que esa posibilidad está abierta y cree que, a pesar de que son eventos externos los que han causado esta situación, la política monetaria puede responder más. Si por el caso contrario, este diagnóstico resultara equivocado, y en definitiva se obtuviera una reactivación más rápida de la demanda y un incremento de las presiones inflacionarias, no tiene la menor duda que tal como el tipo de cambio ha reaccionado al alza en un período de debilitamiento de las expectativas, también reaccionaría a la baja en un período de fortalecimiento de esas expectativas.

Si hoy día se observa lo que es la brecha entre el tipo de cambio esperado y el tipo de cambio actual a las tasas actuales, esa brecha se ha ido reduciendo en el tiempo, lo que quiere decir que hay una expectativa implícita de apreciación real o de menor depreciación de la que se tenía anteriormente. A medida que se han reducido las tasas, el mercado ha estimado que se están alcanzando tipos de cambio más transitorios y por ende, si en el futuro hubiese un fortalecimiento de la demanda agregada, no le cabe duda que efectivamente las tasas internas van a comenzar a subir y el tipo de cambio a descender, ajustándose los riesgos inflacionarios.

Por lo anterior, estima que por ese lado no existen restricciones y sí en el caso de la demanda. Cree que ha habido un deterioro de las expectativas que se va a mantener en el tiempo y piensa que el Banco Central tiene capacidad de indicarle al mercado que se tiene espacio de política monetaria para mantener cierto impulso de demanda en función de que no hay presiones inflacionarias a la vista.

El Vicepresidente señor Marshall se refiere a los elementos que le llevan a inclinarse por bajar la tasa.

En primer lugar, dice, si se toman las dos últimas encuestas, período en el cual no se ha procedido a mover la tasa, el hecho sobresaliente es que se ha producido la mayor baja en términos de crecimiento esperado. Desde que se efectuó la última reducción de tasa, hasta hoy día, en dos ocasiones se pudo constatar que se ha producido la mayor baja de crecimiento esperado del mercado, sin ningún efecto sobre la inflación esperada. Es decir, si se efectúa un análisis en detalle, la inflación esperada tanto para fines de este año como para fines del próximo año, experimenta sólo pequeñas disminuciones, pero si se analiza en términos gruesos, se diría que no hay ningún efecto. Señala lo anterior, en el sentido de que el tipo de cambio mayor que se espera, siendo un tipo de cambio nominal más elevado tanto a fines de este año como a fines del otro, no tiene efectos sensibles sobre la inflación. Se podría decir que predomina el menor crecimiento, pero para efectos prácticos no hay mayor inflación. En ese cuadro, dice, no es sorprendente que el mercado espere una baja de la tasa de interés. La pregunta que uno se hace es:¿introduce más incertidumbre o menos incertidumbre el no bajar la tasa?

Plantea a modo de pregunta si el Banco Central determina que va a mantener la tasa porque el escenario internacional es algo incierto, ¿hay razones para que nosotros le digamos al mercado "hay mucha incertidumbre por tanto el Banco Central cree que el escenario es incierto" y consiguientemente tenemos que actuar sobre la base que hay mucha incertidumbre?

Los otros datos que se han considerado son: el déficit fiscal y donde se ha reducido la parte que responde a la intencionalidad de política, y el déficit en cuenta corriente que se ha reducido, los cuales no son datos menores. El tipo de cambio y el mercado cambiario están funcionando normalmente, y se espera un déficit en cuenta corriente menor para este año y el próximo, que lo que se estimaba tres meses atrás, por lo que nuestra inclinación debe decir: "hay ambiente de incertidumbre, pero la verdad es que la economía tiene los mecanismos para enfrentar esa incertidumbre en forma absolutamente normal, por cuanto los mercados tienen esa capacidad". Por otra parte, si hay incertidumbre en el mercado por la situación de Argentina considera que el Banco Central no debe postergar una rebaja de tasas fundado en ese motivo, por cuanto podría aumentar tal incertidumbre, y porque de otro lado, nuestra Institución debe demostrar confianza en la situación de la economía nacional considerando, especialmente, la política cambiaria y fiscal.

Por tal razón señala que se inclina por una rebaja de tasa desde ya.

El Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel, dice compartir las dudas del señor Marshall y desearía poner sobre una balanza los elementos que se han mencionado y otros que no se han indicado, respecto de la conveniencia de mantener o rebajar la tasa de interés. En cuanto a mantener la tasa o tomar una posición no expansiva, señala que se ha comentado la situación por la que atraviesa Argentina. Al respecto, estima que, en forma más o menos consensual, también se ha mencionado en el documento del señor Morandé y en la intervención del señor Jadresic, que Argentina, de alguna forma, ya está descontada del mercado y sus efectos se reflejan o respectivamente no se reflejan en nuestro premio al riesgo soberano. Frente a una situación grave en Argentina, como ante cualquier evento financiero importante que afecte al mercado cambiario y por ende nuestra inflación, piensa que se tomarán en ese momento las direcciones de política correspondiente y por tanto, aunque esto empuja en teoría hacia una posición más contractiva estima que esas decisiones se adoptarían cuando se produzca el evento.

Algo similar se puede decir respecto de otros riesgos internacionales. Cree que el señor Jadresic ha dado un muy buen argumento para decir que los riesgos internacionales no han cambiado radicalmente en los últimos meses. Argentina ciertamente ha empeorado respecto a un mes y medio atrás, pero por otra parte se tiene, quizás, un rebote en cuanto a la proyección de la economía, del precio del petróleo mundial y del proceso de la economía americana, en particular.

Hay un tercer elemento que no ha sido mencionado, en cuanto a que hay que hacer una diferenciación entre crecimiento potencial de la economía chilena y proyecciones de crecimiento efectivo. Una reducción hacia la baja del crecimiento potencial justifica tomar una posición más contractiva o menos expansiva, en cambio, una reducción hacia la baja del crecimiento efectivo, por supuesto justifica una posición más expansiva. Acá ha habido de ambas a la vez. Ciertamente el mercado en el Informe de Política Monetaria y en las discusiones se ha reflejado que se está ajustando hacia la baja ambas variables, por lo que corresponde sopesar cuál de los efectos predomina para decidir si tomar una posición expansiva, contractiva o de mantención.

Otro elemento que justifica ciertamente una política más expansiva, es la significativa reversión del shock petrolero que preocupaba tanto el año 2000 y hasta febrero de este año. Cree que esa reversión, con los antecedentes que se han tenido a la vista hasta la fecha, ya es bastante completa. Ya nadie habla ni anticipa precios del petróleo por sobre US$30 el barril, cifra que se tuvo durante muchos meses, y actualmente, se ha establecido una banda preanunciada de US$23 a US$25 o de US$22 a US$26 y ese nivel da bastante tranquilidad por el efecto directo sobre el IPC efectivo.

Señala que hay otro elemento que no se ha mencionado, y que se refiere al precio del cobre que tiene un efecto de ingreso negativo al menos sobre el Fisco y pequeña y mediana minería en manos privadas, lo que también justificaría una posición más expansiva.

Además, estima que en el margen hay otro último argumento que escapa a la economía y tiene que ver con la economía política, que quizás se podría considerar para inclinarse hacia una posición más expansiva, por cuanto, anticipar una posición más expansiva de política monetaria le quita presión al Banco en los siguientes meses. Cree que si se baja la tasa hoy día se coloca el peso del esfuerzo en términos de medidas reactivadoras y de confianza y de despeje de incertidumbres más fuertemente sobre el Gobierno, que sobre el Banco Central.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, comparte la visión de que existen dos escenarios de riesgo asociados a sendos elementos de incertidumbre. Uno que es el impacto de la situación complicada en Argentina sobre la economía doméstica y otro, un escenario de claro menor dinamismo de la demanda interna debido a que el impulso monetario es menor de lo esperado. Pero frente a eso, la pregunta es si reducir la tasa de interés hoy nos pondría en una situación claramente más frágil frente a la eventualidad de un problema en Argentina. Señala que en la actualidad se podría pensar que en realidad el mercado ya anticipa una reducción de 25 puntos base, por cuanto tiene incorporada esa alternativa y la ha tenido durante las últimas semanas, por lo que el tipo de cambio también tiene incorporado ese tipo de percepción. La pregunta es si una baja de 50 puntos base, o sea, mayor a lo esperado, nos pondría en una situación claramente más frágil frente al problema de Argentina. Esa duda hay que contrapesarla con una situación en la cual el Banco Central, por ejemplo, dé la señal de que está preocupado por esta incertidumbre, pero que el mercado siga anticipando que van a haber reducciones de tasa, incluso mayores a las que se esperan hoy día. Esto indudablemente le quita impulso al actual nivel de tasas de interés y frente a una situación de ese tipo, si es que la eventualidad de que ocurra algo en Argentina nos va de nuevo a poner en una situación compleja, pero con tasas de interés en un escenario de actividad doméstica más lento del que hoy día se está esperando. Del balance de las dos situaciones, le da la impresión de que una actitud prudente sería necesariamente no reducir las

tasas de interés, en forma de prevenir la eventualidad de un escenario malo para la demanda interna, pero sin considerar los problemas por los que atraviesa Argentina.

El Gerente de Análisis y Operaciones Internacionales, don Sergio Lehmann, comparte también gran parte de las visiones que se han planteado, señalando que, sin duda, la decisión en esta oportunidad no es tan evidente. Destaca dos puntos: uno que previamente ya se ha mencionado y es el relativo a la situación argentina. Su percepción y de acuerdo a la lectura que se hace respecto al spread del bono chileno, es que en gran parte la economía chilena se ha mantenido aislada de la situación argentina, al menos en lo que se refiere a los mercados financieros. Es decir, los inversionistas extranjeros ven a Chile como una economía distinta, claramente diferenciada y desde ese punto de vista el contagio financiero de una eventual devaluación en Argentina no debería ser importante y quedaría descartado; en cuanto al efecto comercial, éste resulta bastante marginal, por lo tanto, piensa que no hay demasiados elementos para preocuparse en relación con la situación argentina.

El otro punto se refiere a las tasas de interés en Estados Unidos de América. Es cierto, dice, que obviamente la decisión no se conocerá en definitiva hasta el 15 de mayo, pero sin embargo la percepción general de los inversionistas y agentes en Estados Unidos es que la Reserva Federal reduciría la tasa en 50 puntos base. Si bien todavía eso es una incógnita, lo cierto es que dado que los mercados ya incorporan una rebaja, hoy día las tasas Libor están cayendo y van continuar esa reducción hasta el día 15 de mayo cuando finalmente se produzca la rebaja definitiva. Eventualmente, si es que la reducción es menor, o por un monto distinto, las tasas van a continuar disminuyendo y ajustándose gradualmente hasta esa fecha. Por lo tanto, de acuerdo a ello habría un espacio para la economía chilena para reducir, de acuerdo a su evaluación, 25 puntos base la tasa de interés de política monetaria.

La Consejera señora Ovalle señala que no hay duda que la decisión es muy difícil, porque existen elementos de peso similar tanto a favor como en contra para ambas opciones. Coincide con la División de Estudios en que el riesgo de bajar la tasa de instancia es pequeño en relación al objetivo de inflación, porque en este momento hay holguras para hacerlo. Es importante, dice, considerar que en este momento hay fuentes de incertidumbre como son la decisión de la Reserva Federal respecto a su tasa de política, la situación de Argentina, la caída en el precio del cobre y la posibilidad de que la actividad mundial empeore.

Existe, por otro lado, una demanda interna más débil de lo esperado y las cifras de desempleo van en alza, lo cual justifica la inclinación a bajar la tasa ya que, aunque es cierto que en el corto plazo su incidencia es mínima, puede tener efectos sobre las expectativas.

Otro elemento que le hace peso, para esta inclinación, es lo planteado por Klaus Schmidt-Hebbel en relación a que el crecimiento del país presenta una tendencia a la baja, lo que favorece una tasa de interés más expansiva.

Le preocupa que una reducción de 50 puntos base entregue al mercado una señal en el sentido que el escenario futuro previsto por el Banco Central es más pesimista. En este contexto, opta por una decisión más cautelosa que es bajar la tasa en 25 puntos base.

El Presidente señor Massad manifiesta que ha estado pensando este tema desde hace varios días y conversando con algunos de los presentes, porque cuesta, con la información que se tiene a la vista, formarse una opinión muy clara y definitiva respecto de si mantener o rebajar y de si rebajar 25 ó 50 puntos base. De hecho, dice, de la exposición que hacía Pablo García, se desprende que hay por lo menos cuatro indicadores que están apuntando hacia arriba: las importaciones de bienes de consumo parecen estarse recuperando y las ventas de automóviles ya dejaron de caer; las expectativas de los consumidores parecen haber mejorado en la última encuesta disponible, lo que también apunta en la dirección

positiva; la construcción, cualesquiera que sean las causas, públicas o privadas, también apunta en la dirección positiva y el dinero está mostrando tasas de crecimiento que no se había visto en mucho tiempo, de modo que son cuatro elementos que están claramente apuntando en una dirección positiva e incluso, al parecer, deteniendo o revirtiendo tendencias negativas que mostraban hasta hace poco tiempo.

Pero al mismo tiempo, manifiesta el señor Massad, se encuentran ciertas indicaciones que se mueven en la dirección contraria: el sector externo está cada vez menos estimulante con la economía chilena; el Banco Mundial, según se informa hoy día, habría reducido a 1,2% la tasa de crecimiento de la economía de Estados Unidos lo que hace esperar otras bajas de tasa; existe el riesgo inminente en el caso de Argentina; están las cifras de empleo que no muestran ninguna recuperación y por el contrario, parecen anunciar un deterioro adicional en los próximos meses, de modo que existe un conjunto de síntomas que apuntan en todas las direcciones, lo cual hace bastante difícil adoptar una visión muy definitiva y clara en materia de tasas de interés.

Sin embargo, señala, hay dos elementos que le hacen también inclinarse a favor de una leve reducción de la tasa. Uno, son las expectativas sobre tasas. Si realmente no se validan las expectativas existentes, lo que se está haciendo de hecho es contraer. Se le está anunciando al mercado que su expectativa de baja de 25 puntos base está equivocada y por tanto, eso resulta, desde el punto de vista del mercado, como contractivo. Hoy día el mercado está funcionando con tasas de interés de corto plazo más bajas que las nuestras, anticipando una baja de 25 puntos base, de modo que si no se hace, de hecho se estaría tomando una posición más restrictiva en el mercado de modo que su inclinación es por validar esas expectativas.

Por otra parte, manifiesta que no aparece de las proyecciones realizadas que el riesgo de inflación sea muy alto hacia el futuro. Supone que estas proyecciones han sido hechas sobre la base de alguna tasa de crecimiento del producto inferior a la que se veía en enero, de modo que ya está recogiendo ese efecto y en esas circunstancias, la baja de tasa no parece tener ningún efecto mayor en términos de inflación y no parece poner en riesgo de ningún modo esas metas. Por el contrario, si se diera el escenario más negativo que ha planteado la División Estudios, lo probable es que la tasa de inflación, considerando la tasa actual de instancia, fuese más baja, incluso a fines del período, que el centro de la proyección del Banco Central. De esta manera, no habiendo riesgos por el lado de la inflación, y que la mantención resultaría de hecho restrictiva y tomando en cuenta el conjunto de los elementos que se observan, se inclina tentativamente por una reducción de 25 puntos base. Tampoco iría más lejos porque cree que como hay ya indicadores que están apuntando en la dirección contraria, ser demasiado entusiastas en esto nos puede poner en un peligro a un plazo relativamente breve.

Señala que lo anterior significa que si estos cuatro indicadores que están mostrando resultados positivos a futuro, tienden a afianzar su tendencia, tendría que haber una evidencia muy clara de que otros factores están fuertemente negativos para que se procediera a una baja adicional de tasa. Cree que si los cuatro factores que mencionó, que muestran ahora tendencias positivas, se asientan en esa dirección, estima que los factores negativos que también se han indicado tendrían que acentuarse bastante, antes de que se estuviera en condiciones de hacer una nueva baja de tasa.

Agrega que el próximo mes ya se tendrá un mes más de observaciones sobre estos cuatro elementos positivos y sobre otros que permitirán saber si esas tendencias se afianzan en una dirección o en la otra, y ése probablemente sea el momento para modificar o no modificar la visión sobre la tasa de interés.

Termina diciendo el señor Massad que en principio, su opción también sería de reducir la tasa, aunque una reducción muy moderada.

El Presidente ofrece la palabra a los señores Consejeros.

El Consejero señor Desormeaux señala que al plantear una leve preferencia en favor de mantener la actual tasa, ha considerado que como nunca ésta es una ocasión en la cual resulta difícil tomar una opción. Indica que hay argumentos importantes en una dirección y también en la otra, y dado que hay una preferencia, aunque no marcada, a favor de una rebaja de 25 puntos base, él se suma a esa posición.

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

17-01-010410 – Tasa de Instancia Monetaria.

El Consejo, por la unanimidad de sus miembros, acuerda reducir la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, desde UF más 4% a UF más 3,75%.

Los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustan también en 25 puntos base.

El Presidente propone el siguiente texto para el Comunicado:

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

El Consejo ha estimado que la consolidación de un cuadro de lento crecimiento de la demanda interna y desaceleración de la economía mundial mantendrá comprimidas las presiones inflacionarias. En este contexto, una reducción de la tasa de política monetaria como la dispuesta es coherente con una trayectoria de la inflación que converge hacia 3% anual dentro del horizonte de 12 a 24 meses considerado habitualmente.

Considerando el mayor grado de incertidumbre que se aprecia en el entorno internacional y regional, así como los desarrollos económicos internos, el Banco Central usará la política monetaria con la flexibilidad necesaria para enfrentar las desviaciones, en cualquier dirección, que se proyecten en la trayectoria de la inflación respecto de la meta establecida."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado.

JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente

CARLOS MASSAD ABUD
Presidente

JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero

MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera

MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe

BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 18
DE POLITICA MONETARIA
celebrada el 10 de mayo de 2001

En Santiago de Chile, a 10 de mayo de 2001, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Carlos Massad Abud, con la asistencia del Vicepresidente don Jorge Marshall Rivera y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina y señor Jorge Desormeaux Jiménez.

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

Asisten también los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Jorge Carrasco Vásquez;
Gerente de División Estudios, don Felipe Morandé Lavín;
Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga;
Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;
Gerente de Análisis y Operaciones Internacionales, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete;
Secretaria Ejecutiva Gabinete de la Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo;
Jefe de Prosecretaría, doña Cecilia Navarro García.

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

I. Resolución sobre Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 17, celebrada el 10 de abril de 2001.

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

II. Resolución sobre Minutas de las Actas correspondientes a las Sesiones N°s 15 y 16, celebradas el 2 y 15 de marzo de 2001, respectivamente.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo las Minutas de las Actas de las Sesiones N°s 15 y 16, celebradas el 2 y 15 de marzo de 2001, respectivamente, las que se aprueban sin observaciones.

III. Minuta de Política Monetaria.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Pablo García, informa lo siguiente:

Entre enero y abril del presente año, el Consejo del Banco Central ha reducido sucesivamente la tasa de interés de política en un total de 125 puntos base, hasta UF + 3,75%. El carácter más expansivo que se le ha dado a la política monetaria es una reacción a la rápida caída que ha experimentado la inflación anual para colocarse dentro del rango meta antes de lo previsto, junto a claras señales de desaceleración de la demanda interna a lo largo del primer trimestre. Estos antecedentes indicaron, en su momento, una importante reducción de las presiones inflacionarias de mediano plazo, no obstante la significativa depreciación del peso que tuvo lugar en el mismo período. En forma simultánea se dio un empeoramiento progresivo de las perspectivas de crecimiento mundial, junto a mayores turbulencias financieras en los países de la región.

El empeoramiento del escenario internacional se vincula estrechamente a Estados Unidos de América, cuya economía ha visto frenado su ritmo de crecimiento en forma más intensa que lo previsto. Adicionalmente, la demanda interna en Japón sigue sumida en una situación de estancamiento, a lo que se añade el menor dinamismo de su sector externo. Esto ha traído aparejada una caída en los precios de los principales productos exportados por Chile, así como una incipiente declinación, durante el primer trimestre, de los volúmenes exportados de materias primas.

La política monetaria en las principales economías – con la notable excepción del Banco Central Europeo – ha reaccionado frente a este entorno de desaceleración más pronunciado. La Reserva Federal de Estados Unidos ha reducido en 200 puntos base su tasa referencial desde principios de año, mientras que el Banco de Japón comenzó a aplicar una política más expansiva sobre la base de agregados monetarios. En todo caso, ésto no ha reducido la volatilidad en los mercados financieros internacionales debido a que persiste la incertidumbre con respecto a la evolución de la economía mundial, en particular frente a la rapidez con que Estados Unidos volverá a crecer a tasas cercanas a su potencial.

La inestabilidad ha sido especialmente virulenta en Argentina, por el elevado déficit fiscal y los cambios recientes en el equipo económico. En forma más reciente, esta situación de incertidumbre se ha trasladado en parte a Brasil, cuyo Banco Central ha aplicado una política monetaria más restrictiva. Ello muestra que, hasta ahora, las condiciones monetarias más holgadas a nivel global no se traducen de hecho en un escenario de mayor crecimiento para la mayoría de las economías emergentes.

En todo caso, la evolución de la economía chilena ha sido diferente al resto de la región. En efecto, a su categoría de grado de inversión se agrega un *spread* soberano estable y con leve tendencia a la baja. A esto sin duda colabora el esquema actual de políticas macroeconómicas, destacándose la flotación cambiaria, una inflación baja y estable en el marco de una política monetaria que se ciñe por metas de inflación, un sistema financiero sólido, y una política fiscal enmarcada en reglas. Además, las cuentas externas de la economía chilena exhiben un reducido déficit en la cuenta corriente y necesidades de financiamiento de corto plazo muy acotadas. Es evidente entonces que el entorno macroeconómico en el que se encuentra actualmente el país difiere bastante de la situación de 1998, cuando se sintieron los efectos de la crisis asiática y otras crisis internacionales.

Todo lo anterior no ha impedido, sin embargo, que los flujos de capitales netos al país hayan seguido siendo escasos durante el primer trimestre, lo cual refleja que el apetito por prestar a residentes de países emergentes no es el mismo de hace tres o cuatro años atrás. Con todo, para el caso de la economía chilena, es probable que una variable muy relevante para explicar el bajo crecimiento del endeudamiento externo neto de los últimos trimestres sea la lenta evolución de la demanda interna y, en lo más reciente, el creciente recurso de los inversionistas locales al mercado financiero doméstico.

Inicialmente la desaceleración de la actividad económica hacia fines del año pasado se estimó como transitoria. Sin embargo, la información que se fue acumulando durante los primeros meses de este año terminó indicando un crecimiento del PIB algo inferior a 3,5% para el primer trimestre, más de un punto por debajo de lo implícito en el Informe de enero. Las ventas del comercio, el empleo y las importaciones de consumo muestran que el gasto de los hogares no ha crecido respecto de la segunda mitad del año pasado. Además, después de una importante expansión durante todo el año pasado, la formación bruta de capital se desaceleró durante el primer trimestre, tanto en el componente de maquinaria y equipos como en el sector de la construcción.

La persistencia de la desocupación en niveles elevados sigue motivando un comportamiento prudente tanto de los deudores como de los bancos en el mercado de créditos de consumo, mientras que las holguras de capacidad en el mercado de la vivienda, frenan el inicio de nuevos proyectos en el sector. Con estos antecedentes, el ritmo de crecimiento del gasto interno lleva a un bajo déficit en la cuenta corriente, pese a la caída en términos de intercambio prevista para este año. Además, esta situación trae otros efectos sobre la economía, como la persistencia de un tipo de cambio real más depreciado, un crecimiento moderado de los salarios reales y márgenes de comercialización más comprimidos que los históricos.

Es en este marco que el Consejo del Banco Central ha determinado las reducciones de tasas de interés, de forma de evitar que un deterioro mayor del gasto interno y la actividad termine reduciendo en el tiempo a la inflación por debajo del rango meta. El bajo déficit en cuenta corriente ha limitado hasta ahora el impacto de las decisiones de política monetaria sobre el tipo de cambio. Además, debido a la persistencia de las holguras de capacidad, el traspaso de depreciación a inflación sigue siendo modesto, lo que también se aprecia en que las expectativas de inflación se encuentran alineadas con la meta.

Las reducciones de tasas de interés aludidas, que se suman a las realizadas en el tercer trimestre de 2000, están teniendo un efecto favorable sobre algunos componentes del gasto privado, sobre todo en el mercado de la vivienda y en el financiamiento de las empresas. Esto último ocurre a través de la emisión de bonos en UF en el mercado doméstico. Por otra parte, el dinamismo de las exportaciones no principales revela que la depreciación del tipo de cambio real ha tenido un efecto positivo en la actividad de los sectores orientados a los mercados externos. El crecimiento del consumo, en cambio, se ve restringido por la mayor prudencia que conlleva la situación de desempleo elevado y por los niveles de deuda personal que se acumularon durante buena parte de los años noventa. Por lo tanto, el eventual efecto de la política monetaria sobre las decisiones de consumo de los hogares se ve en la actualidad matizado por el grado de traspaso de las reducciones de tasas al costo de las deudas de los consumidores y por la manera en que el dinamismo de la inversión termine afectando al empleo.

El escenario central de este Informe plantea que, a partir del segundo trimestre, se produce una aceleración gradual de la actividad económica, alcanzando un crecimiento promedio de 5,0% en los próximos ocho trimestres (hasta el primer trimestre del año 2003). Para el presente año y el próximo, el crecimiento llegará a 4,3% y 5,0%, respectivamente, en una trayectoria ascendente que se prolonga hasta el primer trimestre de 2003. A su vez, el gasto interno crecerá ligeramente más que el PIB, a tasas de 4,8%

este año y 5,4% el próximo. Las cuentas externas se verán afectadas en 2001 por la caída prevista en los términos de intercambio, con lo que el déficit en cuenta corriente alcanzará un 2,2% del PIB. En 2002 esto se revierte y el déficit en cuenta corriente disminuye a 1% del PIB.

Los supuestos detrás de este escenario base para el crecimiento económico tienen tres consecuencias importantes. La principal de ellas es que la actividad en los Estados Unidos de América deja de desacelerarse entre el segundo y tercer trimestre de este año, para retomar una tasa de crecimiento cercana al potencial durante el 2002 (3,5%). Esto permite proyectar una recuperación rápida de la economía mundial, lo que a su vez revierte la tendencia negativa de los precios de nuestras principales exportaciones que se observa desde fines del año pasado. Además, este escenario de repunte rápido implica menores riesgos de una crisis mayor en economías emergentes. Respecto de la actividad doméstica, se espera una gradual disminución de la desocupación y un repunte del crecimiento del consumo. Algunos antecedentes parciales ya indican que este proceso está ocurriendo, como el reciente dinamismo de las importaciones de consumo y el empleo en la construcción. En todo caso, a medida que transcurran el segundo y tercer trimestre de este año se podrá apreciar si estas cifras indican un cambio efectivo en la confianza de los consumidores.

La rápida caída de la inflación anual durante el primer trimestre de este año confirma que el incremento del precio del petróleo en 2000 no desancló las expectativas de inflación de mediano plazo. De la misma forma, aunque el reciente aumento en el precio de los combustibles afectará algo la inflación durante el segundo trimestre, este fenómeno se disipará en la medida que avance el verano en el hemisferio norte y se normalicen las condiciones de oferta en el mercado de la gasolina de Estados Unidos. El precio del crudo se espera que caiga respecto de los niveles actuales, alcanzando un promedio de 25 dólares por barril este año y 23 dólares por barril el próximo.

Por su parte, el tipo de cambio ha mostrado una mayor volatilidad durante las últimas semanas, con tendencia a la depreciación. Esto no sólo ha afectado al tipo de cambio *spot*, sino que ha desplazado hacia arriba todos los precios a futuro. Es indudable que la coyuntura reciente en Argentina ha jugado un rol en estos movimientos en el mercado cambiario, así como también ha elevado marginalmente las tasas de interés de largo plazo. En todo caso, el escenario central de este Informe considera una aceleración de la actividad doméstica y una atenuación de las turbulencias en los mercados financieros internacionales, lo que difícilmente es consistente con una tendencia de depreciación aún mayor del tipo de cambio real. Luego, el supuesto de trabajo utilizado para la construcción de las proyecciones, es que el tipo de cambio real se mantiene estable en su nivel actual durante los próximos ocho trimestres. Los márgenes de comercialización tienden a normalizarse gradualmente, recuperándose de la contracción de los últimos meses. Esta tendencia ya se puede apreciar en medidas indirectas de márgenes, como el precio en dólares de los bienes durables o la razón entre precios de bienes durables minoristas y mayoristas.

Todos estos antecedentes hacen previsible que, durante los próximos ocho trimestres, la inflación medida por el IPC total se mantenga dentro del rango meta. Se estima que la inflación en los próximos meses oscile, con altibajos pronunciados, en torno a 3,5%, ubicándose cerca de 3,2% hacia fines de 2001, 2,8% a fines de 2002 y 3,0% al primer trimestre de 2003. Por su parte, la inflación del IPCX se mantendrá en torno a 3% durante los próximos veinticuatro meses.

En esta trayectoria de la inflación confluyen diversos factores. En primer lugar, durante el cuarto trimestre de este año se debiera producir una caída de la inflación anual como consecuencia de la elevada base de comparación en el mismo período del 2000, asociada a los incrementos en los precios de los combustibles de entonces y que no debieran

repetirse a fines del presente año. Esto se ve compensado por el traspaso de la reciente depreciación a inflación y por la descompresión de los márgenes de comercialización.

Por supuesto, existen grados importantes de incertidumbre respecto de la magnitud y celeridad con que estos fenómenos operan, pero ello sobre todo afecta las proyecciones de más corto plazo. Más hacia adelante, la convergencia de la inflación dentro del rango meta ha afianzado las expectativas de inflación de mediano plazo del sector privado. Desde noviembre, la evolución de los precios de activos financieros y los resultados de la encuesta mensual de expectativas indican una convergencia sostenida de la inflación esperada a todos los plazos, hacia un 3% anual.

Estas proyecciones de crecimiento e inflación son coherentes con los eventos que el Consejo estima como más probables durante los siguientes ocho trimestres. Sin embargo, es posible que la economía durante los próximos dos años siga derroteros distintos a los previstos en este escenario base. El conjunto de estos eventos alternativos configura el balance de riesgos, asociándose éste, como es usual, al entorno internacional y a la evolución de la economía interna.

Entre los primeros, destaca una desaceleración más prolongada del crecimiento mundial, que mantenga en niveles deprimidos los precios de los principales productos de exportación. Esto puede impactar ya no sólo en los precios, sino que también en el volumen exportado por la economía chilena. Desde la perspectiva cambiaria, eventuales novedades que modifiquen el ritmo esperado de crecimiento de la economía mundial y, por tanto, la oportunidad y magnitud de futuras acciones de política monetaria en Estados Unidos de América o la zona Euro, pueden inducir una trayectoria de apreciación para el tipo de cambio. De la misma forma, aunque los mercados internacionales diferencian a la economía chilena del resto de los países emergentes, es indudable que Chile no es completamente inmune a problemas financieros mayores en Argentina o Brasil. En un escenario como éste, las condiciones de escasez de financiamiento externo se agudizarían y, como consecuencia, el tipo de cambio podría sufrir una depreciación transitoria adicional.

En el ámbito interno, es importante notar que en todo momento existen múltiples fuentes de incertidumbre, que pueden incidir en forma decisiva en la confianza para desarrollar nuevos proyectos de inversión por parte de las empresas y en las decisiones de consumo de los hogares. Esta incertidumbre se ve acentuada hoy debido, tanto a un escenario externo complejo y en estado de flujo, como a un grado de desazón y pesimismo a nivel local.

Estas consideraciones son particularmente relevantes ahora, pues el entorno macroeconómico en el que se desenvuelve la economía chilena desde hace un par de años necesita una reasignación de recursos – capital y trabajo – desde los sectores no transables de la economía hacia los sectores transables. Estos ajustes sectoriales son costosos, y la facilidad o dificultad con que se van materializando depende particularmente de la flexibilidad de los mercados y de su capacidad de respuesta frente a cambios en el escenario externo y la tecnología. El escenario central de este Informe toma como referencia que estas dificultades no se exacerban en el futuro cercano, permitiendo una recuperación del empleo más allá del sector de la construcción. En todo caso, desarrollos alternativos, tanto regulatorios como tecnológicos, en particular en el mercado laboral, pueden llevar a un ritmo de recuperación del empleo bastante más tímido en los próximos trimestres, que difícilmente puede ser compensado con políticas de demanda agregada. En este sentido, son elogiables los anuncios recientes del gobierno en orden a introducir una serie de modificaciones que faciliten el rol asignador de recursos de los mercados financieros. Sería muy beneficioso que ese mismo espíritu de flexibilización predominara en la discusión del proyecto sobre reformas laborales y en el debate y aplicación de normas regulatorias en diversos mercados.

La ocurrencia de estos escenarios alternativos, tanto a nivel externo como interno, puede ciertamente modificar la proyecciones de inflación y crecimiento. El Consejo estima que, a la luz de la información disponible hasta ahora, el balance de riesgos para la actividad está levemente sesgado a la baja. Aún es incierta la velocidad de crecimiento de la economía de Estados Unidos de América, así como la aceleración efectiva del consumo y el empleo en los próximos meses. En todo caso, en este respecto, la incertidumbre hoy es algo menor a la que se percibía hace unos meses. Por otro lado, los riesgos asociados a la evolución del tipo de cambio en algunos escenarios alternativos pueden implicar mayores presiones en la inflación. Con estos antecedentes a la vista, el Consejo estima que el balance de riesgos para la inflación se mantiene equilibrado.

En cualquier caso, el Banco Central continuará atento a la ocurrencia efectiva de alguno de los escenarios alternativos mencionados anteriormente, de modo de usar su política monetaria con toda la flexibilidad necesaria para no comprometer el logro de la meta de inflación. El Consejo prestará especial atención en los próximos meses a la velocidad de crecimiento del consumo y el empleo, así como a los desarrollos en la economía mundial, en particular el ritmo de crecimiento en Estados Unidos de América y la situación financiera en el resto de las economías emergentes.

El Presidente ofrece la palabra a los asistentes.

El Gerente de la División Internacional, don Esteban Jadresic, comenta sobre la evolución que ha tenido el escenario internacional desde la última reunión de política monetaria, indicando que hay buenas y malas noticias en este respecto.

Señala que hay buenas noticias por el lado del crecimiento de Estados Unidos de América, en el sentido de que las revisiones hacia la baja se han detenido y que incluso hay algunos bancos de inversión que han revisado sus proyecciones hacia el alza. También hay buenas noticias por el lado financiero: las tasas de interés de corto plazo han caído, principalmente debido a la política monetaria de la Reserva Federal; el spread soberano de la economía chilena ha caído algo; las bolsas en países desarrollados han subido; y se observa, en las últimas semanas, un flujo de capitales mayor hacia las economías emergentes.

Las noticias adversas son por el lado del precio de los principales productos, en particular del cobre y del petróleo, los que han tenido una evolución que afecta negativamente a la economía chilena. También indica que, en el caso de Argentina, la situación sigue complicada, aunque no con diferencias sustanciales respecto a lo que se observaba hace un mes, en el sentido que siguen los mismos riesgos asociados a la difícil situación económica y política que ese país tiene.

El señor Ministro de Hacienda señala que desea realizar dos comentarios. En primer lugar, sostiene que, en general, la explicación de por qué la actividad ha sufrido revisiones sostenidas a la baja se encuentra en un deterioro de las perspectivas de la economía internacional. Señala, sin embargo, que tiene la impresión que hay factores domésticos que también contribuyen a explicar este fenómeno. En concreto, cree que la política fiscal y monetaria también han influido en estas revisiones. La información respecto de la política fiscal del año pasado es clara: los ingresos públicos crecieron cuatro veces más rápido que los gastos. Esto fue resultado de un diseño realizado a propósito por consideraciones por todos conocidas.

Del lado monetario, le parece que en virtud del shock de petróleo observado el año pasado se produjo una brecha muy significativa entre la inflación total y lo que aquí llaman IPCX1, la inflación más dura, brecha que no se ha cerrado todavía. Esta brecha generó, en la práctica, una política monetaria mucho más acomodaticia que lo que habría sido en un escenario alternativo. Es fácilmente comprensible, dice, que desde el punto de vista de la toma

de decisiones de una empresa, la inflación relevante para calcular el tipo de interés real es el IPCX1 y no la inflación total. Y si se ajusta la tasa de interés por este diferencial, se tiene una tendencia sistemática de alza en la tasa de interés real que va entre el período de octubre del año 1999 hasta noviembre del año recién pasado, llegando a un peak de 8,3%. Esto, a su modo de ver, ha tenido una influencia significativa sobre la actividad. Esto no implica, asevera, la sugerencia de que la política monetaria debió haber sido necesariamente distinta, por cuanto ésto se da en el escenario de una política monetaria guiada por rangos de inflación que es relativamente nueva y donde, por tanto, la capacidad de diferenciar una política monetaria guiada por la inflación total vis a vis con una política monetaria guiada por la inflación subyacente es limitada. De hecho, consideraciones en materia de credibilidad fueron claramente relevantes durante el año pasado.

Respecto del segundo comentario, señala que en ninguna parte del Informe se hace alusión a la ingerencia que podría tener la llamada incertidumbre derivada de la reforma laboral sobre la inflación. El tema, dice, es opinable en el sentido que si bien es cierto que una eventual rigidización del mercado del trabajo, sería perjudicial desde el punto de vista tanto del crecimiento potencial de mediano plazo, así como de la capacidad de la economía para absorber shocks, no es obvio el canal mediante el cual esta incertidumbre puede afectar las presiones inflacionarias hoy. Podría ser el caso que aprehensiones respecto de una potencial mayor rigidez futura tuviesen un impacto negativo sobre la demanda actual, y de ese modo fuese deflacionario. En todo caso, el Informe parece ligar este asunto sólo al crecimiento de mediano plazo, y no a la situación actual y futura de inflación que son las cuestiones esenciales que se deben discutir en esta reunión.

El Presidente señor Massad, respecto del comentario del señor Ministro, señala que efectivamente hay un campo legítimo de análisis y discusión. Está de acuerdo en que es un punto muy poco explorado y que a nivel internacional, no conoce literatura al respecto y, lo que lleva a analizar ese tema más en detalle, es el hecho que aquí se manejan tasas reales y no nominales.

Posiblemente, expresa, acentúa el problema mirarlo desde el ángulo de tasa real más que nominal, aunque también al hacerlo con tasa nominal, se está pensando en alguna tasa real y algún ajuste de tasa se tiene que hacer. Estima que mirar la tasa de interés real de esa manera es mirar una tasa de interés real ex post cuando probablemente lo que influye es la tasa de interés real ex ante, es decir, en relación con los precios que se espera que ocurran hacia el futuro, y ahí el problema se complica más, porque los precios que cada sector espere para el futuro pueden ser totalmente distintos de lo que haya sido el movimiento del pasado de estos precios. Considera que es un tema legítimo que se abre a la discusión y que hay que tener presente para explorarlo más en detalle a futuro. Incluso, dice, se podría pensar que para ciertos sectores, el precio relevante desde el punto de vista de la tasa de interés real es el precio que está reflejado en el índice de precios al por mayor. Para otros puede ser el índice de precios al consumidor o algunos componentes específicos del índice de precios del consumidor, entrando en un terreno bastante complejo de análisis, pero que sin embargo vale la penar estudiar.

El Gerente de la División de Estudios, señor Morandé, agrega, en esa misma línea, dos argumentos como reflexiones adicionales. Por un lado, dice, se hace difícil manejar la tasa de interés de los elementos sectoriales y también en una perspectiva temporal, en el sentido de que es posible que en el año, en particular el IPC total, esté por sobre el subyacente, imaginándose que en un año posterior puede ser lo contrario y seguramente en el tercer año va a ser más complejo. Y, por otro lado, es que también se podría hacer una distinción entre el sector transable y no transable y en ese sentido, se va a producir una tasa de interés real mucho más alta para un sector que para otro.

El Vicepresidente señor Marshall manifiesta que tiene la impresión de que hay un elemento en el sentido que el Consejo no tiene hoy día una visión poderosa sobre cuál debe ser el grado de impulso monetario, o si el grado actual del impulso monetario es

estrictamente el de equilibrio, o el impulso monetario que tiene esta economía hoy día es menor al que debiera tener. Por esto, la posición del Banco es mucho más cómoda de la que era a comienzos de año por cuanto está haciendo esa búsqueda de lo que debiera ser una tasa de interés de equilibrio, desde una tasa de interés bastante más baja de la que tenía a comienzos de año. Cree que esa indagación no tiene por qué haber terminado, por lo tanto, tomando los elementos de duda sobre cuál es el grado de expansionismo monetario, independientemente de con qué tasa se ajustan las tasas reales, estima que debe haber una actitud abierta - cree que el mercado también la tiene y se ha logrado una buena sintonía - para buscar qué es lo que podría ser un mayor impulso monetario, lo que el mercado espera, lo que el Banco Central espera, etc. Señala que el tema de si el grado actual de impulso monetario es el más adecuado, es un tema que requiere todavía mayor debate, independientemente de lo que se haga al cabo de la reunión.

El señor Ministro de Hacienda sostiene que la política monetaria en Chile es única en el mundo, en particular en lo referido a fijar sus tipos en UF. Señala que en ese esquema un shock transitorio de precios se traslada uno a uno a la tasa de interés nominal y por tanto, el sistema lleva a que cualquier shock, sea de tipo transitorio o permanente, tenga un primer e inmediato efecto sobre la tasa de interés, independientemente de los cambios de política monetaria de instancia que se tomen con arreglo a otros indicadores. El esquema hace que se altere la instancia monetaria cuando hay shocks, salvo que se tomara una decisión de bajar la tasa de instancia monetaria cuando hay un shock positivo transitorio, o alternativamente, de aumentarla cuando hay un shock negativo transitorio.

El Presidente señor Massad señala que la discusión en el Banco Central está abierta, al punto que en cada reunión de las últimas de política monetaria, se ha solicitado a la División de Estudios que informe cuál sería la tasa nominal que el Banco habría establecido, de acuerdo con los argumentos que se dan en el Informe.

Agrega que frente a todas estas estimaciones, están las consideraciones adicionales de que muchas de las variables de la economía están indizadas en la UF, de tal manera que, de hecho, al resto de la economía se le transmiten de todas maneras los impulsos accidentales que pudieran ocurrir.

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

Se retira de la Sala el señor Ministro de Hacienda, don Nicolás Eyzaguirre Guzmán.

El señor Morandé manifiesta lo siguiente:

Como señala el informe de política monetaria presentado en esta oportunidad, el escenario central considerado para los siguientes ocho trimestres contempla tasas de crecimiento cercanas a cinco por ciento anual a partir del segundo semestre de este año, luego de una desaceleración pronunciada de la actividad económica en los dos últimos trimestres. Ello sería el resultado del efecto positivo sobre el gasto interno de la política monetaria expansiva que se sigue en la actualidad y una reanimación del crecimiento mundial, particularmente de Estados Unidos de América, también a partir de la segunda mitad del presente año. No obstante, se reconoce un riesgo a la baja en esta proyección, dando cuenta de la posibilidad de un atraso en el proceso de reactivación del crecimiento mundial y de un estancamiento más prolongado del gasto interno. Esto último ocurriría, desde la perspectiva del consumo privado, a partir de una situación compleja en cuanto a la generación de nuevos empleos y sus efectos sobre la confianza de los consumidores, y desde la perspectiva de la inversión, si se mantiene un grado de desánimo en los inversionistas por razones varias.

La inflación, por su parte, se mantiene en el escenario base dentro del rango meta y convergiendo a 3% rápidamente tanto en el caso del IPC como del IPC subyacente. A diferencia de la previsión de crecimiento, el balance de riesgos de la proyección de inflación está equilibrado. En efecto, el espacio que podría presumirse para una menor inflación a raíz de un escenario alternativo de crecimiento por debajo de 5% en los siguientes ocho trimestres, se compensa por una trayectoria del tipo de cambio que podría estar sesgada al alza, en parte como resultado justamente de un crecimiento menor.

Las expectativas de mercado con relación a inflación, crecimiento, tasas de interés y tipo de cambio son coherentes con el escenario base, aunque posiblemente con una dispersión mayor que en ocasiones anteriores. Las tasas de interés de corto plazo están básicamente alineadas con la actual tasa de política monetaria y las tasas largas han mostrado una leve tendencia al alza en lo más reciente. Aunque es probable que la efervescencia externa alrededor de Argentina tenga algo que ver con el repunte de las tasas largas, también es cierto que los agregados monetarios han recobrado dinamismo entre marzo y mayo, lo cual puede ser un anticipo de un incremento posterior en la demanda interna algo mayor al previsto un par de meses atrás.

En este contexto, las opciones de política monetaria son ***mantener*** o ***relajar***. Esta última opción podría justificarse sobre la base de que se mantiene la perspectiva de presiones de inflación acotadas ante la holgura que representaría un escenario de crecimiento más sombrío al del escenario base, con prolongado desempleo y un consumo estancado. La opción de mantener, por su parte, se sostiene en dos premisas: (a) que el escenario base proyecta una inflación en línea con el centro del rango meta en el horizonte de política, al tiempo que el balance de riesgos está equilibrado; y (b) que además la oportunidad para una rebaja ahora no parece apropiada, en vista de las presiones sobre el peso, y por tanto eventualmente sobre la inflación, que está provocando la perspectiva de un agravamiento de la situación argentina. Habría que agregar, también en la categoría de *oportunidad* o consideración estratégica, lo que pueda decidir la Reserva Federal el próximo día 15 y la lectura que haga el mercado de su efecto sobre las tasas locales.

Simulación de una tasa de política monetaria nominal (TPMN)

La metodología habitual para calcular la TPMN arroja, para una tasa de política indizada de 3,75%, una cifra de **7,25%** anual, la misma del mes anterior. Si la tasa de política monetaria se redujera a 3,5%, la TPMN bajaría en la misma forma, hasta **7,0** anual.

El Presidente ofrece la palabra para comentar las opciones presentadas.

El Gerente de la División Internacional, señor Jadresic, señala que las expectativas del mercado respecto a las opciones de política planteadas por el Gerente de la División de Estudios están divididas. Por un lado, los resultados de la encuesta de expectativas sugieren que predomina la expectativa de una mantención de la tasa de instancia, pero con una alta dispersión. Por otro lado, el comportamiento reciente de las tasas de interés de corto plazo y tal vez del tipo de cambio, parecen incorporar la expectativa de un leve relajamiento de la política monetaria.

Una implicancia que ésto tiene es que, si uno se centra en esas opciones, ninguna de ellas probablemente tenga un efecto demasiado significativo. Lo neutro para el mercado, en ese sentido, sería optar por un promedio de las dos opciones, lo cual, en la práctica, no es una alternativa relevante. Se refiere especialmente al efecto que pudieran tener cualquiera de esas opciones sobre el tipo de cambio y las tasas de interés de largo plazo, que a diferencia de las tasas de interés de corto plazo, posiblemente no se verían muy afectadas.

Dicho esto, señala que, en términos de balance de las consideraciones para optar entre las dos alternativas propuestas, los datos no parecen ser consistentes con un cambio

importante en el diagnóstico. Hay noticias algo adversas por el lado del empleo, de la producción industrial y los permisos de edificación. Pero también hay noticias positivas en el sentido de sugerir algún cambio de tendencia en datos como las colocaciones, dinero y ventas de vehículos nuevos. Por el lado internacional, como dijo anteriormente, también estima que se observan señales mixtas, pero nada que signifique un cambio sustancial respecto a la situación que se observaba hace un mes.

El Gerente de Investigación Económica, señor Schmidt-Hebbel, señala que las proyecciones de mercado son consistentes con una mantención de la tasa de política monetaria (TPM) por un horizonte que cubre al menos todo el año 2001. La reciente Encuesta Mensual de Expectativas Económicas refleja una TPM mediana plana en 3,75% hasta diciembre de 2001, con un aumento proyectado en el año 2002, llevándola hasta 4,5% en diciembre de 2002. Dichas proyecciones también son consistentes con la curva de tasas forward actuales (a mayo de 2001). Más aún, de la misma Encuesta de Expectativas se desprende que sus proyecciones para la TPM son consistentes con las proyecciones para la inflación IPCX, centradas en 3% a diciembre de 2001 y 3% a diciembre de 2002, valores numéricamente coincidentes con nuestra meta de inflación IPC para el horizonte de política a 24 meses.

Hace una segunda observación, respecto del comentario del señor Ministro, relacionado con que a partir de octubre de 1999 se habría observado una tendencia sistemática de alza de tasa de interés real (medida por la tasa PRBC a 90 días ajustada por la diferencia entre la inflación total IPC y la inflación IPCX1 subyacente a 90 días), llegando a un peak de 8,3% a fines del 2000. El señor Schmidt-Hebbel señala que ésta puede no ser la medida de tasa de interés real más relevante para las decisiones de gasto que impactan sobre la actividad y la inflación de mediano plazo. Sin embargo, aún aceptando esta medida de interés real, que reflejaría una posición de política monetaria crecientemente restrictiva en el período señalado, ésta podría justificarse a posteriori por la evolución que tuvo la inflación subyacente medida por el IPCX. Considerando los rezagos con que la política monetaria afecta a la inflación subyacente, 10 meses después del aumento de la medida de tasa de interés real identificada por el Ministro, se inicia un aumento muy significativo de la inflación subyacente IPCX, que se eleva gradualmente desde 2,6% anual en julio de 2000 hasta un máximo de 3,4% en enero de 2001. Recién a partir de febrero de 2001 la inflación en 12 meses IPCX comienza a declinar, lo que a su vez justificaría, a posteriori, las decisiones de reducción de la TPM aplicadas desde el tercer trimestre de 2000.

Finalmente, manifiesta el señor Schmidt-Hebbel, que lo anterior también está relacionado con la pregunta respecto de cuál es la tasa de interés más relevante (si la tasa de interés nominal o la real, cuál medida específica de la tasa real, y a cuáles plazos) para las decisiones monetarias, financieras y reales, y luego para los mecanismos de transmisión de la política monetaria. Señala que como en nuestra comprensión y en nuestros modelos privilegiamos el mecanismo de transmisión que afecta a la actividad y a los precios a través del gasto, estamos diciendo que el mecanismo de transmisión vía tasas reales es el que tiende a predominar en la economía chilena.

El Gerente de la División Internacional, señor Jadresic, refiriéndose a las expectativas del mercado sobre la política monetaria, señala que efectivamente los datos en la última encuesta apuntan en la dirección que indica el señor Schmidt-Hebbel; sin embargo, indica que si se observan las tasas de las últimas licitaciones PRBC a 90 días, se está hablando de tasas de 3,53% lo que es más consistente con expectativas de reducción de tasas.

El Consejero señor Desormeaux manifiesta que, de lo que ha expresado el señor Morandé, queda claro que respecto de la última reunión de política monetaria en que el Consejo bajó la tasa de interés, hoy día efectivamente existe un poco más de debilidad en la demanda interna que en aquella oportunidad, pero señala que por primera vez hay signos auspiciosos en el sentido de que se está viendo, tal vez, el final de esta desaceleración y una serie de indicadores sugieren que se va a ver un repunte en la economía hacia adelante como

es el caso de las importaciones de bienes de consumo, las ventas de vehículos nuevos, la evolución del dinero, los índices de percepción económica y la propia política fiscal que va a ser menos contractiva de lo que estaba previsto.

Por otro lado, indica que el escenario externo también es marginalmente un poco más negativo de lo que se había previsto, pero se está asistiendo a un punto de inflexión en el cual se observa que la economía más importante del mundo que es la de los Estados Unidos de América, estaría recuperándose con una probabilidad relativamente alta en la última parte de este año. Todo esto, dice, acompañado naturalmente de mayores riesgos, especialmente en el escenario regional.

La tercera consideración es que cree que las ventajas que puede generar una rebaja a la tasa de interés, en esta oportunidad, para estimular la demanda interna, son menores que en ocasiones anteriores y ésto, fundamentalmente, porque la percepción que tiene es que las tasas de interés de largo plazo, en la última oportunidad ya en el mes de abril, reaccionaron primero estables y después subiendo. Nada le hace pensar que, esta vez, las tasas vayan a reaccionar hacia la baja. Si lo que se va a obtener como resultado de una baja de la tasa de política monetaria es esencialmente una baja del costo del crédito de corto plazo, éso significa fundamentalmente que el estímulo que va a existir es bastante limitado, que su impacto va a ser fundamentalmente a través del canal cambiario y se sabe que para la política monetaria éso también significa un riesgo.

En síntesis, cree que entre las dos opciones que ha presentado el Departamento de Estudios, entre bajar y mantener, tiene una preferencia clara por mantener la tasa.

La Consejera señora Ovalle vota por mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual de 3,75%, señalando que en lo relativo a la inflación, está en línea dentro del rango meta, con un balance de riesgo equilibrado, pero reconociendo que existen menos holguras que en los meses anteriores. Los agregados monetarios han mostrado a la fecha un mayor dinamismo que podría anticipar una demanda interna probablemente más vigorosa, se observa una descompresión de márgenes de comercialización y un traspaso, posiblemente mayor, de tipo de cambio a inflación. Además, hay que considerar el rezago con que actúa la política monetaria lo que implica que los efectos de las baja de tasa de política que se ha acordado este año, aún no se han manifestado plenamente.

A ésto agrega las perspectivas más favorables de la economía norteamericana, pese a la desaceleración sufrida, los efectos de la decisión que adoptará la Reserva Federal en la próxima reunión del 15 de mayo y la lectura que sobre ella haga el mercado de su efecto sobre las tasas locales. También, señala, hay que considerar la incertidumbre que genera la situación por la que atraviesa Argentina y sus posibles efectos sobre nuestra economía.

Por las razones expuestas, la señora Ovalle piensa que la mantención de la tasa es la mejor alternativa que se tiene en este momento.

El Vicepresidente señor Marshall está de acuerdo con la posición de mantener la tasa, sin embargo, desea hacer dos comentarios. Manifiesta estar un poco más escéptico respecto a las señales de reactivación. Le entusiasma el optimismo que hay en algunas cifras, pero cree que son informaciones incipientes que se han ido observando en varios momentos del pasado reciente, en el último año y algo más, y que no han tenido la fortaleza de poder marcar un cambio de tendencia de la demanda interna. Estima que serán las cifras próximas las que van a dar la confirmación de si este cambio incipiente va a tener la fortaleza que aparentemente tienen algunos datos y por eso le da mucha importancia a las cifras próximas. Piensa que siendo un poco más escéptico respecto de la fortaleza, van a ser los datos que se recojan los que nos van a indicar si, efectivamente, se está en la línea marcada por las proyecciones del Banco o se está por debajo y qué acción de política se debiera tomar en definitiva.

En segundo lugar, manifiesta que no logra interpretar los movimientos de tasas largas como movimientos que hayan respondido a los movimientos de tasas del Banco. Efectivamente, dice, las tasas largas se han movido tanto al alza como a la baja, pero tiene cierta incertidumbre, también, sobre qué es lo que espera el mercado. El mercado hoy día espera más bien la mantención, pero está atento porque no cree que en otras condiciones internacionales, ni confirmándose una actividad más lenta, la mantención vaya a prevalecer. Piensa que en las recomendaciones que ha planteado el Gerente de la División de Estudios es muy importante lo que señala respecto de las oportunidades. Espera que los indicadores incipientes sean robustos y la economía se recupere, pero también hay que estar atentos a si los indicadores se tienden a diluir y hay que dar algún tipo de respuesta.

Compartiendo que, por las mismas razones por las cuales se debatieron los criterios de inflexibilidad, los efectos de las tasas son muy modestos, sin embargo, indica, el argumento de que los efectos de las bajas de tasa son modestos no debe ser un motivo para evitarlo. Lo que se está evitando es dar señales de precios acorde a las condiciones de la economía. Los efectos van a ser modestos porque existe incertidumbre, inflexibilidad, etc., pero en resumen, adhiere firmemente a la idea de mantener la tasa en los niveles de hoy día por las razones que el señor Morandé ha resumido en las opciones.

El señor Presidente manifiesta que, siguiendo la proyección, para cuando tenga efecto cualquier movimiento de tasa que se haga ahora, la economía estará creciendo a un ritmo del orden del 5%. Señala que hay que mirar eso con prudencia, porque se han cometido errores en el pasado respecto de las proyecciones, a pesar de que todavía existen ciertas holguras en materia de márgenes. Por lo anterior, probablemente de acuerdo con las propias proyecciones, no ve ninguna justificación hoy día para hacer una baja en la tasa.

Por otra parte, se refiere a la gran incertidumbre que existe en Argentina y que es una incertidumbre que no termina de resolverse, por el contrario, parece complicarse. Los mercados no parecen reconocer, por ahora, los programas que se han implementado para resolver la situación y eso hace que la proyección sea cada vez más compleja. Frente a un riesgo como ése, que, afortunadamente, no se ha manifestado por ahora en cambios en nuestro premio soberano, cree que la prudencia indica más bien mirar con cuidado los temas de tasas de interés y no moverse ahora en la dirección de disminuir.

En tercer lugar, señala que las eventuales bajas de las tasas de interés en el mundo parecen estar ya descontadas. Por lo que se veía en la exposición de análisis de coyuntura en la mañana, una eventual baja de tasas, incluso de 50 puntos base por parte de la Reserva Federal, parece ya estar descontada por el mercado, de modo que si eso es así, ya los efectos están presentes en el mercado chileno, en particular, lo que se refiere al tipo de cambio, a precios de bolsa, etc. Esos efectos, dice, ya deberían estar presentes en el mercado, de modo que aún en esas circunstancias no parecen abrirse márgenes adicionales de holgura por movimientos hacia la baja de la tasa de interés. Todo este conjunto de elementos, además de coincidir con la argumentación de sus colegas, le hace pensar que no es el momento de hacer una baja de tasa, pero sí, que conviene tener puesta la atención en eventuales movimientos de tasa de interés en el exterior y si sus eventuales efectos sobre la economía chilena, pueden abrir márgenes de holgura para nuestras decisiones. También vota por la mantención de tasa.

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

18-01-010510 – Tasa de Instancia Monetaria.

El Consejo, por la unanimidad de sus miembros, acuerda mantener la tasa de interés de política monetaria en UF más 3,75%.

Los tramos de la línea de crédito de liquidez también permanecen inalterados.

IV. Comunicado

El señor Presidente propone el siguiente texto para el Comunicado:

" En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central, después de analizar la evolución reciente de la economía y sus perspectivas para los próximos veinticuatro meses, resolvió mantener la tasa de interés de política en UF más 3,75%. Los tramos de la línea de crédito de liquidez también permanecen inalterados.

Las presiones inflacionarias de mediano plazo siguen contenidas. A pesar de fluctuaciones en el corto plazo, se prevé que la inflación se mantendrá ajustada al centro del rango meta (3% anual) en el horizonte habitual, bajo el supuesto de que se mantiene la actual tasa de interés de política monetaria. Esto es resultado de una trayectoria de la demanda interna más moderada que la prevista, pero coherente con un crecimiento más dinámico de la actividad económica a partir del segundo semestre.

La consideración de los riesgos envueltos, tanto externos como internos, requieren que el Banco Central continúe usando la política monetaria con la flexibilidad necesaria para enfrentar las desviaciones que se proyecten en la trayectoria de la inflación respecto de la meta establecida."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado.

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

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de noviembre de 2001, para el día 8 de ese mes.

JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente

CARLOS MASSAD ABUD
Presidente

JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero

MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera

JORGE CARRASCO VASQUEZ
Ministro de Fe (S)

NICOLAS EYZAGUIRRE GUZMAN
Ministro de Hacienda

BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 20
DE POLITICA MONETARIA
celebrada el 12 de junio de 2001

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

Asisten también los señores:

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

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

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

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

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

III. Exposición.

El Gerente de División de Estudios, don Felipe Morandé, señala que las presiones inflacionarias permanecen contenidas y no se aprecia un riesgo inminente de cambio en esta situación. Se ha reducido la posibilidad de un ajuste mayor en el crecimiento de Estados Unidos (EE.UU.) y a pesar que ha continuado la turbulencia en la región, el canje de deuda argentina permite prever una relativa estabilidad por algún tiempo que sólo podría verse afectada por problemas en Brasil. Hay señales positivas en

la evolución del dinero, del crédito, de las ventas inmobiliarias y levemente en el caso del empleo en la industria. Sin embargo, es necesario mencionar que la evolución negativa de las importaciones y del consumo aún obliga a observar con cautela el proceso de recuperación del crecimiento.

I. Evolución Reciente de los Precios

Persiste el escenario de presiones inflacionarias contenidas que se ha venido observando desde hace varios meses. En mayo la inflación anual mostró un leve incremento (3,7% en doce meses), siendo éste un fenómeno esperado y directamente relacionado con los aumentos del precio de los combustibles. Además, se sumaron mayores tarifas de los servicios regulados (microbuses y electricidad) y aumentos estacionales de los productos perecibles. Este incremento en la inflación total es de carácter transitorio toda vez que se anticipa una reversión parcial de los precios de los combustibles. La inflación de tendencia, por su parte, se mantiene estable, según se desprende del IPCX, el que muestra un crecimiento en doce meses de 2,6% en mayo.

II. Escenario internacional

Desde el cierre del Informe de Política Monetaria de mayo, ha disminuido parcialmente el temor que el dinamismo de la economía de Estados Unidos continúe reduciéndose, lo que se ha traducido en un ajuste al alza en las proyecciones de crecimiento de ese país. En el caso de América Latina ha habido generalizados ajustes a la baja en las proyecciones de crecimiento de las tres economías más importantes (Argentina, Brasil y México). Con todo, la proyección de crecimiento mundial, de acuerdo a la información de Consensus Forecast de mayo, es marginalmente inferior (0,1%) a lo que se tenía en la última reunión de política monetaria, pero las perspectivas de mediano plazo parecen algo menos volátiles a raíz de los mejores resultados de la economía norteamericana esperados para el año 2002.

El precio de los productos básicos ha evolucionado en forma consistente con el anterior escenario de crecimiento. En la medida que la demanda mundial se ha estabilizado, se ha detenido el proceso de incremento en los inventarios de cobre iniciado a partir de marzo. Por esta razón, las proyecciones se mantienen en US$ 80 ctvs/lb para el presente año y US$ 90 ctvs/lb para 2002. De otra parte, el precio del petróleo ha mostrado una tendencia al alza en los últimos días debido a un leve retroceso en los inventarios. Así, el promedio de los últimos 30 días para el precio futuro del petróleo se sitúa por encima de lo proyectado en el Informe de Política Monetaria.

Las perspectivas para las tasas de interés de política se han movido en línea con la evolución esperada de la actividad mundial. En la actualidad los mercados anticipan, en promedio, un último recorte de 25 puntos base en la tasa de interés de Estados Unidos. Respecto al Euro, el Banco Central Europeo se ha resistido a rebajar la tasa de interés, pero los mercados esperan que éstas sean reducidas hacia el último trimestre del año entre 25 y 50 puntos base. En términos de spreads soberanos, a pesar de las turbulencias en Argentina, Chile mantiene su posición respecto del mes anterior. En efecto, el spread soberano en mayo fue en promedio de 169 puntos base, que es levemente inferior al del mes anterior.

III. Mercados financieros

Los agregados monetarios más líquidos -circulante y M1A- han consolidado su tendencia de crecimiento en términos de niveles reales desestacionalizados, ajustados por la evolución de la tasa de interés nominal, que se viene apreciando desde marzo pasado. Esta medición se relaciona directamente con la demanda de dinero por motivo de transacciones y constituye un indicador anticipado de la actividad económica. Su comportamiento dinámico

de los últimos meses, así como la aceleración del crecimiento de las colocaciones y las bajas tasas de interés (en relación con parámetros históricos), permiten prever un incremento en el dinamismo de la actividad económica durante el segundo semestre.

Las colocaciones totales de crédito en mayo mostraron un fuerte incremento, destacándose en este período el importante aumento de las colocaciones efectivas en moneda nacional. Lo anterior era esperado dados los niveles más bajos que hay actualmente en las tasas de interés para este tipo de operaciones. En términos desagregados, el crédito al sector privado mostró una importante recuperación en abril, en especial el destinado a empresas. Se estima que esta situación se mantuvo en mayo como consecuencia de una mayor reprogramación de las deudas de las pequeñas y medianas empresas.

En términos de las expectativas sobre la evolución de las tasas de interés, la principal novedad desde la última reunión de política monetaria es que existe claridad que el mercado no espera reducciones adicionales de la tasa de interés de política monetaria. La tasa del PRBC a 90 días se ubica actualmente en niveles muy cercanos al de la tasa de política monetaria y las tasas de interés de más largo plazo se han situado en torno a 5,15% en el caso del PRC 8 y 5,7% para los PRC 20. De esta estructura de tasas de interés se puede deducir (curva Forward) que hay expectativas de aumentos de la tasa de política monetaria entre 25 y 50 puntos base hacia fines de año. Las tasas de interés de largo plazo han mostrado en lo más reciente un comportamiento algo volátil, influido por vaivenes en las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos de América y los cambios observados recientemente en la composición del portafolio de los agentes hacia dólares, bonos y acciones. En efecto, parte de estos cambios en el portafolio obedece a la incertidumbre respecto de Brasil y Argentina. Sin embargo, también ha afectado la importante colocación de bonos privados en el mercado local y la futura reforma al mercado de capitales, la que ha traído perspectivas algo más optimistas sobre la evolución futura de la economía.

Por su parte, el tipo de cambio también ha mostrado una mayor volatilidad durante las últimas semanas, con tendencia a la depreciación. Esto no sólo se ha manifestado en el tipo de cambio spot, sino que ha desplazado hacia arriba todos los precios a futuro. Es indudable que la coyuntura reciente en Argentina ha jugado un rol en estos movimientos en el mercado cambiario, así como también, tal como ya se mencionó, ha elevado marginalmente las tasas de interés de largo plazo. Después del megacanje de la deuda externa argentina, calificado como "exitoso" por la mayoría de los analistas, la volatilidad del mercado cambiario debiera aminorarse y aflojar la presión sobre el peso. Sin embargo, las crecientes dudas sobre algunos aspectos relevantes de la economía brasileña pueden impedir en el corto plazo una tendencia más clara de apreciación del peso.

No obstante la aparente debilidad de nuestra moneda en los meses recientes, el tipo de cambio real ha acumulado una leve depreciación, del orden de 0,4% entre marzo y abril, y de sólo un 1,8% en lo que va corrido de este año. En ello ha incidido la renovada fortaleza del dólar frente al euro y la mayoría de las monedas del mundo.

La trayectoria de depreciación implícita que se deduce de los futuros de monedas es de 3,4% respecto del dólar y de 1,7% para el TCM5 en el horizonte de un año. Esto contrasta con un diferencial de tasas de interés reales de largo plazo cercano a cero, el cual es coherente con un tipo de cambio real relativamente estable o apreciándose. Además, una aceleración de la actividad doméstica y una atenuación de las turbulencias en los mercados financieros internacionales tampoco es consistente con una tendencia de depreciación aún mayor del tipo de cambio real. En síntesis, no existen razones poderosas para alterar el supuesto de trabajo efectuado en el IPOM de mayo, en cuanto a que el tipo de cambio real se mantendrá estable en el horizonte de los siguientes 24 meses.

IV. Actividad y empleo

En el primer trimestre, las cifras de actividad muestran un crecimiento de 3,3% para el PIB y 3,9% para la demanda interna. Durante el mes de abril, las ventas y la producción industriales mostraron crecimientos positivos después de dos meses de caídas. Este repunte está relacionado principalmente con el rubro de alimentación y en menor medida con la evolución de los bienes de consumo intermedio. No obstante, las estimaciones preliminares del Imacec de abril y mayo revelan un crecimiento por debajo del observado en el primer trimestre, en gran medida como consecuencia de una fuerte reducción del gasto global (posiblemente resultado de ajustes de inventarios) en esos meses.

Por otro lado, la formación bruta de capital mostró un grado de dinamismo durante el primer trimestre, impulsada positivamente por las obras de ingeniería. Dado que éstas son más intensivas en mano de obra que otros tipos de construcción, se espera un aumento del empleo en dicho sector, a pesar que éste disminuyó en el margen en abril.

El empleo de los sectores industrial y comercial tuvo una evolución positiva durante abril, mostrando un aumento en la ocupación de 20 mil personas. Esto permite atenuar el escenario negativo de la evolución del empleo, debido a que estos sectores concentran un alto porcentaje del total de la ocupación. Pese a ello, la tasa de desempleo aumentó a 9,1%, en gran medida por efecto de la estacionalidad propia de esta época del año.

Los salarios reales siguen creciendo a tasas relativamente altas (1,7% real en doce meses), de manera que se mantienen como un factor que inhibe el proceso de recuperación del empleo. No obstante, en el margen se observan signos de desaceleración en esta variable. Así, los índices de remuneraciones reales totales y del sector privado registraron caídas de 0,2% y 0,4%, respectivamente, con respecto al trimestre móvil anterior. Además los costos laborales unitarios presentan una ligera reducción en términos anuales.

En lo relacionado con el comercio exterior, durante abril las exportaciones han crecido fuertemente, tanto las industriales como las mineras. Por el contrario, las importaciones han evolucionado muy por debajo de lo esperado, mostrando crecimientos anuales negativos especialmente en el caso de las importaciones de bienes de consumo (-13%) y de bienes intermedios (-5,7%). En parte, esto se debe al efecto sustitución hacia productos nacionales que genera el tipo de cambio más alto. No obstante, también éste puede ser el resultado de que el consumo en general ha continuado plano y, como consecuencia, se han producido fuertes ajustes de inventarios.

El gasto público con impacto macroeconómico se expandió un 5,0% el primer trimestre del 2001, lo cual es consistente con el presupuesto para el año. Sin embargo, los ingresos tributarios crecieron sólo moderadamente (2,5%), dada una evolución de la actividad menor que la esperada por el gobierno. Lo anterior implica una proyección del déficit global contable para este año superior a la prevista, estimada en 0,5% del PIB. Sin embargo, este déficit podría ser levemente mayor si consideramos que el cálculo del gobierno supone un crecimiento de 4,5% para el año, cifra que parece optimista. Con todo, el comportamiento de las finanzas públicas revela un impulso fiscal expansivo tanto como resultado de un incremento del gasto por encima del crecimiento de la economía, como por una recaudación tributaria menor.

V. Perspectivas

Se prevé que la inflación total se mantendrá en cifras similares a las de mayo durante lo que resta del segundo trimestre y comienzos del tercero, pero que se reducirá en el último cuarto del año. En esta trayectoria de la inflación confluyen diversos factores. En primer lugar, las holguras de la economía. En segundo lugar, durante el cuarto trimestre de este año se debiera producir una caída de la inflación anual como consecuencia de la elevada base de comparación en el mismo período del 2000, asociada a los incrementos en los

precios de los combustibles de entonces y que no debieran repetirse a fines del presente año. Esto se ve compensado, en parte, por el traspaso de la depreciación reciente a la inflación y por la descompresión paulatina de los márgenes de comercialización que se espera con la reactivación de la demanda.

La depreciación del peso sólo ha tenido efectos indirectos sobre la inflación ligados a los mecanismos de reajuste de los servicios regulados. En cuanto a los márgenes del comercio, éstos continuaron mostrando un estancamiento en mayo, comportamiento que se observa desde mediados del primer trimestre. Por ahora, los precios de los bienes durables permanecen en los niveles que se observaron hace un año. Por otra parte, el crecimiento de los salarios reales no ha producido presiones inflacionarias debido a que el incremento de la productividad ha moderado los costos laborales unitarios (caen en 0,7% anual). Una reversión en cualquiera de estos dos factores, algo no improbable, significará un aumento en las presiones sobre la inflación hacia fines de este año y comienzos del próximo.

Las perspectivas de una aceleración del crecimiento de la actividad económica, por su parte, se sustentan en lo que anticipan el comportamiento dinámico del dinero y las colocaciones, sumado a las bajas tasas de interés, un peso depreciado, el repunte observado en el empleo de la industria y el comercio y la mantención de indicadores relativamente dinámicos en la construcción y la inversión. No obstante, la realidad en el corto plazo muestra un consumo estancado, importaciones cayendo y una tasa de desempleo al alza. Está entonces por verse si el mejoramiento en las expectativas de los agentes que se ha podido apreciar en las últimas semanas se sostiene en el tiempo y acompaña a los indicadores positivos mencionados.

El Presidente ofrece la palabra a los asistentes.

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

En primer lugar, señala que el tipo de cambio nominal está más depreciado de lo que las proyecciones del Informe de mayo planteaban y, aunque el traspaso a inflación de dicha depreciación aún no se materializa (debido a la actividad económica aún relativamente deprimida), ello plantea una presión inflacionaria de mediano plazo.

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

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

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

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

El Gerente de División de Política Financiera, don Luis Oscar Herrera, opina que en el informe se menciona brevemente que hay una diferencia bastante significativa entre lo que es la depreciación del tipo de cambio del dólar versus el de un conjunto en monedas. Si se hace la comparación a un año plazo, indica que se obtiene una depreciación del peso respecto del dólar del orden de 15%, pero respecto de las monedas principales es del orden de 7% y presume que dadas las depreciaciones que ha habido en Brasil y en las economías asiáticas, también la depreciación del peso va a ser aún inferior, por lo tanto, las consecuencias inflacionarias son distintas porque se va a obtener una menor inflación externa proveniente de las importaciones de los socios comerciales.

El Gerente de la División Internacional, complementando lo que ha dicho el señor Herrera, indica que el precio del dólar en el mercado internacional se ha apreciado en forma importante desde hace un mes a la fecha. Por ejemplo, si se compara con respecto al euro, durante el último mes hubo una apreciación del dólar del orden del 4%, cifra bastante significativa que también se reproduce en el caso de la libra esterlina y de otros mercados, incluyendo el caso chileno. Esto hace que la apreciación del dólar modere el efecto de la depreciación del peso como una fuente de presión inflacionaria.

Otro punto que destaca es que, por el lado del precio del petróleo, efectivamente los antecedentes recientes apuntan a un precio un poco mayor para este año que lo que se proyectó en el último IPOM, lo cual tiene algunos efectos de presiones inflacionarias. Sin embargo, cree que también vale la pena hacer notar que, por otro lado, las encuestas están apuntando hacia proyecciones de inflación un poco más bajas que lo que había un tiempo atrás. Por lo tanto, concluye que no se debe proyectar una inflación más alta, para lo que queda de este año y el próximo.

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

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

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

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

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

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

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

El señor Schmidt-Hebbel manifiesta que hasta ahora, no ha visto ninguna evidencia clara que demuestre que el tipo de cambio multilateral sea un mejor indicador de la competitividad del país o más relevante para el traspaso de precios externos a precios domésticos que el tipo de cambio bilateral. El problema del tipo de cambio multilateral es que supone que hay un traspaso pleno de shocks de los tipos de cambio bilaterales (del tipo de cambio entre el won koreano y el dólar de Estados Unidos) al tipo de cambio multilateral chileno, ponderados por la participación de la moneda correspondiente (el won) en la canasta del tipo de cambio multilateral chileno. Por ejemplo, si Corea devalúa en un 100% respecto del dólar de Estados Unidos y del peso chileno, el tipo de cambio multilateral chileno se apreciaría por el producto de 50% y la participación del won en la canasta del multilateral. Esto, sin embargo, no parece ser consistente con el comportamiento de los precios domésticos de los productos importados de Corea, debido a dos razones. Primero, los precios internacionales de los productos exportados se fijan en dólares de acuerdo con las condiciones competitivas en el respectivo mercado mundial y, segundo, los precios locales (en Chile o en cualquier otro mercado local) de dichos productos se fijan de acuerdo con las condiciones del mercado local. Este comportamiento de precios ("pricing to local markets") parece ser particularmente importante en el caso de los bienes importados manufacturados, cuyos márgenes de intermediación en los mercados locales han demostrado variar significativamente con el ciclo local. Por lo tanto, el tipo de cambio multilateral no parece ser un buen indicador de precios locales de productos importados.

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

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

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

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

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

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

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

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

El señor Morandé hace presente que la evidencia que se pudo reunir hoy día, es resultado de la que se ha estado usando hasta ahora en los modelos de proyección, que es la evidencia histórica que se traduce en el modelo MEP y ella señala que la depreciación real del peso es expansiva, es decir, genera cambios de los precios relativos, implicando un estímulo sobre la actividad económica que finalmente termina incrementando el PIB. Indica que sobre esa base se construyó, por ejemplo, el índice de condiciones monetarias que señala que cada vez que se deprecia el peso hay una condición más expansiva en el mix de política y eso, se basa sobre la evidencia empírica desde el año 1986 hasta ahora, sobre la base de estimaciones econométricas.

Los ejercicios que se estuvieron haciendo hoy día respecto de esta pregunta, puede que den alguna luz algo diferente. Explica que en un ejercicio de correlación de la depreciación en 12 meses y el crecimiento en 12 meses del Imacec, se genera una especie de curva J como la que está prevista en algunos artículos, es decir, hay un período de unos 11 meses en que la depreciación puede tener un efecto contractivo sobre el Imacec a través de canales que van por el lado de la demanda agregada, para luego a partir del mes 11 tener un efecto expansivo en los 20 meses siguientes en este ejercicio simple de correlación. También la otra información es una que relaciona la depreciación a 12 meses con la balanza comercial y acá nuevamente hay un efecto positivo en el corto plazo y un efecto negativo en el plazo mayor. Hay que tener en cuenta que la balanza comercial es medida en dólares, de modo que puede haber simplemente un efecto de valoración.

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

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

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

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

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

El señor Schmidt-Hebbel señala que por el lado de la demanda, se pueden distinguir entre los efectos sustitución (intra e intertemporales) y los efectos ingreso y riqueza de una devaluación real. En el caso de Chile, dice que el efecto riqueza es negativo porque somos deudores netos, con pasivos internacionales del orden de 50% del PIB. Por el lado de la oferta es importante considerar la velocidad de reasignación de los recursos productivos del sector de bienes no transables hacia el sector transable, en combinación con la velocidad de maduración de los proyectos de inversión en los sectores transables. Esta velocidad es mucho menor, por ejemplo, en la economía chilena que, por el contrario, en las economías de Asia Oriental que producen bienes industriales. La maduración de nuestras inversiones en el sector de bienes transables es muy lenta, nuestros proyectos forestales maduran en 15 años y los proyectos mineros entre seis y ocho años, con lo cual la respuesta productiva a una devaluación real permanente es inicialmente negativa (por la contracción de los sectores no transables), siendo positiva recién en el mediano o largo plazo. Si a ello se agrega el efecto riqueza negativo sobre la demanda, se profundiza el efecto contractivo de corto plazo representado por una curva "J". Recogiendo el punto del señor Jadresic, manifiesta que cuando se establece una relación entre dos variables que son endógenas, como son el tipo de cambio real y el producto, debe considerarse cuál es el shock que llevó a la devaluación real inicial. Sólo cuando se identifican los factores exógenos en un modelo estructural, se pueden derivar los efectos cambiarios y reales de los shocks exógenos sobre las variables endógenas en forma correcta.

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

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

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

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

Al respecto, el señor Morandé señala lo siguiente:

El cuadro macro que presenta el Informe mensual revela un fuerte contraste entre los indicadores de gasto y actividad más recientes, en su mayoría poco alentadores, y los indicadores monetarios y financieros, que anticipan un creciente dinamismo de la economía interna a partir del segundo semestre. En otras palabras, los hechos centrales muestran a una economía creciendo a un ritmo en torno a 3% el primer semestre (por debajo de lo previsto en el IPOM de mayo), una inflación que mantiene una trayectoria controlada, un desempleo al alza y unas importaciones débiles. Pero, al mismo tiempo, el dinero sostiene un crecimiento a tasas anuales de dos dígitos, las colocaciones se aceleran desde marzo, el peso no repunta y las tasas de interés se mantienen en rangos como los observados después de la última rebaja de la tasa de política monetaria en abril.

La relación entre ambos grupos de indicadores exhibe, en el margen, y desafortunadamente, un cierto grado de inestabilidad. En efecto, los modelos de indicadores líderes basados en variables financieras, prevén que el gasto y la actividad económica debieran mostrar desde mayo una tendencia creciente, para acelerarse por sobre el 5% el segundo semestre. No obstante, la información del sector real más bien señala un estancamiento del crecimiento en el segundo trimestre, muy influido por la caída en las importaciones. Hay que recordar que estos modelos anticiparon correctamente la desaceleración del gasto ocurrida entre mediados del año pasado y marzo-abril de este año.

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

Las expectativas de mercado, según lo revelan los resultados preliminares de la encuesta de junio, contemplan más que nada un cambio significativo en el crecimiento esperado para este año, que pasa de 4,2% el mes pasado a un 3,8% este mes, manteniéndose un relativamente alto grado de dispersión. Las expectativas respecto de las restantes variables permanecen en cifras muy similares a las de la encuesta pasada, destacándose en este sentido la inflación (que se corrige apenas una décima a la baja este año), la tasa de política monetaria (cuyo valor esperado se sostiene en el actual 3,75% a fines de este año y en 4,5% a fines de 2002), las tasas largas (5,2 y 5,5%, respectivamente) y el tipo de cambio ($610 y $625, respectivamente).

En este contexto, las opciones de política monetaria son ***mantener*** o ***relajar***. La opción de aumentar la tasa de política monetaria, aunque podría sustentarse en los indicadores financieros y crediticios y en el hecho básico que la política monetaria debe anticiparse al ciclo, parece todavía prematura hasta que un conjunto más amplio de indicadores de gasto y actividad muestren una tendencia ascendente y validen las proyecciones que hoy se derivan del dinamismo de los agregados monetarios y financieros. La opción de relajar podría justificarse sobre la base de que se mantiene la perspectiva de presiones de inflación acotadas ante la holgura que representaría un escenario de crecimiento más sombrío al del escenario base indicado en el IPOM pasado, con prolongado desempleo y un consumo estancado. Sin embargo, si se escoge esta opción y se confirma el entorno de mayor crecimiento que anticipan los indicadores monetarios y financieros a corto andar, el riesgo de un aumento de la inflación

dentro del horizonte de doce a veinticuatro meses forzaría prontamente a una reversión de esta rebaja. En este caso, la opción de rebajar ahora sólo podría justificarse por su efecto en la actividad económica a través del canal del crédito. En cambio, si en las próximas semanas se modifica sustancialmente el dinamismo de los agregados monetarios y crediticios, una rebaja se justificaría más plenamente y tal vez más allá de veinticinco puntos base.

Finalmente, la opción de mantener es la opción de la cautela frente al contraste de evidencias al que se aludió más arriba. Es la opción de "esperar y ver" para que dicho contraste se dilucide. Esta opción, además, no supondría un efecto depreciatorio adicional sobre el peso, un elemento que puede considerarse relevante para proyectar la evolución de la inflación dentro del horizonte de mediano plazo. Si esta fuera la opción escogida, y si aún se teme que el escenario de menor crecimiento impactará negativamente la tendencia de la inflación, entonces una consideración estratégica posible es acompañar esta decisión con un mensaje que señale que el Banco mantendrá su tasa en el actual nivel por un período relativamente prolongado (por ejemplo, aludiendo a la expectativa que el mercado tiene al respecto), y que no reaccionará demasiado prontamente subiendo la TPM frente a los primeros indicadores de recuperación del crecimiento del gasto que pudieran manifestarse en los meses que vienen.

Simulación de una tasa de política monetaria nominal (TPMN)

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

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

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

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

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

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

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

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

La Consejera señora Ovalle cree que la decisión entre las opciones planteadas por la División de Estudios es especialmente difícil en esta ocasión porque los elementos de juicio que se disponen están en direcciones opuestas: los indicadores financieros y monetarios indican un creciente dinamismo, pero los indicadores del gasto y actividad van en sentido contrario. Es cierto, dice, que una baja de la tasa de política monetaria podría justificarse sobre la base que las presiones de inflación están acotadas en este momento ante la holgura de un menor crecimiento que el determinado en el escenario base del IPOM de mayo, con un prolongado desempleo y un consumo estancado. Sin embargo, estima necesario considerar, sin perjuicio de lo anterior, que hay perspectivas de aceleración del crecimiento de la actividad económica, sustentada a la fecha, por el crecimiento del dinero de 15% y el aumento de las colocaciones de 7% a 8%, sumado a las bajas de interés, un peso depreciado, el repunte

observado en el empleo de la industria y el comercio y la mantención de indicadores relativamente dinámicos en la construcción y la inversión.

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

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

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

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

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

En tercer lugar, están los riesgos de demanda. El señor Marshall dice discrepar radicalmente de quienes han dicho que se enfrenta un riesgo de demanda. Señala que las tasas son irrelevantes y lo importante del flujo de la demanda es el nivel y no se enfrentan riesgos inflacionarios dados por la demanda. Agrega que la cifra de crecimiento del segundo semestre y la del próximo año del mercado, no está corrigiendo el menor crecimiento del primer semestre, o sea, lo que el mercado está indicando es que el nivel de la demanda será menor

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

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

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

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

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

20-01-010612 – Tasa de Instancia Monetaria.

El Consejo acuerda reducir la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, desde UF más 3,75% a UF más 3,5%. Este acuerdo se adopta con el voto en contra de la Consejera señora Ovalle, quien estima que debe mantenerse la tasa existente.

En consideración al Acuerdo precedente, los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustan en 25 puntos base.

IV. Comunicado.

El Presidente propone el siguiente texto para el comunicado:

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

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

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

El Consejo aprueba el texto del Comunicado.

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

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

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

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

Se levanta la Sesión a las 18,25 horas.

JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente

CARLOS MASSAD ABUD
Presidente

MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe

MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera

BANCO CENTRAL DE CHILE

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

En Santiago de Chile, a 12 de julio de 2001, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Carlos Massad Abud, con la asistencia del Vicepresidente don Jorge Marshall Rivera y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina, señor Jorge Desormeaux Jiménez y señor José De Gregorio Rebeco.

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

Asisten también los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Angel Nacrur Gazali;
Gerente de División Estudios, don Felipe Morandé Lavín;
Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga;
Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de Análisis y Operaciones Internacionales, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete;
Secretaria Ejecutiva Gabinete de la Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo;
Jefe de Prosecretaría, doña Cecilia Navarro García.

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

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

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

II. Resolución sobre Minutas de las Actas correspondientes a las Sesiones N°s 18 y 19, celebradas el 10 y 11 de mayo de 2001, respectivamente.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo las Minutas de las Actas de las Sesiones N°s 18 y 19, celebradas el 10 y 11 de mayo de 2001, respectivamente, las que se aprueban sin observaciones.

BANCO CENTRAL DE CHILE

III. Exposición.

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

I. Evolución reciente de los precios

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

II. Entorno internacional

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

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

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

III. Mercados financieros

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

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

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

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

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

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

IV. Actividad y empleo

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

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

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

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

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

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

V. Perspectivas

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

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

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

El Presidente ofrece la palabra a los asistentes.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Al respecto, el señor Morandé señala lo siguiente:

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

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

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

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

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

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

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

Simulación de una tasa de política monetaria nominal (TPMN)

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

El Presidente ofrece la palabra a los asistentes.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

21-01-010712 – Tasa de Instancia Monetaria.

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

IV. Comunicado

El Presidente propone el siguiente texto para el comunicado:

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

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

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

El Consejo aprueba el texto del comunicado.

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

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

BANCO CENTRAL DE CHILE

Se levanta la Sesión a las 18,50 horas.

JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente

CARLOS MASSAD ABUD
Presidente

JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero

MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera

JOSE DE GREGORIO REBECO
Consejero

NICOLAS EYZAGUIRRE GUZMAN
Ministro de Hacienda

MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe

BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 22
DE POLITICA MONETARIA
celebrada el 9 de agosto de 2001

En Santiago de Chile, a 9 de agosto de 2001, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Carlos Massad Abud, con la asistencia del Vicepresidente don Jorge Marshall Rivera y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina y señor José De Gregorio Rebeco.

Asiste la Subsecretaria de Hacienda, señora María Eugenia Wagner Brizzi.

Asisten también los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Jorge Carrasco Vásquez;
Gerente de División Estudios, don Felipe Morandé Lavín;
Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga;
Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;
Gerente de Análisis y Operaciones Internacionales, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete;
Secretaria Ejecutiva Gabinete de la Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo;
Jefe de Prosecretaría, doña Cecilia Navarro García.

I. Resolución sobre Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 21, celebrada el 12 de julio de 2001.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo el Proyecto de Acta de la Sesión N° 21, celebrada el 12 de julio de 2001, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

II. Resolución sobre Minuta del Acta correspondiente a la Sesión N° 20, celebrada el 12 de junio de 2001.

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

BANCO CENTRAL DE CHILE

III. Exposición.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, señala que las presiones inflacionarias se mantienen contenidas y se espera que esta situación no cambie en el corto plazo, a pesar de la significativa depreciación ocasionada por las turbulencias en la región. La situación en algunos países de la región podría deteriorarse aún más y generar presiones adicionales sobre el tipo de cambio. Hay señales positivas en la evolución del dinero, del crédito, las ventas inmobiliarias y en la evolución tanto de las ventas como de la producción industrial. Sin embargo, es necesario mencionar que el comportamiento reciente de las importaciones y del consumo, así como el riesgo de que el impacto de la desaceleración de Estados Unidos sobre el crecimiento mundial sea más pronunciado, aún obligan a observar con cautela el proceso de recuperación del crecimiento.

I. Evolución Reciente de los Precios

En julio, la inflación en doce meses, según el IPC total, descendió una vez más, esta vez a 3,2%. A la habitual baja inflación de julio, resultado de la estacionalidad de precios del vestuario, se sumó el menor precio de los combustibles, determinando una inflación negativa en el mes (-0,2%). Para agosto se anticipa una reversión en la inflación en doce meses como resultado del mayor precio promedio de los combustibles y el efecto de la depreciación en servicios regulados como la telefonía. Todo ello incidirá en un incremento del IPC de alrededor de 0,3% para el mes. En septiembre, la inflación anual comenzará a descender por el cambio a una mayor base de comparación, debido a los aumentos que tuvieron el precio de los combustibles y la tarifa de los buses en el último cuatrimestre del año pasado. Para fines del tercer trimestre, el IPC se ubicará en 3,0%, y en diciembre alrededor de 2,8%. Este escenario, en todo caso, está sujeto al efecto de la depreciación del peso. En lo inmediato, el efecto de un mayor precio del dólar se observará en los precios de los servicios regulados y los combustibles. Se estima que si el tipo de cambio promedio fuera de $690 por dólar en diciembre, la inflación anual del IPC se situaría en torno a 3,0% al final del año. Respecto del IPCX, éste se mantendrá en niveles del orden de 3,0% por lo que resta del año, aunque en el escenario de tipo de cambio de $690 por dólar se ubicaría en 3,1% para diciembre.

II. Escenario internacional

En los últimos meses el entorno internacional se ha deteriorado marcadamente. A pesar de que la desaceleración del crecimiento en los Estados Unidos ha transcurrido dentro de lo esperado, su impacto sobre el resto de la economía mundial ha sido mayor. En la zona euro, y también particularmente en Japón, se aprecia una fuerte corrección a la baja en las perspectivas de crecimiento para este año y el próximo, reduciéndose el crecimiento promedio esperado de los socios comerciales de Chile en torno a medio punto porcentual respecto del Informe de Política Monetaria de mayo. Esto ha incidido de manera significativa en el precio de las principales exportaciones de Chile, por lo que la caída de los términos del intercambio será mayor y más persistente de lo que se anticipaba en mayo, ubicándose en alrededor de 5% para este año, con una recuperación leve durante 2002 y 2003.

En forma adicional, el impulso expansivo sobre la economía mundial de la reducción de tasas de interés en el mundo desarrollado se ha visto contrarrestado por el empeoramiento en la situación financiera en algunas economías emergentes. El escenario de mayores turbulencias regionales, anticipado como factor de riesgo en el Informe de Política Monetaria de mayo, se ha ido materializando, por lo que ahora forma parte de los supuestos del escenario central. Tanto Turquía como Argentina han sufrido embates por la incertidumbre respecto de su situación y Brasil ha visto tanto su moneda depreciarse como su riesgo soberano incrementarse. La economía chilena no ha estado completamente ajena a esta situación, aunque el grueso del

efecto se ha concentrado en la notoria depreciación del peso y mucho menos en las tasas de interés locales o el premio soberano.

En una economía pequeña y abierta como la chilena, los precios relativos y las decisiones de gasto de los agentes por necesidad deben reflejar las fluctuaciones del entorno internacional. La depreciación real del tipo de cambio obedece en parte a un deterioro de ese entorno. En efecto, las turbulencias en los mercados financieros internacionales han aumentado la incertidumbre, provocando un comportamiento más cauteloso de los agentes, tanto locales como externos. El valor de los activos denominados en pesos se ha reducido, debido a la menor demanda por activos de economías emergentes. La caída en los términos del intercambio, aunque parcialmente mediatizada por el funcionamiento del Fondo de Estabilización del Cobre (FEC), de hecho reduce el ingreso nacional. La demanda por bienes y servicios no transables también se reduce, por lo que los salarios reales deben compensar en parte esta menor demanda por trabajo. Los márgenes de comercialización, al ser procíclicos, también acomodan en forma parcial estos cambios en precios relativos. En suma, las presiones de demanda agregada en el mediano plazo son hoy día menores que las previstas hace unos meses y esto tiene como contrapartida, en ausencia de movilidad perfecta de capitales, una depreciación del tipo de cambio real.

Finalmente, aunque gran parte del escenario negativo considerado en Informes anteriores se ha ido materializando, la situación podría sufrir un deterioro adicional. A pesar de que la economía de los Estados Unidos ha mantenido un crecimiento positivo y se espera que crezca a tasas razonables durante el segundo semestre, la economía mundial se ha desacelerado en forma bastante intensa en lo que va del año, y no se puede descartar un entorno recesivo a nivel mundial. Existe el riesgo, entonces, de una desaceleración más prolongada del crecimiento mundial, ahora y en el 2002, que mantendría en niveles deprimidos los precios de los principales productos de exportación. Además, todavía está por verse el desenlace de la crisis argentina. Aun cumpliéndose el acuerdo de déficit fiscal cero y el adelanto de la ayuda del Fondo Monetario Internacional, no se satisfacen necesidades de financiamiento para este año. De lograrse un financiamiento adicional, éste deberá sujetarse a estrictas metas fiscales, lo que retrasará las perspectivas de recuperación del crecimiento económico. En consecuencia, persistirían fuertes dudas sobre la cobertura de las necesidades de financiamiento que se han ido acumulando para los años 2002 y 2003.

III. Mercados Financieros

En las últimas semanas, el tipo de cambio ha continuado su tendencia alcista, consecuencia de la inestabilidad de la economía argentina y de la evolución del precio del cobre. Así, desde la última reunión de política monetaria, el tipo de cambio se ha depreciado 1,8%. Esto es desde valores en torno a $664 por dólar a niveles cercanos a $678 por dólar en la última semana. A diferencia de las semanas anteriores, esta vez el peso se ha devaluado más que las otras monedas. De este modo el TCM y TCM5 muestran depreciaciones del orden del 2% en igual período. Con esto, la depreciación real acumulada desde comienzos de año alcanza a 10%.

La trayectoria de depreciación implícita que se deduce de las operaciones forward peso-dólar a 90 días suscritas el 31 de julio, es de 0,6% respecto del dólar y de 0,14% para el TCM5 en igual período. El mismo día, se suscribieron operaciones forward UF-dólar a 90 días con un castigo de 0,26% respecto de la variación de la UF, aunque a un plazo entre 180 y 360 días las transacciones contemplaban una variación similar a la UF. Esto es consistente con un diferencial de tasas de interés reales de largo plazo cercano a 0%, es decir, con un tipo de cambio real estable. Esta situación contrasta con la que se observaba para la reunión de

política monetaria anterior en que el diferencial real era negativo. El alza recientemente experimentada por las tasas de interés internas ha cerrado esta brecha.

Esta alza en las tasas de interés internas ha sido influida por los acontecimientos externos, por el anuncio de la nominalización de la tasa de política monetaria y por las mejores perspectivas de crecimiento a la luz de los recientes datos sectoriales. Así la tasa del PRBC-90 llegó a 3,94% en su última licitación (un aumento de 30 puntos base con respecto al nivel que presentaba para la anterior reunión de política monetaria). Por su parte, las tasas de los PRC a 8 y 20 años han mostrado una tendencia alcista en la última semana, tras haber permanecido estables en torno a 5% y 5,5%, respectivamente, durante varios meses. Este aumento podría explicarse en parte por la evolución del tipo de cambio, en el sentido que el mercado esperaría un incremento en la tasa de política monetaria con el objeto de evitar presiones inflacionarias. Sin embargo, también ha influido la necesidad de algunos agentes, principalmente fondos mutuos, de conseguir pesos frente a la nominalización, con lo que los recargos de los instrumentos de renta fija emitidos por privados respecto de los PRC-8 se han incrementado. Por otro lado, la reestructuración de pasivos del Instituto Emisor ha generado presiones sobre las tasas de interés. Esto porque las nuevas emisiones de PRD se han traducido en una disminución de los cupos de largo plazo y las licitaciones de corto plazo se han desplazado hacia instrumentos nominales. Sin embargo, el efecto conjunto de estos elementos sobre la curva de rendimiento aún no es del todo claro.

Por las razones anteriormente mencionadas, las expectativas de mercado para la tasa de política monetaria que se deducen de la curva *forward* deben ser interpretadas con cierta cautela. Así, la curva *forward* indica que el mercado esperaría incrementos de la tasa de política monetaria de hasta 100 puntos base hacia fines de este año. En todo caso, las expectativas de un aumento en la tasa de política monetaria son consistentes con la aceleración de la actividad prevista para el segundo semestre.

El comportamiento de los agregados más líquidos continúa augurando este mayor dinamismo. En julio el crecimiento anual real del M1A desestacionalizado y ajustado por el efecto de las tasas de interés creció sobre el 15% y para los próximos meses se espera una evolución similar. Los agregados más amplios, en cambio, han seguido una evolución más moderada, debido fundamentalmente a las atractivas alternativas de inversión de menor plazo y mayor liquidez imperantes en el mercado, esto es dólares y bonos.

Finalmente, la evolución del crédito en julio ha sido más débil que la de los meses anteriores, destacándose el sostenido incremento de las colocaciones hipotecarias en moneda nacional, que respondería a las menores tasas de interés aplicadas a este tipo de operaciones, las reprogramaciones de deuda efectuadas principalmente por las Pymes y los nuevos beneficios tributarios para la compra de viviendas.

IV. Actividad y empleo

Durante el segundo trimestre del año 2001 la actividad económica estuvo por debajo de lo previsto. En efecto, se espera que el PIB haya crecido 3,3% y el gasto haya caído 3,1%. A nivel sectorial, ello obedeció a moderadas tasas de crecimiento de sectores de gran incidencia, tales como industria y comercio. A partir de junio, sin embargo, se observa una mejoría en los indicadores de actividad del sector industrial y un mejor comportamiento de las importaciones. Ambos elementos permiten suponer una mayor expansión para la segunda parte del año.

Por el lado de la demanda, la evolución del consumo agregado continúa siendo lenta. Este hecho se explica por el escaso dinamismo en la creación de empleos y la persistencia de la desocupación en niveles elevados.

A pesar de que durante el segundo trimestre de 2001 el mercado laboral comenzó a mostrar leves indicios de recuperación, al comparar con el primer trimestre del 2001 se observa que el empleo disminuyó en aproximadamente 20 mil personas. La menor creación de empleo elevó la tasa de desocupación nacional a 9,7% para el segundo trimestre. Sin embargo, la cifra desestacionalizada pasa de 9,6% en los últimos tres meses a 9,3% en junio.

A la baja tasa de crecimiento del consumo, 3,9% en el segundo trimestre, se sumó un sostenido proceso de liquidación de inventarios. Éste se relaciona directamente con la reducción en el volumen de importaciones, lo que debiera ser transitorio en la medida en que los inventarios se ubiquen en el nivel deseado. Por último, como un buen antecedente, se destaca el repunte del empleo de los sectores intensivos en mano de obra, como son el comercio y la industria.

La formación bruta de capital fijo creció 3,1% en el segundo trimestre. La inversión en maquinarias y equipos durante la primera parte del año creció por sobre las tasas alcanzadas por la inversión en construcción. Ello es consistente con los niveles de ventas e importaciones de bienes de capital y de bienes intermedios verificados en la primera mitad del año. Sin embargo, para el resto del año la evolución de este componente es más incierta, dado el discreto comportamiento de las importaciones de bienes de capital de los meses recientes.

El mercado de la vivienda evoluciona dinámicamente. Así, las ventas de casas y departamentos mantienen altos niveles, al tiempo que el stock ha crecido. Estas cifras, junto al significativo número de proyectos en carpeta, permiten suponer un aumento de la inversión en construcción hacia fines del presente año y comienzos del próximo. En el margen, los permisos de edificación cayeron, tanto en número de proyectos como en metros cuadrados, debido al término del proceso de puesta en marcha de las obras públicas impulsadas por el Ministerio de Obras Públicas y el Ministerio de Vivienda y Urbanismo. El empleo del sector cae desde marzo, anotando una reducción de 25 mil puestos de trabajo.

En el sector externo, a pesar de la caída en los términos de intercambio, las exportaciones totales aumentaron, especialmente aquellas no tradicionales, posiblemente atraídas por un tipo de cambio real más depreciado. Por otro lado, las importaciones se encuentran en el mejor de los casos planas, lo cual es un reflejo de lo que está ocurriendo con el gasto.

Durante el segundo trimestre del 2001, el crecimiento anual del Índice Nominal de Remuneraciones elaborado por el INE llegó a 5,3%. Por su parte, el Índice Nominal del Costo Mano de Obra aumentó 4,8% anual. En términos generales esta dinámica de los salarios nominales revela el efecto de las cláusulas de indización automática en la inflación. Aun así, hasta ahora la trayectoria de los salarios no ha producido presiones inflacionarias, dado que el incremento de la productividad ha moderado los costos laborales unitarios. Con todo se estima que las presiones inflacionarias derivadas del mercado laboral siguen siendo negativas.

V. Perspectivas

Se prevé que la inflación total se reducirá en el tercer y cuarto trimestres del año. En esta trayectoria de la inflación confluyen diversos factores. En primer lugar, las holguras de la economía. En segundo lugar, durante el cuarto trimestre de este año se debiera producir una caída de la inflación anual como consecuencia de la elevada base de comparación con el mismo período del 2000, asociada a los incrementos en los precios de los combustibles de entonces. Esto se ve compensado, en parte, por el traspaso de la depreciación reciente a la

inflación y por la descompresión paulatina de los márgenes de comercialización que se espera con la reactivación de la demanda prevista.

La depreciación del peso sólo ha tenido hasta ahora efectos indirectos sobre la inflación ligados a los mecanismos de reajuste de los servicios regulados. Los márgenes del comercio continuaron mostrando un estancamiento en julio, comportamiento que se observa desde mediados del primer trimestre. Por ahora, los precios de los bienes durables permanecen en los niveles que se observaron hace un año. Por otra parte, el crecimiento de los salarios reales no ha producido presiones inflacionarias debido a que el incremento de la productividad ha moderado los costos laborales unitarios. Una reversión en cualquiera de estos dos factores, algo no improbable, significará un aumento en las presiones sobre la inflación hacia fines de este año y comienzos del próximo.

Las perspectivas de una aceleración del crecimiento de la actividad económica, por su parte, se sustentan en lo que anticipan el comportamiento dinámico del dinero y las colocaciones, sumado a las bajas tasas de interés, un peso depreciado, el repunte observado en el empleo de la industria y el comercio y la mantención de indicadores relativamente dinámicos en la construcción y la inversión. No obstante, aún el consumo permanece estancado, las importaciones continuaron reduciéndose en julio (aunque menos que en junio) y la tasa de desempleo tuvo un ligero aumento. Está entonces por verse si el mejoramiento en las expectativas de los agentes que se ha podido apreciar en las últimas semanas se sostiene en el tiempo y acompaña a los indicadores positivos mencionados.

En todo caso, la evolución del escenario internacional continuará presentando las mayores incertidumbres, principalmente asociadas en el corto plazo a la economía argentina y su impacto sobre los mercados financieros emergentes. Más hacia adelante, sigue siendo posible una revisión adicional de las perspectivas de recuperación de la economía norteamericana y del crecimiento de las economías asiáticas, con la consiguiente incertidumbre respecto a los términos del intercambio.

El Presidente ofrece la palabra a los asistentes. No hay comentarios.

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

Al respecto, el señor Morandé señala lo siguiente:

El Informe mensual presentado hoy revela, como aspectos centrales, una prolongación de la mayor inestabilidad cambiaria (y de un valor bastante depreciado del peso) que ya se distinguía en los dos meses anteriores, una caída algo más profunda en el precio del cobre, un aumento relevante en las tasas de interés internas principalmente asociado a la nominalización de la tasa de política monetaria, y la paulatina consolidación de una perspectiva de un crecimiento mayor de la actividad económica en lo que resta del año. La inflación, tanto total como subyacente, sigue alrededor de 3% anual y no se esperan grandes cambios tampoco en el futuro inmediato (aunque el IPCX sigue mostrando una trayectoria alcista en el margen).

En este contexto, las opciones de política monetaria están relativamente abiertas. La opción de **aumentar** la tasa de política monetaria tendría asidero si se considerara como primordial el riesgo de un incremento de la inflación proyectada a 12-24 meses con base en dos factores: la depreciación acumulada del peso hasta ahora, en conjunto con un incremento de márgenes de

intermediación estimulado, a su vez, por una recuperación de la demanda interna a partir del segundo semestre con base en lo que anticipan los indicadores líderes. La opción de **disminuir** la tasa de política monetaria, por su parte, se podría justificar si se descartara dicha recuperación en la demanda interna sobre la base que el crecimiento de la inversión ha venido cayendo en el primer semestre y el consumo mantiene un crecimiento por debajo del producto, lo cual se refleja también en un estancamiento de las importaciones (al menos hasta junio). Finalmente, la opción de **mantener** la tasa de política monetaria se fundamentaría en darle crédito a la proyección de un incremento moderado en la demanda interna (aunque menos de lo que se deduce directamente de los indicadores líderes) y en que, en un escenario externo que mejora a partir del próximo año, debiera haber alguna apreciación del peso que mitigara el *riesgo* de una aceleración de la inflación. Con ello, la inflación proyectada a 12-24 meses se mantendría dentro del rango meta.

A las consideraciones anteriores es necesario agregar un elemento nuevo que se manifiesta intensamente en las semanas que corren, aunque de naturaleza transitoria: los efectos en los mercados financieros de la nominalización de la tasa de política monetaria. Hay un grado de confusión en los mercados mientras se ajustan a este cambio operativo, lo que ha traído aumentos en las tasas en UF a corto plazo (esperables), pero también en las tasas a plazos largos, incluidas las letras hipotecarias. Lo más probable es que estos efectos se vayan desvaneciendo en los meses siguientes, pero no se puede desconocer que en el intertanto están presentes. Este elemento, que podría llamarse la tríada confusión, adaptación y aumento transitorio de tasas largas, puede ser lo suficientemente poderoso como para hacer que, desde una perspectiva meramente estratégica, la opción recomendable sea **mantener**. Cualquier otra opción podría agregar confusión y aumentar el costo de la adaptación.

Esta opción estaría de acuerdo además con lo que espera el mercado, según se desprende de los resultados preliminares de la encuesta de expectativas de agosto. En efecto, las primeras 14 respuestas de los analistas señalan que éstos esperan que la tasa de política monetaria se mantenga en su actual nivel de 6,5% hasta por el primer trimestre del 2002, lo cual es coherente con una inflación esperada para este año y el próximo en torno al centro del rango meta (3%). Incidentalmente, el mercado no ha incorporado mayormente en sus expectativas de inflación el efecto eventual de la depreciación del peso sobre la inflación, en parte tal vez porque estiman un tipo de cambio devolviéndose a $ 650 por dólar en un par de meses.

El Presidente ofrece la palabra a los asistentes.

El Gerente de la División Internacional, señor Jadresic, señala que comparte el diagnóstico que ha hecho el señor Morandé y, a modo complementario, desea agregar una reflexión sobre un tema que es en parte de política monetaria, pero que es también más amplio y que tiene que ver con la necesidad de desindizar la economía en forma más amplia que en el tema de la política monetaria en particular.

Señala que éste es un buen momento para plantear este tema, por cuanto el Banco Central está dando una señal bien importante en que se puede y se debe avanzar en esa dirección. Este tema es ciertamente relevante para la discusión de política monetaria porque la indización, en particular de los salarios y de muchos precios, afecta la eficiencia que debe tener la política monetaria para mantener la inflación baja y estable. No es éste el tema, por cierto, como algunos pudieron creer en el pasado, de que con indización no se puede controlar la inflación, ya que la evidencia ha mostrado lo contrario. El tema es que, en un contexto en que hay choques de precios y la política monetaria está dirigida a controlar la inflación, se generan problemas de ajuste real de la economía. Por ejemplo, con aumentos de

precio del petróleo o del tipo de cambio, la indización tiende a producir aumentos en salarios. La política monetaria puede controlar el efecto inflacionario de esos aumentos salariales a través de una compresión en los márgenes de utilidades, pero eso lleva a ajustes insuficientes en los salarios reales que generan problemas de desempleo, y, por consiguiente, afecta finalmente la eficiencia de la política monetaria.

En este sentido, dice, éste puede ser un buen momento para tomar un rol más activo en términos de estimular la desindización de la economía en estos términos. El Banco ya ha hecho algunos llamados en el pasado en un sentido general, pero puede ser un buen momento para estudiar medidas más específicas que apunten en esta dirección, tanto identificarlas como analizarlas, y pensar en un esfuerzo en conjunto con las autoridades de Gobierno, incluyendo también a los sectores empresariales y laborales, para ver cómo enfrentar este problema que afecta a todo el país y, como ha dicho, en particular, a la eficiencia de la política monetaria.

Por último, agrega el señor Jadresic que desea advertir en contra de la idea que necesariamente se trata de reemplazar la indización a inflación pasada por indización a inflación futura. Manifiesta que si se toma como referente lo que ocurre en otros países, lo más habitual es que simplemente no hay indización. Los salarios y los precios se fijan en términos nominales fijos para el período durante el cual van a estar vigentes dichos precios y salarios, lo cual no es lo mismo que indizar la inflación futura en el sentido de ir ajustando periódicamente a lo que se espera que va a ser la inflación en el momento en que se fijan esos precios y salarios.

La Subsecretaria de Hacienda, señora Wagner, destaca que el Ministerio de Hacienda tiene una preocupación por dos temas relacionados con la caída del gasto que sufrió la demanda durante el segundo trimestre. El primero es el alza de las tasas de interés de largo plazo, lo que se comprueba por el hecho de que desde principios de julio el PRC a 8 años ha aumentado en aproximadamente 35 puntos base; y el segundo tema es el alza sustancial en el tipo de cambio que, a juicio del Ministerio de Hacienda, ha llegado a niveles en que cada vez es más probable que tenga efectos contractivos sobre la economía.

El Vicepresidente señor Marshall señala que desea plantear un tema sobre el efecto de la crisis argentina en la economía chilena y lo hace en los siguientes términos: Aparentemente, dice, si se toma el Informe de Estudios del mes pasado o de hace dos meses, hasta hoy día, las perspectivas de crecimiento y las expectativas de inflación se han mantenido estables, o sea, se está en una economía en la cual, más o menos, la gente cree que tanto las expectativas de crecimiento como las expectativas de inflación son las mismas hoy día de las que se tenía hace dos meses. En el intertanto, existe un shock más o menos grande en Argentina, respecto del cual hay analistas que dicen que podría producir un efecto; en segundo lugar hay una caída relevante en los términos de intercambio y en tercer lugar, existe una depreciación del tipo de cambio más o menos radical, o sea, hay tres shocks, dos exógenos y uno semi exógeno y eso no produce ningún efecto ni en las expectativas de crecimiento ni en las expectativas de la inflación. Todo esto le lleva a pensar que el fenómeno argentino nos va a situar en un contexto de mala evaluación, por tanto, va a disminuir el potencial de crecimiento de la economía chilena en el mediano plazo y va a tener efectos en el corto plazo, pero desde el punto de vista real, piensa que los efectos se van a distribuir, o sea, no ve que el cuadro argentino cambie radicalmente las expectativas de crecimiento, por lo menos no es eso lo que se puede desprender de la mantención de la cifra de expectativas de crecimiento. Cree que ése es un mensaje relativamente importante.

Señala que el otro aspecto, el de la inflación, es algo más preocupante porque no hay ninguna indicación, ni en tasas ni en expectativas, que se pueda producir una

aceleración inflacionaria cuando están dados todos los elementos como para que si esto hubiese ocurrido hace un par de años atrás, sí se hubiese producido esa aceleración. Manifiesta no tener respuestas para eso, pero sí respecto de lo primero, y sacaría la conclusión de que el efecto de Argentina va a ser financiero, sobre las variables financieras, sobre los flujos, sobre el tipo de cambio, etc., pero desde el punto de vista de la economía real sus efectos van a estar más distribuidos en el tiempo, o sea, no son del segundo semestre, no es que el segundo semestre el crecimiento sea dos puntos más o dos puntos menos, no es eso, que es lo que aproximadamente se desprende de lo que algunas personas han mencionado. Ese sería un punto de vista sobre ese tema.

En segundo lugar, manifiesta que si se ha producido una depreciación tan fuerte del tipo de cambio, tiene la inquietud sobre si todos los momentos de la distribución de las expectativas de inflación se mantienen constantes o no, porque aquí se está diciendo que la mediana se ha mantenido constante, por lo que se podría sostener que el promedio de las expectativas de inflación o la mediana, de acuerdo con las encuestas, no muestra cambios. Tiene la inquietud si eso también ocurre para el resto de los momentos, pensando, desde el punto de vista del Banco Central, por qué no se ha producido ningún efecto en las expectativas. Dice que se habla del "coeficiente de traspaso", pero cualquier coeficiente de traspaso que se coloque a este tema algún efecto produce, por tanto, no puede ser que las expectativas de inflación de hace dos meses atrás sean exactamente igual a las expectativas de inflación de hoy día. Le surge inquietud respecto de esos dos temas.

El Consejero señor De Gregorio se refiere a los últimos tres o cuatro meses en que el escenario externo ha cambiado bastante, siendo el tipo de cambio la principal variable de ajuste. Señala que algo puede estar pasando con las tasas de interés de largo plazo y sin embargo, las proyecciones para las variables de crecimiento, gasto e inflación, no han cambiado. Cree que no ha habido un impacto sustancial en las estimaciones, y piensa que eso plantea una pregunta de fondo acerca de cómo se analiza la economía, porque hay tres alternativas: una, si bien es algo sofisticado, es que hay equilibrios múltiples y todo está indeterminado, por lo tanto da lo mismo lo que sean las variables y el resultado es uno, lo que es difícil de creer. La otra, es que existen fenómenos que de una u otra forma se están compensando, pero que están permitiendo que la economía siga creciendo lo mismo, y, la tercera alternativa consiste en que tal vez, dados los rezagos, no se está cuantificando apropiadamente lo que se esperaba para tres o cuatro trimestres más adelante y ahí es donde colocaría el signo de interrogación. Tal vez, dice, la dinámica que lleva el producto y el gasto, y la dinámica de los precios, está jugada por este año. Piensa que donde se tiene incertidumbre, y básicamente se está haciendo una apuesta relativamente incierta, es a mantener el escenario de los próximos tres o cuatro trimestres, que es donde se podrían enfrentar problemas y tal vez en ese escenario sería donde se debería ver de manera más fina cómo se está ajustando la economía, lo que está haciendo que mantenga la misma visión de lo que va a pasar hacia adelante.

El Presidente señor Massad manifiesta que, en primer lugar, hay que pensar que las expectativas en el mercado incorporan lo que el mercado espera que el Banco Central hará frente a determinados eventos y, realmente si esas expectativas están centradas todavía en una inflación del 3%, lo que eso indica no es que no se vaya a tener presiones inflacionarias necesariamente, sino que hay una enorme credibilidad respecto de la política que el Banco Central implementará eventualmente. De modo, dice, que la expectativa no es una cosa que suponga las políticas del Banco Central constantes, sino que actúa sobre la experiencia de las políticas del Banco Central, y en ese sentido, cree que como institución se puede estar muy satisfecho de lo que implican estas expectativas estables sobre la inflación respecto de las políticas del Banco tal como las ve el mercado.

En segundo lugar, señala que las tasas de interés de largo plazo están muy arbitradas internacionalmente, de modo que pequeños cambios en esa tasa, seguramente o muy probablemente, pueden estar influidos por el arbitraje internacional, de modo que cuando se observan las tasas largas, si bien esas tasas pueden hacer un efecto sobre la economía, no se está necesariamente en condiciones de cambiarlas, a pesar de que nos afectan. El hecho que se diga "me preocupa una tasa internacional que está subiendo", no significa necesariamente que se tenga instrumentos de política para variar la tasa; significa que eso puede tener efectos negativos sobre nosotros, lo que es absolutamente cierto, pero no implica necesariamente que se deba adoptar una determinada acción de política monetaria para hacer variar esas tasas en dirección distinta a aquélla en la que se están moviendo.

Manifiesta el señor Massad que el punto principal que quería tratar ahora es que, por primera vez, están reunidos en una sesión de política monetaria en la cual se va a establecer ya formalmente, por parte del Banco Central y no como un mero anuncio, una tasa de política monetaria nominal y cree que siendo ése el caso, no se puede ignorar las reacciones a la nominalización de la tasa del Banco Central que se han producido en el mercado.

Señala que la primera reacción ha sido muy positiva. Los agentes, en general, han señalado los efectos de mediano y largo plazo de la tasa nominal versus la tasa real y el balance de la reacción del mercado, en ese sentido, es positiva. Lo anterior juzgando por las expresiones de la abrumadora mayoría de los analistas de opinión más respetables. Sin embargo, se comenta que la oportunidad no fue la mejor y opina que no se puede ignorar ese comentario. Recuerda que cuando se adoptó la decisión de nominalizar, no era conocida la tasa de inflación del mes de julio, sólo había una perspectiva de que pudiera ser más uno, cero, o algo negativa. Cuando resultó en -0,2%, efectivamente eso genera un cambio relativamente importante en las tasas de interés real equivalentes cuando se fija la tasa nominal, pero también recuerda que eso pudo suceder si se hubiera anunciado esto con un mes, con dos meses o con tres meses de anticipación, porque igualmente las tasas en el momento de implementar la medida, pudieron haber sido fuertemente negativas o fuertemente positivas, o sea, eso era imposible de predecir. Por lo demás, dice, dada la preocupación que ahora manifiesta el Ministerio de Hacienda en relación con el tipo de cambio, hay que recordar que si no se hubiese establecido la tasa nominal en el momento en que se hizo, habría habido un costo de financiar posiciones del orden del 1% anual, con una presión cambiaria similar a la que se ha tenido, de tal manera que el efecto sobre el tipo de cambio podría haber sido muchísimo mayor de lo que se está presenciando y que ha señalado una muestra de preocupación por parte del Ministerio de Hacienda.

En relación a lo que está sucediendo en el mercado hoy día en materia de tasas, señala que efectivamente hay un cierto grado de desorientación en ese ámbito, especialmente en el sistema bancario que considera que no se le dio suficiente tiempo de ajuste, a pesar de haberse señalado repetidamente que en algún momento el Banco Central iba a nominalizar las tasas; se anunció esto con casi 15 días de anticipación y se anunció de manera completamente atípica una tasa específica, la del 6,5%, como equivalente a la tasa en ese momento vigente de tasa real. Manifiesta el señor Massad que tiene la fuerte sensación de que aún si se hubiese anunciado esto con tres meses de anticipación, el problema habría sido muy parecido, porque los ajustes no se hacen mientras no se está obligado a hacerlos. Agrega que realmente todo ajuste tiene un cierto costo, de modo que no se hace un ajuste hasta que no se esté obligado a hacerlo y ahora el sistema financiero se vio enfrentado a la situación y tiene que hacerlo de la misma manera que hubiese sido si se hubiera anunciado con una mayor anticipación. Al mismo tiempo, hay un tema que es más complicado de manejar que es que el sistema financiero no tiene conocimiento acerca del grado de flexibilidad que el Banco Central tiene para ir resolviendo los problemas que se puedan presentar y, probablemente, una parte de la

preocupación que existe en el mercado es que no tiene una certeza de que el Banco es capaz de adoptar ciertas decisiones para ir graduando el efecto o los efectos negativos que pudieran producirse en el curso de poner en marcha la nominalización a partir de hoy.

Cree el señor Massad que, a pesar de todos los temores que hoy día existen, el proceso de ajuste a la tasa nominal va a ser un proceso bastante suave. Ha observado, por ejemplo, la gravísima preocupación que tenían los Fondos Mutuos por los efectos del ajuste sobre ellos, que desapareció de la noche a la mañana con una simple circular de la Superintendencia de Bancos, de modo que el grado de expresión pública de la preocupación cree que supera bastante las bases reales que pudieran haber para esa preocupación. Sin embargo, comparte lo que se señala en las opciones planteadas por la División de Estudios en el sentido de que no conviene agregar a ese ambiente un ingrediente más, que haga más complejo interpretar lo que el Banco Central está buscando, pero al decir esto, dice también que para que las expectativas del sector privado continúen estando centradas alrededor de las metas del Banco Central, éste tiene que dar, llegado el momento, señales muy claras de que es capaz de adoptar decisiones de tasas de interés por dolorosas que sean. Si no se hace eso, si se enfrentan claros riesgos inflacionarios más adelante y no se es capaz de adoptar las medidas necesarias en materia de tasas de interés, en ese caso las expectativas del mercado van a reflejar, no una confianza en el Banco Central, sino más bien una desconfianza y entonces, las expectativas se van a comenzar a apartar fuertemente de las previsiones del Banco. Piensa que en el presente lo que se observa es una evidencia de credibilidad del mercado para con el Banco Central, lo que se tiene que cuidar muy bien, para seguir haciendo la política monetaria.

Finalmente, agrega el señor Massad que siempre ha manifestado algunas dudas sobre los coeficientes de pass-through que nunca han estado muy claros y ya se lo manifestó con anterioridad a la División de Estudios. Señala que hasta ahora no se ve en los índices ninguna presión que se pudiera considerar como peligrosa para el futuro próximo, salvo el IPCx, pero éste está influido por algunos precios regulados; el resto de los precios, que tienen el efecto indirecto del precio del dólar, no muestra esa misma tendencia. Indica que tampoco se ve eso en las expectativas derivadas de las tasas de interés ni en las expectativas directamente obtenidas del mercado, de modo que le parece que en este momento la preocupación es legítima, pero no hay evidencia de que haya una materialización de las presiones inflacionarias que justifiquen una acción del Banco Central. Teniendo presente esos fundamentos, concuerda con la opción manifestada por la División de Estudios en el sentido de mantener en esta sesión la tasa de interés de instancia monetaria.

La Consejera señora Ovalle manifiesta que está por mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual, de 6,5% nominal. Señala que tal como lo indicó la División de Estudios, las opciones están más bien abiertas. Se podría relajar basándose en que el consumo continúa estancado, también se podría optar por un aumento de la tasa de política monetaria, considerando la depreciación del tipo de cambio y un eventual traspaso a inflación si la demanda muestra una recuperación. Sin embargo, opta por mantener, principalmente porque desde el punto de vista inflacionario no hay presiones a corto plazo y está presente un nuevo elemento como es la nominalización y sus efectos sobre el mercado que le lleva a pensar que lo más prudente es mantener.

El Consejero señor De Gregorio cree que con la evidencia que ha mostrado el Informe que preparó la División de Estudios, que muestra que la inflación está bastante en línea con la meta y hacia el centro de ella, sin duda que hay algunos riesgos que siempre se deben medir. Cree que el principal riesgo está en el escenario internacional. Hoy día, dice, hay mucho más variabilidad en el escenario internacional de lo que había hace un tiempo atrás

y sin duda hay también bastante más incertidumbre de lo que pueda pasar con el tipo de cambio y el impacto que puede tener sobre la inflación futura. Por ahí hay un riesgo que llama algo a la cautela en cuanto a tener un escenario o una visión muy auspiciosa en materia de inflación, sin embargo, los antecedentes que se observan hasta ahora muestran que incluso, como dice la División de Estudios, con un tipo de cambio de $690 por dólar a fines de año, todavía se estaría con un IPC en torno a 3%. Por otro lado, también, lo que se ha visto en términos de crecimiento de la demanda es aún moderado, de manera que tampoco la estimación indicaría que se tuviera un riesgo de desequilibrio externo, dado que en parte también está siendo compensado por la variación del tipo de cambio y que tampoco vaya a presentar presiones inflacionarias. Tomando en consideración ésto y el hecho de que también se está en un ambiente bastante incierto, sumado a los cambios de política que se han hecho, le parece que lo más adecuado, en este momento, es mantener la tasa de política monetaria en 6,5%.

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

22-01-010809 – Tasa de Instancia Monetaria.

El Consejo acuerda mantener la tasa de interés de política monetaria en 6,5% anual. Asimismo, los tramos de la línea de crédito de liquidez permanecen inalterados en los niveles que fueron anunciados el 26 de julio de 2001.

IV. Comunicado

El Presidente propone el siguiente texto para el comunicado:

" En su reunión mensual de política monetaria en el día de hoy, el Consejo del Banco Central resolvió mantener la tasa de interés de política monetaria en 6,5% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez también permanecen inalterados en los niveles que fueron anunciados el 26 de julio pasado. Es de notar que esta tasa nominal representa la misma posición de política monetaria que tenía la anterior tasa de UF más 3,5% anual.

Las perspectivas inflacionarias se mantienen dentro del rango meta. Asimismo, se ha ido consolidando un cuadro de mayor crecimiento de la actividad económica durante el semestre en curso, en relación a la primera mitad del año, con sólidas cuentas externas. Esto ocurre a pesar de que se ha profundizado la caída en los términos de intercambio que se ha manifestado desde hace algunos meses, fruto a su vez de una economía mundial que crece por debajo de lo previsto y con perspectivas hacia el mediano plazo menos auspiciosas que hace un tiempo atrás.

El persistente entorno de turbulencia financiera en algunos países de América Latina ha contribuido a mantener presionado nuestro mercado cambiario, aunque un componente importante de la depreciación observada en el peso responde al deterioro de la economía mundial y el hasta ahora reducido dinamismo de la demanda interna.

El Banco Central seguirá atentamente los acontecimientos en los mercados financieros y cambiario, así como los desarrollos de las restantes variables macroeconómicas, de

BANCO CENTRAL DE CHILE

modo de usar sus instrumentos de política con flexibilidad para enfrentar anticipadamente las desviaciones que se proyecten en la trayectoria de la inflación respecto de la meta establecida."

El Consejo aprueba el texto del comunicado.

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

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de febrero de 2002, para el día 19 de ese mes.

Se levanta la Sesión a las 17,10 horas.

JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente

CARLOS MASSAD ABUD
Presidente

JOSE DE GREGORIO REBECO
Consejero

MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera

JORGE CARRASCO VASQUEZ
Ministro de Fe (S)

MARIA EUGENIA WAGNER BRIZZI
Subsecretaria de Hacienda

BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 23
DE POLITICA MONETARIA
celebrada el 6 de septiembre de 2001

En Santiago de Chile, a 6 de septiembre de 2001, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Carlos Massad Abud, con la asistencia del Vicepresidente don Jorge Marshall Rivera y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina, señor Jorge Desormeaux y señor José De Gregorio Rebeco.

Asisten también los señores:

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

I. Resolución sobre Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 22, celebrada el 9 de agosto de 2001.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo el Proyecto de Acta de la Sesión N° 22, celebrada el 9 de agosto de 2001, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

II. Resolución sobre Minuta del Acta correspondiente a la Sesión N° 21, celebrada el 12 de julio de 2001.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo la Minuta del Acta de la Sesión N° 21, celebrada el 12 de julio de 2001, la que se aprueba sin observaciones.

III. Exposición.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, señala que en los últimos meses, la inflación ha mostrado vaivenes pronunciados, manteniéndose en todo caso dentro del rango meta. Más allá de efectos asociables a productos específicos, el crecimiento de los precios hasta ahora ha sido coherente con la evolución de la actividad y el gasto, la trayectoria de los precios externos en dólares, el ritmo de expansión de los costos laborales y el precio de los combustibles.

Aunque también con altibajos en la información más reciente, en general se aprecian indicios de que la desaceleración del crecimiento de la producción y el gasto observada a partir de mediados del año pasado debiera tocar fondo en el curso del segundo semestre de este año. Hace varios meses que la producción y las ventas de la industria muestran un mayor dinamismo, a pesar de la existencia de valores para el mes de julio que parecen menos auspiciosos. Los agregados monetarios más líquidos crecen a tasas anuales muy elevadas, de dos dígitos, algo atemperadas recientemente por los efectos de la nominalización de la tasa de política monetaria y por la mayor efervescencia cambiaria. El mercado del crédito se viene comportando de acuerdo con su patrón histórico, con un dinamismo creciente que sigue con rezago el crecimiento de la actividad. Todo ello hace previsible, para este segundo semestre, un crecimiento de la economía mayor que el 3,5% registrado en la primera mitad del año, junto con una trayectoria estable, pero volátil, de la inflación anual en el corto plazo.

La expansión del gasto interno seguirá determinada en los próximos trimestres por el consumo privado, el que sigue entrabado por la incertidumbre que acarrea el elevado nivel de desempleo, induciendo un comportamiento más cauto de los hogares. Es difícil explicar con precisión las razones de la escasa creación de empleo en los últimos años, principalmente en el sector industrial, debido a la falta de información estadística detallada. Pero no hay duda que un factor detrás de este fenómeno es la conocida rigidez a la baja que muestran los salarios en Chile. En efecto, a pesar del deterioro de la economía mundial y de la persistencia de la desocupación en niveles elevados, el costo de la mano de obra, en términos reales, no ha cesado de crecer a un ritmo relativamente elevado. En forma adicional, no es descartable que esfuerzos por lograr una mayor eficiencia en las empresas, particularmente en el sector industrial y el comercio, hayan impactado en los niveles de ocupación. Ambos factores deberían ser transitorios, por lo que difícilmente se puede argumentar que la desocupación se mantendrá en niveles como los actuales en forma permanente. Sin embargo, la recuperación de tasas de desempleo bajas requerirá de crecientes grados de flexibilidad en los mercados de factores, como el laboral y el de capitales, y de la remoción de distorsiones regulatorias varias en los mercados de bienes. Esto será a su vez clave para un rebrote en la confianza de los hogares en cuanto consumidores.

La inversión, en cambio, debiera mostrar una recuperación algo más dinámica, especialmente en su componente de construcción. Esto, en parte, debiera ser el resultado de las bajas tasas de interés prevalecientes durante todo este año. Los aumentos observados en las últimas semanas son mayormente atribuibles a efectos transitorios de la nominalización. En general, la mayoría de las tasas de interés de mercado han reaccionado a las sucesivas reducciones de la tasa de política monetaria desde principios

de año. El precio relativo de estos instrumentos se determina libremente en el mercado, por lo que su retorno relativo, en circunstancias normales, refleja las expectativas de ganancias o pérdidas de capital asociadas a los movimientos de las tasas de interés de corto plazo y las condiciones de arbitraje internacional.

Un segmento donde el traspaso de las decisiones de política monetaria ha sido menos evidente es el de las colocaciones no reajustables a plazos más cortos. Este segmento del mercado es pequeño, por lo que difícilmente afecta la transmisión de la política monetaria al resto de la economía. Más bien, el aumento del riesgo de clientes pequeños en el último año, tanto por la situación del empleo como por la contracción de la demanda interna, estaría detrás del aumento en los *spreads* de estas colocaciones. No obstante, grados crecientes de información y competencia en los mercados, y una mayor flexibilidad en la repactación de las obligaciones, son deseables y apoyan la eficiencia de la economía como un todo. En todo caso, la reciente nominalización de la política monetaria provee, a través de la tasa de política nominal, una referencia relevante para la operación de estos mercados, lo que ya se ha tendido a reflejar en menores *spreads* en las operaciones no reajustables.

El componente más dinámico de la demanda agregada en los últimos tiempos ha sido, de lejos, las exportaciones no tradicionales. En efecto, durante el primer semestre de este año, el volumen exportado creció un 18%, luego de haberlo hecho en un 9,5% en 2000. Esto ha sido en una proporción importante fruto de la significativa depreciación real que ha experimentado el peso desde 1999 y es doblemente destacable porque ocurre aun cuando en los últimos meses el entorno internacional que enfrenta la economía chilena se ha deteriorado marcadamente. En efecto, a pesar que la desaceleración del crecimiento en los Estados Unidos parecía transcurrir dentro de lo esperado, las últimas cifras indican que el repunte se retrasó; además, su impacto sobre el resto de la economía mundial ha sido mayor. En la zona euro, pero particularmente en Japón, se aprecia una fuerte corrección a la baja en las perspectivas de crecimiento para éste y el próximo año, reduciéndose el crecimiento promedio esperado de los socios comerciales de Chile en torno a un punto porcentual respecto de lo estimado hace unos meses.

No obstante el crecimiento en cifras de dos dígitos del volumen exportado, la economía chilena no ha estado inmune a la desaceleración del comercio mundial. Dicho fenómeno se ha reflejado en una fuerte caída en los términos del intercambio este año, que se estima cercana a 6%. En una economía pequeña y abierta como la chilena, los precios relativos y las decisiones de gasto de los agentes por necesidad deben reflejar las fluctuaciones del entorno internacional. La caída en los términos del intercambio, aunque parcialmente moderada por el funcionamiento del Fondo de Estabilización del Cobre (FEC), de hecho reduce el ingreso nacional. La demanda por bienes y servicios no transables también se reduce, por lo que los salarios reales (al menos en dólares) deben compensar en parte esta menor demanda por trabajo. Los márgenes de comercialización, al ser procíclicos, también acomodan en forma parcial estos cambios en precios relativos. La depreciación real del tipo de cambio obedece en parte a estos fenómenos de ajuste, aunque siempre es difícil discernir con precisión la parte de los movimientos observados en el tipo de cambio que corresponden a cambios en las variables fundamentales.

Esto ha sido particularmente cierto en el último tiempo, debido al empeoramiento en las condiciones financieras de algunas economías emergentes que, de hecho, ha contrarrestado el impulso expansivo sobre la economía mundial de la reducción de tasas

de interés en los países industrializados. El escenario de mayores turbulencias regionales ya no es sólo una posibilidad, formando parte de los supuestos del escenario central en el corto plazo. Tanto Turquía como Argentina han sufrido embates por la incertidumbre respecto de su situación y Brasil ha visto su moneda depreciarse y su riesgo soberano incrementarse. En Chile, el grueso del efecto se ha concentrado en la notoria depreciación del peso, mientras que el premio soberano se ha mantenido prácticamente constante.
Las consecuencias de la depreciación del peso sobre el resto de la economía y sobre la política monetaria deben evaluarse a la luz de desarrollos recientes en el comportamiento de los precios, el marco de las políticas actuales y el estado de las variables fundamentales de la economía chilena.

Respecto del primer punto, en los últimos años se ha observado el bajo grado de traspaso de los aumentos del tipo de cambio hacia la inflación. Un elemento detrás de lo anterior es la apreciación del dólar en los mercados internacionales, la que se ha traducido en una menor inflación externa en dólares. Además, los precios de bienes durables producidos en Asia, importantes en la canasta de importación, tienden desde hace un tiempo a caer en términos absolutos. En el plano interno, el reducido traspaso a precios del mayor valor del dólar se basa también en la reducción de márgenes de intermediación por mayores presiones competitivas en el comercio detallista local, en un contexto de una actividad económica creciendo por debajo del potencial. A ello se suma, en forma relevante, la estabilización de la tasa de inflación anual, sustentada en la credibilidad de la política monetaria basada en metas de inflación, en un adecuado manejo de las políticas macroeconómicas en general y la política de flotación cambiaria. En el escenario base de este Informe se considera que, en lo sustancial, se mantienen vigentes estos factores, aunque se supone una reversión gradual y muy parcial de algunos de ellos (como los reducidos márgenes de intermediación y la baja inflación externa en dólares).

El bajo traspaso de depreciación a inflación no es una característica exclusiva de la experiencia chilena. Se ha dado también en otras economías con esquemas cambiarios y monetarios similares al chileno. La flotación cambiaria, que opera desde 1999, está diseñada precisamente para que el tipo de cambio, determinado libremente por el mercado, sea la variable de ajuste frente a las turbulencias financieras o de los términos de intercambio que pueda enfrentar una economía pequeña y abierta. Ello permite al Banco Central tener autonomía en la conducción de la política monetaria con el fin de mantener la inflación dentro del rango meta. La credibilidad en el logro de esta meta provee el ancla nominal de la economía y el comportamiento de las expectativas de inflación en los últimos meses revela que la depreciación del tipo de cambio no la ha afectado mayormente.

Por otro lado, la continua inestabilidad en los mercados financieros internacionales incrementa la incertidumbre y posterga las decisiones de inversión y consumo. Finalmente, el mismo escenario internacional más adverso desnuda varias falencias en el funcionamiento de los mercados internos, algunas consuetudinarias (como la falta de flexibilidad en los salarios reales en pesos) y otras que son más atribuibles a problemas de regulación (o exceso de la misma) acumulados en el pasado o previstos para el futuro. Dichas falencias también inciden en las decisiones de consumo e inversión privada. En suma, estos factores hacen que las presiones de demanda interna en el mediano plazo son hoy día menores que las previstas hace unos meses, lo que tiene como contrapartida una depreciación más persistente del tipo de cambio real.

Todo ello ocurre, sin embargo, en una situación de solidez de las cuentas externas, con un déficit en cuenta corriente estimado en 2,6% para este año y en 2% durante 2002 y 2003,

en el contexto de una economía que ya había acumulado una depreciación del tipo de cambio real de más de 20%, desde su punto de mayor apreciación a fines de 1997 hasta mayo de este año.

En este contexto se ubican las medidas adoptadas por el Consejo el día 16 de Agosto de 2001, las que tienen por objetivo dar mayor estabilidad a los mercados financieros en el país en escenarios de persistencia de las condiciones externas negativas, aumentando la oferta de instrumentos de cobertura de riesgo cambiario y liquidez en moneda extranjera. Esto se hace sin establecer objetivos para el nivel del tipo de cambio, lo que es congruente con el régimen de flotación.

El Consejo estima que el peor contexto internacional explica una parte importante de las variaciones recientes del peso, pero que dicho deterioro debería tender a revertirse gradualmente en el horizonte de proyección. Las proyecciones de crecimiento e inflación en este Informe se elaboran suponiendo que, en el horizonte de ocho trimestres, el tipo de cambio real tiende a apreciarse respecto del promedio del mes de agosto. Esto está en línea con algunas medidas de las expectativas de mercado, que indican que una parte de la depreciación reciente es de carácter transitorio, así como con el resto de los supuestos del escenario base.

No obstante el deterioro reciente del entorno internacional, las perspectivas de una recuperación del ritmo de crecimiento de la economía mundial hacia 2002 y 2003 se mantienen, aunque algo menguadas, en las proyecciones de consenso. Esto lleva a que en el escenario central de este Informe se supongan valores de 2,8% y 3,1% para el crecimiento de nuestros socios comerciales en los siguientes dos años, respectivamente.

En suma, considerando las perspectivas de recuperación de la economía mundial y un avance gradual en la demanda interna, el escenario central contempla para el presente año un crecimiento en Chile que llegará a 3,8%, alcanzando 5,0% en 2002 y 5,3% en 2003. A su vez, el gasto interno crecerá a tasas de 2,1% este año, pero en torno a 6,5% el próximo bienio. Las cuentas externas se verán afectadas en 2001 por la caída prevista en los términos del intercambio, con lo que el déficit en cuenta corriente alcanzará un 2,6% del PIB, como ya se señaló. En 2002 y 2003 esto se revierte y el déficit de la cuenta corriente se reduce a niveles en torno a 2,0% del PIB. Las proyecciones de este Informe se realizan, como es habitual, bajo el supuesto metodológico que la tasa de política monetaria se mantiene constante en su nivel actual, de 6,5% nominal.

El crecimiento durante este año estará claramente por debajo de las previsiones del mercado y del Banco Central realizadas el año pasado. La corrección a la baja se debe, en lo fundamental, a que el escenario macroeconómico externo que enfrenta la economía chilena, desde mediados del año pasado, ha sido ciertamente menos promisorio de lo que se podía anticipar a principios del año 2000. El *shock* petrolero fue más intenso y duradero de lo previsto, afectando el ingreso disponible de los hogares. Esto, junto a la desaceleración rápida de la economía mundial, la permanencia de los términos de intercambio en niveles bajos y las frecuentes turbulencias en los mercados financieros internacionales, han conformado un entorno poco favorable para el crecimiento económico local. No obstante, es también claro que hay factores en el país que han incidido sobre la desaceleración de la demanda interna observada desde el segundo trimestre del año pasado y que tienen una dinámica propia más allá del entorno externo.

La inflación se ha mantenido muy cercana al centro del rango meta en los últimos meses, aunque la elevada cifra de agosto significó un repunte puntual importante. Como es habitual, un rol importante han jugado los precios de los diversos combustibles. Hasta ahora, el precio del petróleo *Brent* ha seguido una trayectoria algo por debajo de lo previsto en el Informe de mayo, con lo que se espera que se mantenga en niveles cercanos a los actuales, promediando el barril US$26 este año y US$24 durante 2002 y 2003. Esta trayectoria es consistente con los recortes de producción anunciados por la OPEP. Una disminución brusca adicional en los precios internacionales de los combustibles no se manifestará completamente en los precios a público en Chile, puesto que el FEPP está cercano a operar acumulando recursos.

En el corto plazo, se estima que las tasas de inflación del IPC y del IPCX alcancen cifras de 3,1% y 3,4% en el último trimestre del presente año, respectivamente. Más hacia delante, los distintos supuestos del escenario base hacen previsible que la inflación, tanto medida por el IPC y como por el IPCX, se mueva hasta el límite superior del rango meta hacia mediados del próximo año, antes de volver a estabilizarse en torno a 3% cerca del fin del horizonte de política. Se estima que la inflación del IPC se ubicará en 3,6% en el cuarto trimestre de 2002 (3,5% a diciembre de ese año) y 3,0% hacia el último trimestre de 2003, mientras que la inflación del IPCX llegará a 3,6% en el cuarto trimestre de 2002 y 3,0% en el último trimestre de 2003.

Esta trayectoria de la inflación es coherente con diversos factores. En primer lugar, a pesar de que aparentemente el traspaso de depreciación a inflación ha sido bajo hasta ahora, éste no es nulo, lo que se manifestará probablemente en una aceleración de la inflación anual hacia mediados del próximo año. Ello no es fuente de preocupación por cuanto sería un efecto de una sola vez. Además, el escenario central supone un tipo de cambio real que tiende levemente a la apreciación respecto al promedio alcanzado en el mes de agosto. En segundo lugar, el deterioro del escenario internacional, en particular en los términos del intercambio, tiende a disminuir las presiones inflacionarias de mediano plazo, las cuales seguirán contenidas a pesar de la aceleración previsible de la actividad durante el segundo semestre y los próximos años. Tercero, la reducción del precio del petróleo no generará reducciones adicionales en la inflación más allá de las que ya se han observado. Finalmente, las expectativas de inflación de mediano plazo se ubican claramente dentro del rango meta y cercanas a 3%.

Como siempre, todas las proyecciones que entrega este Informe están en sintonía con los eventos que el Consejo estima como más probables durante los siguientes ocho trimestres, y que constituyen el escenario base de proyección. Sin embargo, es posible que la economía durante los próximos dos años siga caminos diferentes a los previstos, lo que configura una serie de escenarios alternativos y, también, el balance de riesgos. Estos eventos alternativos se asocian al entorno internacional y a la evolución de la economía interna.

Entre los primeros, se destaca la incertidumbre asociada a la situación en las economías emergentes. Aunque gran parte del escenario negativo considerado en Informes anteriores se ha ido materializando durante el segundo y tercer trimestres, es claro que la situación podría sufrir un deterioro mayor. Esto, probablemente, se vería acompañado por una depreciación transitoria adicional del peso. Por otro lado, el *timing* y magnitud del impacto sobre inflación de la depreciación reciente del peso puede estimarse sólo

gruesamente, añadiendo grados de incertidumbre adicionales a los que ya existen sobre la trayectoria del tipo de cambio.

Si bien Estados Unidos ha mantenido un crecimiento positivo, aunque bajo hasta ahora, y se espera que crezca a tasas razonables durante el segundo semestre, la economía mundial se ha desacelerado en forma bastante intensa en lo que va del año, no descartándose aún un cuadro recesivo. El escenario alternativo está conformado, entonces, por una desaceleración más prolongada del crecimiento mundial, ahora y en el 2002, que mantendría en niveles deprimidos los precios de los principales productos de exportación, acotando el crecimiento del gasto interno.

En el ámbito doméstico, a pesar de señales incipientes que indican que la actividad entrará en una senda de aceleración durante el segundo semestre, aún es temprano para asegurar un crecimiento sostenido del gasto. De hecho, el crecimiento de la producción industrial y las importaciones se resintió en julio, alterando la tendencia alcista que traía de meses anteriores.

La ocurrencia de estos escenarios alternativos, tanto a nivel externo como interno, puede ciertamente modificar las proyecciones de inflación y crecimiento. El Consejo estima que, a la luz de la información disponible hasta ahora, el balance de riesgos para la actividad está levemente sesgado a la baja. Aún es alta la incertidumbre sobre la persistencia de la aceleración de la actividad económica interna, así como también son muy inciertos la velocidad de crecimiento de la economía mundial en los próximos años y el escenario de términos de intercambio.

Por otro lado, existe el riesgo de que las turbulencias regionales se exacerben, presionando por una mayor depreciación del peso respecto de lo estimado en el escenario central. Además, como se mencionó anteriormente, la relativa incerteza frente al momento y magnitud precisa del traspaso de un fenómeno de este tipo a los precios internos puede, en determinadas circunstancias, inducir a un aumento de las expectativas de inflación de mediano plazo. Con estos antecedentes a la vista, el Consejo estima que el balance de riesgos para la inflación se encuentra sesgado al alza.

Es importante notar que estos balances de riesgos para la inflación y el crecimiento no implican que, necesariamente, pueda darse un escenario de mayores presiones inflacionarias junto con menor crecimiento económico. Más bien, estos escenarios alternativos se ven conformados por conjuntos de eventos relativamente independientes, como son la evolución de la economía mundial como un todo y las perspectivas financieras en las economías de la región, y se construyen suponiendo que la TPM se mantiene constante en su nivel actual.

En cualquier caso, el Banco Central continuará atento a la ocurrencia efectiva de alguno de estos escenarios alternativos, de modo de usar su política monetaria con toda la flexibilidad necesaria para no comprometer el logro de la meta de inflación. El Consejo prestará especial atención en los próximos meses a la velocidad de crecimiento del consumo y el empleo, así como a los desarrollos en la economía mundial, en particular el ritmo de crecimiento en Estados Unidos y la situación financiera en el resto de las economías emergentes.

BANCO CENTRAL DE CHILE

El Presidente ofrece la palabra a los asistentes.

La Consejera señora Ovalle felicita a la División de Estudios por los progresos que ha experimentado el Informe de Política Monetaria. Señala que es un informe muy completo en el que se han incluido, tanto en recuadros como en anexos, temas importantes como la nominalización, el Nuevo Año Base, los objetivos de la política monetaria y mecanismos de transmisión de ésta, así como también las principales medidas tomadas este año. Se aborda en forma más amplia que en ocasiones anteriores lo que está pasando con el tipo de cambio, la depreciación reciente y su tendencia futura. Le parece bien que se hayan incorporado en forma más explícita las proyecciones a través de tablas en el resumen ejecutivo.

Sin embargo, dice, hay comentarios que se hicieron en el transcurso de las reuniones de diagnóstico que cree conveniente considerar a futuro, como por ejemplo, el fuerte crecimiento de la productividad versus el comportamiento del empleo que no se explican por factores cíclicos; la posibilidad de obtener cifras de desocupación por sector dentro de Santiago; si hay aumento de desocupación en mano de obra calificada que no está sujeta a salario mínimo ni a rigideces laborales; y, otro asunto que llamó la atención, fue el poco desarrollo de la incidencia de la demanda interna en el crecimiento. Cree que estos puntos deben considerarse en los próximos Informes.

El Vicepresidente señor Marshall señala que no le deja tranquilo el IPC del mes pasado; no obstante, entiende que las proyecciones se fundan en los elementos existentes y no cree que sea el momento de cambiarlas. Se refiere a la opinión predominante en la reunión de diagnóstico que sostuvieron ayer y entiende que es también la de la División de Estudios considerar el IPC de 0,8% como algo totalmente factible dentro de las proyecciones, o que se distancia muy poco de los eventos que estadística y económicamente se puedan esperar, pero piensa que desde el punto de vista de la generación de expectativas, debiera haber una actitud más activa por parte del Consejo.

El Gerente de Investigación Económica, señor Schmidt-Hebbel, manifiesta que comparte lo que acaba de decir el señor Marshall y desea complementarlo con lo siguiente. Desde la reunión de política monetaria de agosto, se han producido tres hechos novedosos ("news") que afectan la evaluación de la política monetaria. En primer lugar, se observó una tasa de variación del IPC de agosto que fue inesperadamente alta y que, en el margen, refleja y agrega mayores presiones inflacionarias y que han llevado a una revisión de las proyecciones de inflación hacia arriba. Pero además hay dos noticias que van en la dirección contraria para las implicancias de política monetaria analizadas en esta reunión. Primero, se observa una mayor debilidad de la economía doméstica, reflejada tanto en niveles de gasto como de producción menores que los proyectados hace un mes atrás. Segundo, se proyecta una mayor debilidad de la economía mundial, presentándose, en particular, una mayor probabilidad de un escenario de riesgo a la baja. Señala que le pareció particularmente importante la evaluación a ser presentada en el próximo World Economic Outlook del Fondo Monetario Internacional (que se filtró al Financial Times durante este fin de semana). En dicho documento, el FMI no cambiaría su proyección base para el crecimiento de Estados Unidos y del mundo, pero dejaría establecido que un escenario de recesión mundial tendría una probabilidad de realización mucho mayor que la estimada con anterioridad.

Señala el señor Schmidt-Hebbel que a la luz de estos tres antecedentes, estima que se está enfrentando una situación en la cual, manteniendo la tasa de política en su nivel presente, los riesgos para la inflación están balanceados. Sin embargo, las probabilidades de desviaciones (hacia arriba o abajo) respecto del escenario base (de nuestro análisis y del IPOM de septiembre) son muy superiores a las observadas en reuniones previas. Esta situación debería reflejarse a nivel del comunicado, subrayándose que los riesgos de desviaciones significativas respecto del escenario base, hacia un lado u otro, son hoy día significativamente mayores, lo que llevaría a que el Banco vigilaría muy intensamente lo que suceda en las siguientes semanas, para eventualmente corregir su política monetaria en una u otra dirección.

El Presidente señor Massad manifiesta que la sensación de hoy día es que apareció una nueva nube en el horizonte que es el IPC de agosto. Es una nube complicada, porque no da señales claras y las hipótesis para abordar este tema son tan diversas que van desde que no va a influir de modo alguno, hasta hipótesis que señalan que éste es el principio de una influencia muy fuerte que puede llevar a una aceleración inflacionaria en los meses próximos, básicamente por la vía del efecto depreciación. Señala que elegir entre esas hipótesis no es tarea fácil; sin embargo, dado el actual ritmo de la economía y su eventual riesgo de mayor debilidad hacia el futuro, la implicación de política que tendería aceptar hoy un escenario pesimista de inflación hacia el futuro, podría ser muy dañina, en términos del *trade-off* con otros aspectos de la economía. Por lo tanto, si no se tiene una visión clara de qué es lo que viene, lo que se tiene que hacer es reconocer que hay un riesgo mayor del que había antes y estar muy atentos a cómo se desarrolla ese riesgo hacia adelante para tomar, oportunamente, las resoluciones de política con los instrumentos que sean necesarios para enfrentar la situación de la nueva información que aparece para el mes de agosto.

Agrega el señor Massad que su impresión es que todavía quedan por desarrollarse algunos eventos que no han mostrado completamente sus efectos. Uno de ellos es la situación argentina, que no termina de llegar a una solución o a una crisis final y que va a influir tanto en la depreciación del peso como, eventualmente, en los niveles de actividad si se convierte en un problema a nivel financiero internacional y que se sumara una situación más complicada en Turquía, que también parece estar en el horizonte. Señala que ese elemento va a estar presente permanentemente, por varios meses, y que hay que seguir también con mucha atención, para ver cómo enfrentarlo. En todo caso, dice, el anuncio que se hizo el 16 de agosto de intervención en los mercados cambiarios y los montos asignados para ese propósito, que podrán verse fortalecidos por la emisión del bono soberano, constituyen elementos de freno a una sobredepreciación del peso siempre que no esté motivada por circunstancias fundamentales; y puede ayudar a hacer que los resultados de agosto, que se manifestaron también en materia cambiaria, no sean elementos tan repetitivos hacia el futuro.

Hace presente el señor Massad que el balance de la situación hoy día es que el grado de incertidumbre que ya existía, ha crecido, porque se agrega esta información de agosto sobre la variación de precios que ha causado tanto revuelo en el mercado. Señala que tiene la impresión que la cifra de agosto no ha logrado desanclar las expectativas y basa esta opinión en la reciente encuesta efectuada por el Banco Central, que muestra que se mantiene la confianza en que el Banco utilizará sus instrumentos razonablemente para que la tasa de inflación esté dentro del rango meta, y en comentarios de diversos analistas de mucho prestigio que así también lo han señalado públicamente. Hasta ahora, dice, no hay evidencia de desanclaje de expectativas, o lo que es lo mismo, de pérdida de confianza en el Banco Central. Esto es un elemento que permite mirar con cierta tranquilidad el futuro, pero no hay ninguna duda que el grado de incertidumbre es mayor y que hay que ser extremadamente cuidadosos para seguir toda la información que permita determinar si se está produciendo

algún grado de cambio de expectativas. Si eso ocurriese, se debe actuar con el instrumento que es la tasa de interés. Habría que comunicar que el Banco Central tendrá que actuar en tal forma, si eso ocurre, tomando en cuenta que la prioridad más relevante es mantener la inflación dentro del rango meta.

El Consejero señor Desormeaux cree que no hay duda que lo que se está observando hoy día no es una presión sobre los precios, explicada por el crecimiento de la demanda, eso está claro en la presentación de la División de Estudios. Señala que si hay alguna evidencia recientemente, es de debilitamiento de la economía internacional y de una continua debilidad de la demanda interna; es claramente un shock más bien de costos, pero que está afectando naturalmente los precios por la dimensión que tiene y porque ocurre en forma simultánea con una política que no es neutral, de parte del Banco Central, sino expansiva, y ahí está el riesgo que, ante un shock de oferta como éste, en la práctica mantener una política expansiva no neutral de parte del Banco Central pueda desanclar las expectativas. Agrega que este efecto debiera ser temporal y anularse a sí mismo, pero naturalmente que hay un riesgo en mantener, al mismo tiempo, la política monetaria con un carácter no neutral y eso, naturalmente, hay que discutirlo más adelante, cuando se vean las opciones, de manera que el Banco Central pueda combinar su compromiso con el ancla nominal, y al mismo tiempo dar la mayor posibilidad a la economía para la expansión de la demanda que se espera tenga lugar.

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

Al respecto, el señor Morandé señala lo siguiente:

El Informe presentado revela, como punto central, que la inflación seguirá una tendencia levemente creciente en los siguientes tres trimestres, hasta casi alcanzar el techo del rango meta, antes de volver rápidamente a 3% hacia fines del horizonte de política. Esto es el resultado de un traspaso gradual de una parte de la depreciación del peso a precios finales, a partir de una recuperación de márgenes de intermediación conforme se vaya viendo un mayor dinamismo de la demanda interna. La información más reciente de la inflación indica que esta recuperación de márgenes pudiera adelantarse en el caso de bienes con baja elasticidad respecto de la demanda o con regulaciones que dificultan la competencia. Este fenómeno, sin embargo, no altera mayormente la trayectoria proyectada de la inflación, aunque sí eleva el riesgo de un efecto al alza de las expectativas de inflación y algún cuestionamiento a la posibilidad de mantener la inflación dentro del rango meta si no se cambia la tasa de política monetaria más temprano que tarde.

La proyección de actividad económica, por su parte, muestra una curva ascendente aunque la información más reciente no ha confirmado en forma definitiva que el repunte se haya iniciado. Se mantiene en este sentido un conjunto encontrado de indicadores, donde en el lado positivo sigue destacando el crecimiento del dinero, el crédito (con más parsimonia) y la actividad de algunos sectores (aunque con altibajos). En el lado negativo, resalta las caídas recientes en el valor de las importaciones y los indicadores de consumo.

Considerando sólo las proyecciones de inflación y crecimiento de la actividad contempladas en el escenario central, las opciones de política monetaria seguirían abiertas, al igual que el mes pasado. Sin embargo, el balance de riesgos que presenta el Informe acota las opciones a

mantener y ***aumentar***. En efecto, si bien en el escenario central persisten las holguras de demanda interna en los trimestres venideros e incluso se agrega un sesgo a la baja en el crecimiento en un escenario alternativo, la opción de ***disminuir*** aparece como desaconsejable en vista del sesgo al alza en la proyección de inflación por encima de una trayectoria que ya contempla un aumento hasta casi el techo del rango meta. Puesto de otra manera, el punto es que ha aumentado la posibilidad de un aumento en las expectativas de inflación de corto y mediano plazo, lo que puede acarrear efectos de segunda vuelta sobre la inflación que amenazarían el rango meta.

Si la opción de ***relajar*** no es plausible, la opción de ***aumentar*** la tasa de política monetaria automáticamente adquiere más fuerza por las mismas razones. Sin embargo, y a pesar de la sorpresivamente alta variación del IPC en agosto, no hay todavía evidencia definitiva de un cambio sustancial en las expectativas de inflación de mediano plazo en el mercado. En este sentido, será importante verificar en las semanas y meses siguientes el comportamiento de estas expectativas tanto en la información de la encuesta mensual *ad-hoc,* como en la información que entregan los mercados financieros a través de las tasas de interés. Por ahora, y respecto de la decisión a tomar en esta oportunidad, parece aconsejable la opción de ***mantener***.

El Presidente ofrece la palabra a los asistentes.

El Consejero señor Desormeaux señala que, en este minuto, la política monetaria tiene un carácter expansivo y las expectativas están ancladas, es algo que es fruto de la credibilidad que ha acumulado el Banco Central, pero se está corriendo un riesgo y ese riesgo es que, si en el mes de septiembre se vuelve a tener una cifra elevada como ésta, se va ir perdiendo credibilidad. Cree que si el Banco Central no reacciona, posteriormente esto puede costar una reacción más enérgica que la que se podría haber tenido si se hubiera actuado en forma anticipada. Su impresión es que el Banco Central indudablemente tiene que dar a conocer, de la manera más clara posible, su compromiso con la meta, lo que puede estar a nivel de las declaraciones o a nivel de las acciones y aquí hay dos formas en que lo puede hacer: una, quitándole parte del carácter expansivo a la política monetaria, endureciéndola y la otra, es a través de actuar sobre el mercado cambiario. Señala que de allí viene la presión que ha estado originando esta inflación elevada en el mes de agosto y que indudablemente la determinación del Banco Central también puede reflejarse a través de una intervención más enérgica en dicho mercado. Estima que una combinación que comience por endurecer la acción en el mercado cambiario en el corto plazo, a la espera de tener más información, y posteriormente usar el instrumental de la tasa de interés, aparece, probablemente, como la mejor forma de proceder.

El Consejero señor De Gregorio estima que hay bastante acuerdo sobre que, indudablemente, el IPC no es lo suficientemente estable como lo era en el escenario que contemplaba al momento de tomar su decisión de política monetaria. Señala que no existen evidentes presiones de demanda, y como se señalaba anteriormente y en reuniones previas, el escenario más probable es de márgenes más comprimidos, aunque se hayan adelantado algunos traspasos del tipo de cambio a precios, que se esperaba que empezaran a ocurrir más adelante. Cree que por ahora la situación nacional no presenta grandes cambios y desea señalar que el escenario internacional se está deteriorando y la política monetaria en países industrializados se está relajando y es lo que se espera que siga ocurriendo, de manera que de alguna u otra forma, más allá de permitir relajar más la política monetaria, preferiría una señal

más bien de prudencia en un escenario de mayor presión inflacionaria. Respecto al punto de actuar en el mercado cambiario, habría que reafirmar la idea de que hay que seguir regularmente interviniendo y tener mucha cautela en no tratar de empezar a perseguir precios ni tratar de doblarle la mano a la inflación a través de una apreciación del tipo de cambio.

El Presidente señor Massad dice compartir, en general, lo que se ha manifestado en esta reunión y sólo desea agregar un comentario relativo a la información que se obtiene en materia de precios a lo largo del mes. Cree que sería complicado tener en septiembre una sorpresa de magnitud parecida a la que se tuvo en agosto, por lo que estima que se tendría que hacer un esfuerzo especial durante este mes y tal vez, también, durante un par de meses más, en tener información tan anticipada como sea posible de lo que está ocurriendo en materia de precios en el mercado, de modo de poder adoptar oportunamente las medidas necesarias.

En relación a las intervenciones del mercado cambiario, cree que a pesar de que se presenta una aparente diferencia de puntos de vista, estima que hay un acuerdo de fondo en el sentido que la acción en el mercado cambiario tiene que mantenerse por ahora, hasta tener un poco más de información respecto de qué es lo que está ocurriendo en ese mercado, y actuar en consecuencia, pero le da gran importancia a hacer un esfuerzo especial por tener información en materia de precios durante este mes, octubre y noviembre, para ver si se presenta una presión que se está acumulando hacia adelante. En consideración a lo señalado manifiesta estar de acuerdo con la mantención de la tasa.

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

23-01-010906 – Tasa de Instancia Monetaria.

El Consejo acuerda mantener la tasa de interés de política monetaria en 6,5% anual. Asimismo, los tramos de la línea de crédito de liquidez permanecen inalterados en los niveles prevalecientes desde la reunión anterior.

IV. Comunicado

El Presidente propone el siguiente texto para el comunicado:

" El Consejo del Banco Central resolvió mantener la tasa de interés de política monetaria en 6,5% anual en el marco de su reunión mensual de política monetaria realizada el día de hoy. Los tramos de la línea de crédito de liquidez también permanecen inalterados en los niveles prevalecientes desde la reunión anterior.

Las perspectivas inflacionarias a 12 y 24 meses se mantienen dentro del rango meta, aunque con una tendencia al alza en el plazo de dos a tres trimestres, antes de caer hacia 3% en el segundo cuarto de 2003. Asimismo, existen indicios que permiten anticipar un cuadro de mayor crecimiento de la actividad económica hacia el cuarto trimestre del año en curso, en relación a la primera mitad del año, a pesar de un entorno externo desfavorable. Las cuentas externas se prevén sólidas este año y los siguientes, no obstante la importante caída de nuestros términos de intercambio.

La fuerte depreciación experimentada por el peso en meses recientes, tanto por la aflictiva situación financiera de países vecinos como por el deterioro de la economía mundial, tendrá un efecto al alza sobre el nivel de precios que se proyecta acotado. Ello afectará transitoriamente la tasa de inflación, la que en todo caso se prevé dentro del rango meta. Es más, es muy probable que parte de este efecto se disipe y la inflación converja a 3% en menos de 18 meses. Sin embargo, es necesario observar cuidadosamente el desarrollo de la inflación en los meses venideros, de modo que las expectativas de inflación de mediano plazo del mercado se mantengan dentro de esta trayectoria, anclada en torno al centro del rango meta.

El Banco Central seguirá atentamente los acontecimientos en todos los mercados relevantes, de modo de usar sus instrumentos de política con flexibilidad para cautelar la estabilidad de precios."

El Consejo aprueba el texto del comunicado.

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

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de marzo de 2002, para el día 12 de ese mes.

Se levanta la Sesión a las 17,10 horas.

JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente

CARLOS MASSAD ABUD
Presidente

JOSE DE GREGORIO REBECO
Consejero

MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera

MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe

BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 25 DE POLITICA MONETARIA celebrada el 8 y 9 de octubre de 2001

En Santiago de Chile, a 8 de octubre de 2001, siendo las 15,30 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 Jorge Desormeaux Jiménez y señor José De Gregorio Rebeco.

Asisten también los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Angel Nacrur Gazali;
Gerente de División de Estudios, don Felipe Morandé Lavín;
Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga;
Gerente de División Internacional Subrogante, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Secretaria Ejecutiva Gabinete de la Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo;
Jefe de Prosecretaría, doña Cecilia Navarro García.

I. Resolución sobre Proyectos de Acta correspondientes a las Sesiones N°s 23 y 24, celebradas el 6 y 7 de septiembre, de 2001, respectivamente.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo los Proyectos de Acta de las Sesiones N°s 23 y 24, celebradas el 6 y 7 de septiembre de 2001, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

II. Resolución sobre Minuta del Acta correspondiente a la Sesión N° 22, celebrada el 9 de agosto de 2001.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo la Minuta del Acta de la Sesión N° 22, celebrada el 9 de agosto de 2001, la que se aprueba sin observaciones.

III. Exposición de Política Monetaria.

El Presidente cede la palabra al Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, quien presente el siguiente Informe:

SÍNTESIS DEL MES

Las expectativas respecto a la evolución del escenario internacional sufrieron un cambio súbito luego de los atentados terroristas del día 11 de septiembre. Las proyecciones de crecimiento para los Estados Unidos y la economía mundial se han corregido nuevamente a la baja, lo que ha impactado con fuerza en los mercados bursátiles en el mundo desarrollado. En respuesta a estos acontecimientos, los principales Bancos Centrales han llevado a cabo nuevos relajamientos monetarios, no descartándose movimientos adicionales.

En todo caso, difícilmente este cambio sustantivo en las proyecciones para el panorama mundial puede asignarse a las consecuencias directas de la destrucción física y la pérdida de vidas humanas en Nueva York y Washington. En primer lugar, en días previos al 11 algunos indicadores mostraban ya un deterioro mayor en las condiciones del mercado laboral y la confianza de los hogares, por lo que una nueva corrección a la baja en las proyecciones de crecimiento parecía inevitable de todas formas. En segundo lugar, la percepción de consenso es que el efecto principal de los eventos recientes será un deterioro en las expectativas de los hogares respecto al futuro, aumentando aún más la aversión al riesgo en los mercados financieros y limitando el ritmo de crecimiento del consumo. En este escenario, el crecimiento de la economía mundial, ponderado por exportaciones, se reduce en 0,3% este año y 0,7% el próximo, respecto al Informe de Política Monetaria de septiembre. Los ajustes para el crecimiento promedio de los principales socios comerciales son superiores. Por ejemplo, para los Estados Unidos el crecimiento se estima en 1,1% para este año y 1,5% el próximo, mientras que a la fecha de cierre del Informe de Política Monetaria las proyecciones de consenso llegaban a 1,7% y 2,8%, respectivamente. No es descartable que continúen las correcciones a la baja en el corto plazo, manteniéndose además la incertidumbre en las economías emergentes.

Los efectos en Chile del cambio en el escenario internacional se han visto sobre todo en el precio interno de los combustibles, el tipo de cambio y las tasas de interés. Luego de una inflación mensual de 0,7% durante el mes de septiembre, se espera que en octubre la variación del IPC alcance en torno a 0%, fundamentalmente debido a la importante caída reciente en el precio de las gasolinas. Ello, unido a la estacionalidad tradicional de los últimos meses del año, indica que la inflación anual debería reducirse hasta niveles cercanos a los mencionados en el Informe de septiembre, en torno a 3 % en diciembre.

Con relación al tipo de cambio, éste superó la semana pasada los $700 por dólar. Los eventos del 11 produjeron un incremento de una sola vez cercano a los $25, y el rebrote de la incertidumbre respecto a la situación fiscal y financiera de Argentina han contribuido con otros $15 en los últimos días. A su vez, toda la trayectoria esperada del tipo de cambio se ha desplazado hacia arriba. La mayor aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales, en parte, está detrás de lo anterior: el premio soberano de Chile ha aumentado cerca de 30 puntos base desde el 10 de septiembre, ubicándose entre 200 y 215 puntos base durante la semana pasada. También otras economías de la región han visto sus monedas depreciarse de forma relativamente importante. En Brasil, el tipo de cambio se encuentra entre 2,7 y 2,8 reales por dólar, mientras que en México el cambio se ubica cercano a los 9,6 pesos por dólar. Hacia adelante, se modifica el supuesto de apreciación contenido en el Informe de Política Monetaria, en vez estimando un tipo de cambio nominal constante en $ 695 durante los próximos años.

El comportamiento reciente de las tasas de interés domésticas revela que, frente al complejo panorama externo, sigue siendo el caso que sólo el tipo de cambio acusa recibo de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales. El precio de los pagarés del Banco Central de largo plazo han mostrado un fuerte repunte en el último tiempo, con tasas de retorno cercanas al 5,0% anual durante la semana pasada. Las tasas de interés de corto plazo

nominales han seguido una trayectoria similar. Estos movimientos a la baja no han sido exclusivos de los documentos del Banco Central, lo que se aprecia en que las tasas hipotecarias han vuelto a niveles de UF+6,5%.

Esta situación sólo en parte se puede explicar por el mayor atractivo por papeles indexados, producto del incremento reciente en la inflación. Factores más persistentes son la caída en las tasas de interés de largo plazo en las principales economías y la percepción de los mercados de que, como un todo, el escenario internacional luego del 11 de septiembre tiende a reducir las presiones inflacionarias de mediano plazo en Chile. La postergación del repunte en el crecimiento mundial afectará el desempeño del sector exportador, que durante este año fue el componente más dinámico de la actividad. Por otro lado se espera un precio promedio para el petróleo inferior al estimado hace unos meses (US$ 23 por barril en 2002 y 2003).

Las noticias en el ámbito doméstico no han sido alentadoras tampoco. El crecimiento de la actividad industrial, aunque sigue siendo positivo, ha moderado su ritmo. Las cifras más recientes de comercio exterior revelan una caída en las exportaciones totales durante septiembre, y un estancamiento de las no cobre. Las importaciones muestran una trayectoria más tímida que la prevista hacia fines de agosto. En el corto plazo, esto se reflejará en un crecimiento del PIB durante el tercer trimestre en torno a 3,0% en vez de 3,5% previsto en el Informe de Política Monetaria, mientras que para el año como un todo se espera una expansión de 3,4%. El gasto a su vez mostraría un crecimiento prácticamente nulo durante el tercer trimestre, alcanzando una expansión de 1,5% durante el año como un todo. El mercado laboral sí sigue dando señales de mayor creación de empleo, lo que hace persistir expectativas de aceleración moderada del gasto y la actividad a lo largo de los próximos trimestres.

La incertidumbre respecto al desempeño de la economía mundial durante 2002 y 2003 es hoy particularmente elevada. La economía estadounidense está en una fase de desaceleración importante y todavía no hay una percepción clara de cómo ello terminará impactando al resto de la economías ni en qué momento se producirá el esperado rebote. La incertidumbre en países emergentes alcanza hoy un punto álgido, persistiendo las dudas respecto a la forma y los plazos en los que se resolverán los problemas fiscales de Argentina. Por ello, se estima prudente plantear dos escenarios alternativos para realizar proyecciones.

En uno de ellos, la combinación de políticas monetarias y fiscales expansivas permiten una recuperación rápida de la economía americana, con lo que se vuelve a tomar tasas de crecimiento de tendencia durante el año 2003 y los términos del intercambio de la economía chilena se recuperan a lo largo de los próximos dos años. La inestabilidad en economías emergentes tiende a mitigarse, con lo que la aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales disminuye y se produce un retorno gradual de los flujos de capitales. En esta situación, se estima que la economía chilena crecerá 4% durante 2002 y por sobre 5% en 2003.

Un escenario más pesimista resulta de suponer que la desaceleración de la economía mundial es más persistente, postergándose para después de 2003 una vuelta al crecimiento de tendencia. Los términos del intercambio de la economía chilena no se recuperan debido a un precio del cobre que se mantiene en torno a US$0,70. Persiste la aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales y la escasez de financiamiento externo, no descartándose una crisis financiera mayor en economías emergentes. En una situación como ésta, el crecimiento doméstico se ubicaría en 3,5% durante 2002 y 4% en 2003.

Con respecto a la inflación, las trayectorias en estos dos escenarios tienen características similares a las del escenario central planteado en el Informe de Política Monetaria de septiembre. En primer lugar, el traspaso de la depreciación del tipo de cambio durante este año a precios, mediante una descompresión de márgenes, se apreciará en una aceleración de la inflación anual del IPC, la que alcanzaría valores cercanos a 4% durante el segundo semestre del próximo año. La inflación del IPCX superaría el 4% durante algunos trimestres. Esta trayectoria de la inflación es consistente con la modificación sustantiva del supuesto de trabajo para el tipo de cambio, debido al empeoramiento reciente del panorama externo en general y en las economías emergentes en particular.

Los dos escenarios descritos más arriba difieren ligeramente respecto al efecto final sobre inflación. En el primer escenario, de crecimiento mayor, la inflación anual a diciembre del próximo año se ubicaría en 3,9%. Más hacia adelante, las tasas de inflación anual proyectadas se reducen, alcanzando valores cercanas al centro del rango meta hacia fines de 2003. En el escenario de menor crecimiento, la inflación anual a diciembre de 2002 alcanzaría 3,7%, pudiendo bajar hasta 2,5% hacia fines del 2003.

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA

I. Escenario Internacional

Desde la última reunión de política monetaria, la proyección de crecimiento mundial para este año y 2002 se han corregido a la baja, principalmente debido a los ajustes realizados en las perspectivas de Estados Unidos. Los indicadores de coyuntura en el tercer trimestre del año revelan que la economía americana no llegó a un piso en el segundo trimestre. A esto se sumó el impacto asociado a los atentados del pasado 11 de septiembre, que no sólo ha tenido efectos directos asociados a pérdida de infraestructura y menores días trabajados, sino que se espera que afecte la confianza de los consumidores.

La proyección de crecimiento promedio para este año de los principales socios comerciales se reduce a 1,3%, desde el 1,6% considerado en el Informe de Política Monetaria de septiembre. Hacia el 2002 el ajuste ha sido aún mayor, de 2,8% a 2,1%. En todo caso, no se puede descartar que estas proyecciones siga corrigiéndose a la baja.

Este escenario más deprimido para la actividad económica mundial redunda en un panorama más negativo para el precio del cobre. Se espera que este año el promedio del precio del cobre se sitúe en US$ 0,72 la libra, mientras que el próximo año y el 2003 llegaría a US$ 0,74 y US$ 0,82 la libra, respectivamente. En el caso del precio del petróleo, hay que considerar que, si bien la menor demanda redundaría en un precio algo menor, los factores de oferta siguen teniendo una importancia fundamental. La OPEP ha tenido éxito aplicando mecanismos automáticos de modificación en las cuotas de producción cuando el precio se sale de la banda US$ 22 - US$ 28 el barril. Además, hay que agregar el riesgo de un conflicto en Medio Oriente que podría elevar el precio. Considerando el promedio de los futuros en los últimos treinta días, se estima un precio promedio anual de US$ 23 para los años 2002 y 2003.

Respecto de la inflación en dólares, dado un debilitamiento esperado del dólar mayor al previsto en el último Informe de Política Monetaria y la mantención de las proyecciones de inflación en moneda local, la inflación en dólares deberá mostrar un leve aumento, que la llevaría hasta 2,5% anual promedio en 2002 y 2003.

Los perfiles de tasas de interés esperados, en particular, para Estados Unidos se han modificado de manera sustancial respecto del Informe de Política Monetaria de septiembre. La Fed Funds Rate se encuentra en 2,5%, equivalente a una tasa real en torno a 0%. Aún así, se esperan recortes adicionales en las siguientes semanas y la mantención de niveles bajos durante casi todo el primer semestre de 2002. El Banco Central Europeo también redujo en 50

puntos base la tasa de política en forma inmediata luego del 11 de septiembre, y se espera que este ciclo de reducciones continúe en los próximos meses, llevando la tasa Repo hacia un valor en torno a 3,0%.

Las perspectivas de mediano plazo para el crecimiento mundial se mantienen relativamente estables, lo que se aprecia en expectativas de que los rendimientos de los bonos a 10 años denominados en dólares y euros tenderían a niveles en torno 5,5% en los siguientes doce meses. Por supuesto, los grados de incertidumbre que rodean este escenario de recuperación son importantes, pero la percepción de consenso es que la combinación de política fiscal y monetaria expansivas en los Estados Unidos eventualmente hará repuntar el gasto doméstico y la confianza de los consumidores.

En las economías emergentes se ha observado un incremento de los premios de deuda soberana, explicado fundamentalmente por la búsqueda de instrumentos más seguros por parte de los inversionistas y por la persistencia de un elevado nivel de incertidumbre en Argentina. El spread soberano de Chile no ha estado ajeno a esta dinámica. Con todo, las nuevas proyecciones apuntan a una convergencia hacia 150 puntos base al cierre del 2003.

II. Mercados Financieros

Desde mediados de agosto se observa una trayectoria descendente en las tasas de los documentos del Banco Central. Esta caída se acentuó a partir de los acontecimientos del día 11 de septiembre, debido a las menores perspectivas de crecimiento de la economía en el ámbito local y mundial y al arbitraje con las tasas externas. Así, las tasas de los pagarés reajustables del Banco Central cayeron casi 50 puntos base respecto del promedio de agosto. Asimismo, los documentos nominales también mostraron, a lo largo de septiembre, disminuciones de similar magnitud. En los últimos días las tasas de largo plazo han sufrido un leve incremento, impulsadas por los rumores de que la situación Argentina se estaría nuevamente deteriorando en forma acelerada. Actualmente el PRC-8 se transa en UF+5,0 y el PRC-20 en UF+5,5% en el mercado secundario.

El nuevo escenario internacional ha determinado un fuerte cambio en las expectativas sobre la tasa de política monetaria, que difieren en magnitud y plazo de aquellas esperadas a principios de septiembre. La curva forward muestra que la tasa de política monetaria se mantendría estable hasta fines de año, con un alza de 50 puntos base durante el primer semestre del próximo año y otros 25 puntos más en el siguiente semestre.

La negativa evolución de los mercados bursátiles desde el 11 de septiembre –en particular el IPSA ha acumulado una caída de 17,4% medida en dólares- ha significado una mayor demanda por instrumentos de renta fija. Esto ha impulsado una disminución en las tasas de las letras de crédito y bonos corporativos, aunque más moderada que la del PRC a 8 años.

El dinero se mantiene con variaciones mensuales anualizadas reales en torno a 4,5%, controlando los efectos estacionales y de tasa de interés. Los agregados monetarios más amplios muestran una evolución igual de moderada, debido fundamentalmente a que se aprecia una reasignación de la cartera de los privados, desde depósitos en pesos hacia instrumentos de mejor rentabilidad y mayores plazos como depósitos en dólares e instrumentos de renta fija.

Las colocaciones totales (públicas y privadas) mostraron un comportamiento más bien moderado durante septiembre, lo que se debe en gran medida a la desaceleración de las colocaciones hipotecarias tras un aumento de las tasas de interés para este tipo de operaciones, que tendió a revertirse hacia fines de mes y principios de octubre.

Tras el anuncio de que el Banco Central intervendría en el mercado cambiario la cotización del dólar disminuyó casi 25 pesos entre el 16 de agosto y el 10 de septiembre. Los atentados terroristas sufridos por Estados Unidos el día 11 de septiembre significaron un drástico cambio en el escenario internacional y un mayor grado de incertidumbre, lo que se tradujo en una nueva escalada del tipo de cambio cercana a los $ 25. En los últimos días esta situación se ha visto exacerbada por el rebrote de inestabilidad en Argentina. Con todo, el peso chileno se ha depreciado casi 5% desde el 10 de septiembre para situarse actualmente en torno a $700 por dólar. En términos reales, el tipo de cambio acumula una depreciación en torno a 15%.

Las expectativas de depreciación cambiarias de corto plazo han aumentado producto de esta mayor incertidumbre. Así, entre el 10 de septiembre y el 2 de octubre, las operaciones forward peso/dólar muestran un incremento en la depreciación implícita del orden de 0,5% en promedio para los distintos plazos. Por otro lado, aunque la tasa externa relevante se ha ajustado a la baja, el aumento del premio soberano y la fuerte caída del PRC a 8 años se han traducido en un diferencial real externo negativo, lo que indica expectativas de apreciación real en el mediano plazo.

El rebrote reciente de la inestabilidad en Argentina pone una sombra de duda sobre el escenario de apreciación presentado en el Informe de Política Monetaria, lo mismo que el deterioro mayor y más persistente en los términos del intercambio. Por ello, en este documento se utiliza el supuesto de trabajo que el tipo de cambio se mantiene constante en torno a $695 hasta fines del año 2003. Esta trayectoria es consistente con la información disponible a la fecha de la encuesta de expectativas de octubre.

III. Economía Doméstica

Actividad

El tercer trimestre del año entrega indicadores menos favorables que los esperados en el Informe de Política Monetaria de septiembre. La actividad económica de julio estuvo bajo lo esperado (variación del Imacec de 2,8% en 12 meses), mientras que agosto no presenta mejores síntomas (alrededor de 3,0%). Septiembre insinúa un comportamiento similar en términos globales.

En el ámbito sectorial, el débil desempeño observado en los primeros meses del segundo semestre en la producción y ventas industriales, así como también en las importaciones, muestran que el repunte de junio tuvo algo de transitorio Aun así, el cuarto trimestre continúa presentando expectativas de crecimiento más favorables, lo que lleva a proyectar un crecimiento del PIB de 3,4% en el segundo semestre, entregando como resultado un aumento similar para el agregado del año. Por su parte, el gasto observará un aumento de alrededor de 1,5%, debido a que todavía se espera un repunte en el cuarto trimestre (4,4%).

Demanda Interna

Recientemente se ha visto un mejoramiento de algunos indicadores reales, como por ejemplo, las ventas del comercio minorista (3,3% en 12 meses) y las de supermercados (7,8%, INE) lo cual permite proyectar un quiebre parcial del gasto de los hogares en la medida que continúe mejorando el empleo.

Sin embargo, existen otras variables que continúan mostrando los efectos de expectativas menos favorables para la actividad general, como por ejemplo las importaciones, colocaciones de consumo y las ventas de vehículos nuevos. Además, con la información disponible para el sector industrial y las importaciones, se espera que continúe la reducción de inventarios durante al menos parte del cuarto trimestre.

En la inversión, el fuerte impulso dado por las ventas de viviendas, que en agosto ascendieron en más de 35%, ha favorecido la reducción en los stocks existentes. En tanto, el significativo aumento de los permisos de edificación de agosto (más de 20% de aumento de la superficie total) permiten suponer un cuarto trimestre más favorable. En cuanto a los permisos por destino, los de carácter industrial y de servicios fueron especialmente dinámicos; en cambio, los de carácter habitacional cayeron levemente en relación con los meses anteriores.

La mayor inversión en construcción habitacional del tercer trimestre se ha visto compensada por el escaso dinamismo de la inversión en maquinaria y equipo, en particular de origen extranjero. Las importaciones de bienes de capital cayeron 12,4% en agosto.

Política Fiscal

El Ministerio de Hacienda espera que durante el 2001 los ingresos corrientes estén 0,8% bajo lo esperado en el presupuesto del presente año, mostrando una expansión real anual de 3,1%. Por su parte, el gasto público ha crecido de acuerdo a lo establecido, proyectándose un déficit contable de 0,5% del PIB y un superávit estructural de 0,9%.

El proyecto de ley del presupuestos del año 2002 estima un crecimiento del PIB efectivo en 4,5%, generando una brecha entre el PIB potencial y efectivo de 3%. El precio del cobre se espera que esté en US$0,78 por libra promedio para el año, con un precio para el mediano y largo plazo de US$0,90.

El gobierno prevé que los ingresos aumenten en 4,8%, en tanto que el gasto con impacto macroeconómico lo haga en un 4,9%. La mayor recaudación estará dada por los ingresos tributarios (7,2%) y por los ingresos provenientes del cobre (23,2%). Por otro lado se espera una reducción de 15% en los ingresos de operación debido a menores pagos de empresas concesionarias en obras de infraestructura.

El gasto corriente se espera que crezca 3,8% y las transferencias 9%. Por último, la inversión publica se estima crecerá 11%.

En resumen, el proyecto de ley del presupuestos prevé un déficit del gobierno central para el año 2002 de 0,3% del PIB. Con ello el ahorro público llegará a 3,7% del PIB, cifra superior al 3,3% estimado para el 2001. Con todo lo anterior, las autoridades de Hacienda estiman que se logrará un superávit estructural de 1% del PIB.

En el estado de la hacienda pública se reconoce la posibilidad que el crecimiento no alcance el 4,5% proyectado. En un escenario alternativo de crecimiento de 3,5%, el déficit contable alcanzaría 0,6% del PIB, tres décimas por sobre lo proyectado en el escenario base.

Mercado Laboral

Las últimas cifras de empleo señalan que continúa el mejoramiento de la situación en el mercado laboral. En el trimestre móvil junio-agosto el empleo creció 1,8% anual, correspondiente a 92 mil ocupados adicionales. Esta recuperación no sólo se debe al aumento de los programas públicos de empleo, dado que 40% constituye incremento en el empleo privado. Sin considerar los efectos estacionales se obtiene que la ocupación alcanza el nivel que existía en octubre de 1998.

La tasa de desocupación nacional en el trimestre móvil junio-agosto 2001 alcanzó a 9,7%, experimentando una baja de 0,1 puntos porcentuales respecto al período anterior y de 0,9 puntos porcentuales en relación al año pasado. Este valor es comparable en términos desestacionalizados al existente en febrero de 1999. La reducción en el desempleo se debe principalmente a los planes de empleo gubernamental y a la creación de puestos de trabajo de algunos sectores como la industria manufacturera, comercio y construcción. Destaca el hecho

que el desempleo haya bajado a pesar que la muestra tomó el período más crudo del invierno.

La recuperación en el empleo también se observa en el comportamiento de la fuerza de trabajo, que continúa exhibiendo una tasa de crecimiento anual positiva (0,8% para el último trimestre). Sin embargo aún no se recupera el nivel de tasa de participación laboral que existía a mediados del año pasado.

La recuperación del empleo está asociada a importantes sectores de la economía. Se observa un aumento de la ocupación en la industria, que presenta una tasa de crecimiento anual positiva por primera vez desde octubre del 2000 (4,3%). El empleo en la construcción experimentó un fuerte incremento (7,4% anual), lo que podría deberse al aumento en los permisos de edificación en los meses anteriores. Por último, lo más destacado es el fuerte incremento en el comercio, debido a que este sector depende menos de las variaciones de la estacionalidad invernal.

Las perspectivas del empleo para lo que queda del año son que mantenga un ritmo moderado de expansión. El sostenido aumento en los permisos de edificación indica que el aumento en empleo en la construcción se mantendría. Además, el fin del período de estacionalidad hacia fines de año afectará positivamente sectores como la agricultura. En todo caso, este repunte del empleo es consistente con presiones inflacionarias que aún están acotadas.

IV. Precios y costos

La inflación de septiembre (0,7%) estuvo en línea con lo esperado en el transcurso del mes. Los aumentos en el precio de los combustibles y los servicios regulados fueron los principales determinantes de esta variación. La evolución de los servicios regulados también fue el principal factor detrás del incremento del IPCX (0,5%). En términos anuales, la inflación del IPC llegó a 3,9% y la del IPCX a 3,6%.

Con respecto al impacto del tipo de cambio, aún la economía muestra un bajo coeficiente de traspaso en los precios de los bienes durables. Por otra parte, el aumento de la inflación subyacente de los transables (2,2% anual vs. 2,0% en agosto) está fuertemente asociada al incremento en el precio de los alimentos y al efecto rezagado de los aumentos en estos bienes durante el mes de agosto. Por el contrario, la mayor depreciación del peso está afectando a los bienes no transables a través de las tarifas de los servicios regulados. Es así como en septiembre aumentaron las tarifas de la electricidad (5,0%), el agua potable (2,1%), los teléfonos (1,3%) y las micros (1,2%).

En relación con otros costos, durante agosto del 2001 se evidenciaron los efectos de las cláusulas de indización sobre los salarios nominales. La menor inflación registrada en los últimos meses provocó que los salarios nominales experimentaran menores tasas de crecimiento. El Índice Nominal de Remuneraciones elaborado por el INE creció 5,2% con respecto al año pasado. Por su parte, el Índice Nominal del Costo Mano de Obra aumentó 5,1% en términos anuales. Se espera que en los próximos meses la aceleración de los salarios privados se mantenga en línea con la inflación observada durante el primer semestre del 2001. Con respecto al reajuste de los salarios público se deben esperar los resultados de la próxima negociación.

Las perspectivas para octubre dependen de la trayectoria más reciente del precio del petróleo, el cual provocará un descenso del precio interno de los combustibles a comienzos de este mes. Como resultado, se espera una baja inflación que estará en torno a 0%-0,2%. A este elemento se contrapone la habitual estacionalidad positiva de los perecibles en esta época del año (cambio de estación y primores), factor que se repetiría este año. De verificarse un aumento del IPC como el señalado para octubre, la inflación en doce meses estará en torno a 3,5%.

Para fines de año se espera que la inflación mensual permanezca en rangos bastante menores que los observados en septiembre (entre 0% y 0,1%), tasas que son habituales para estos meses del año. Con todo, la inflación del 2001 se ubicará en 3,1% a diciembre. Más adelante, la inflación del IPC registrará una inflación anual entre 3% y 3,5% durante el primer trimestre del próximo año producto de un traspaso creciente de la depreciación pasada del peso a precios y la evolución de los combustibles. Al respecto, los futuros del precio del petróleo indican un aumento paulatino durante el primer trimestre (US$25) y luego un leve descenso para alcanzar un promedio anual de US$23 el barril. Ello provocaría movimientos de menor magnitud en los precios internos de los combustibles de aquí a fines de marzo del próximo año.

PERSPECTIVAS PARA LA INFLACIÓN Y EL CRECIMIENTO

El cambio en los supuestos del escenario internacional para los próximos ocho trimestres han sido sustantivos. El crecimiento proyectado para la economía mundial incluye ya una situación recesiva en los Estados Unidos durante el segundo semestre, con una aceleración sólo hacia fines del próximo año. La caída de los términos del intercambio este año, estimada en 5,9% en septiembre, hoy alcanza más de 8%, debido en lo esencial a perspectivas para el cobre mas pesimistas. Respecto a la situación de las economías emergentes, no es descartable el escenario central incorpora la mantención de los actuales niveles de turbulencia, lo que es el principal factor tras el supuesto metodológico de tipo de cambio constante en $ 695. Para el precio del petróleo los riesgos aparecen como balanceados.

En el ámbito doméstico, perspectivas menos promisorias para el sector industrial, junto con la continuada reducción de las existencias, llevan a corregir la estimación de crecimiento para este año hasta 3,4%. En todo caso, las perspectivas de Consensus Forecast siguen indicando un repunte de la economía mundial y de los términos del intercambio hacia el año 2003. Debido a que se estima que esta es la principal fuente de riesgos, se plantean dos escenarios alternativos, igualmente probables. Uno de ellos se basa en que el escenario del Informe de Política Monetaria de septiembre se posterga para el año 2003, en línea con la información más reciente de Consensus. El segundo supone que la aceleración es más modesta, no llegando el crecimiento de la economía mundial a tasas de tendencia dentro del horizonte de proyección. De la misma forma, los términos del intercambio persisten en niveles reducidos, con incluso una leve caída adicional durante el próximo año.

La tabla siguiente describe los distintos supuestos de estos dos escenarios alternativos, junto a los implícitos en el Informe de Política Monetaria de septiembre.

Supuestos alternativos:

En términos de crecimiento económico, ambos escenarios indican una trayectoria para la actividad por debajo de la planteada en el Informe de Política Monetaria de septiembre. En el escenario A, al haber de todas formas un repunte de las condiciones externas durante 2003, el crecimiento doméstico pasa de 4% el 2002 a 5,4% el 2003. En el escenario B esta recuperación es bastante más modesta, con lo que el crecimiento llega a 3,5% el 2002 y 4% el 2003. El crecimiento del ingreso nacional durante 2002 en el Escenario A se ubica en todo caso en niveles similares a los del Informe de Política Monetaria de septiembre, debido a que menores perspectivas para los términos de intercambio se compensan con un mejoramiento mayor del pago neto a factores, por una caída en las tasas de interés mayor a la estimada hace un tiempo.

Las expectativas de mercado se ubican entre estas proyecciones. En la encuesta de expectativas de octubre, se aprecia que el crecimiento esperado para el próximo año llega a 3,6%, mientras que para el 2003 la proyección se ubica por debajo de las estimaciones anteriores, en 4,5%.

Las necesidades de financiamiento externo tienden a reducirse en el escenario A respecto a este año gracias a la recuperación de los términos del intercambio. El déficit en cuenta corriente se ubica entre 1% y 2% durante los próximos dos años. Por el contrario, en el escenario B el déficit en cuenta corriente se mantiene entre 2% y 3%, nivel similar al de este año. La tabla siguiente resume estos resultados.

Crecimiento y cuentas externas:

Con respecto a la inflación, ambos escenarios (A y B) mantienen características similares a las del IPOM de septiembre. La depreciación del peso que ya ha ocurrido en los primeros tres trimestres del año tenderá a acelerar la inflación anual hacia mediados del 2002, debido a la gradual descompresión de márgenes de comercialización. Es previsible que la inflación anual llegue al techo del rango meta para la inflación, pudiendo superar por algunos trimestres el 4%. La factibilidad de que esto ocurra depende de forma crucial de la evolución del tipo de cambio y del ritmo de crecimiento de la actividad. En todo caso, al ser la descompresión de márgenes un fenómeno eminentemente transitorio, la inflación anual tiende a descender hacia el centro del rango meta durante 2003, no descartándose que pueda ubicarse bajo 3% hacia fines de 2003. De hecho, en el escenario B a inflación anual a diciembre del 2003 se ubica en 2,5%.

Perspectivas para la inflación:

Las expectativas privadas son algo más pesimistas que estas proyecciones en el mediano plazo. Aunque grosso modo la trayectoria primero ascendente y luego descendente de la inflación anual que se percibe en la encuesta de expectativas, hacia fines del 2003, se ubica en torno a 3,5%.

El Presidente comenta que aquí hay dos proyecciones de inflación y de producto que se estima, por parte de la División, con igual probabilidad, planteamiento sobre las que desea intercambiar ideas.

Se refiere a la encuesta que indica que las estimaciones se acercan más al escenario B que al A, de hecho están relativamente lejos del escenario A, muy cerca del escenario B. Cree que es difícil esperar que la economía mundial se recupere con rapidez, a pesar de que hubo en algún momento la esperanza que esto fuera más bien una V corta. Señala que los datos más recientes, en particular, la pérdida de confianza de los consumidores que aparece relativamente importante en los datos de los Estados Unidos, da más bien para pensar de que hay una mayor probabilidad de que la situación más débil de la economía mundial se mantenga por un período un poco más largo de lo que se había visto anteriormente. Eso apunta más bien a una proyección de crecimiento algo menos optimista entre las dos que aparecen con igual probabilidad. Al mismo tiempo, tiene la sensación de que las incertidumbres que existen, a esta altura, son extraordinariamente grandes y que sería poco prudente aparecer con alguna forma de revisión de estimaciones del carácter puntual, porque eso podría llevar a quedar obsoletos rápidamente y obligar a un ejercicio de revisión cada vez que haya una reunión de política monetaria, lo que no sería muy apropiado. Por eso, señala que tiene más bien la inclinación a pensar que, tal vez fuera útil en esta oportunidad, más que señalar una estimación punto, pensar en términos de rango y el tipo de rango el cual cree está de cierta manera basado en lo que se dijo en el Informe de Política Monetaria en septiembre, en que se hizo una proyección de crecimiento, para este año, del orden del 3,7%, indicando que había un riesgo hacia abajo. Ese riesgo, dice, se ha materializado, por lo cual esa proyección queda como en la parte alta de cualquier rango que se pudiera pensar para este año y probablemente se podría estimar que, como un rango relativamente acotado para este año, un medio punto, entre 3,2% y 3,7%, que sería poniendo la estimación antigua como el tope de la banda e ir usando un rango de cinco décimas como diferencia entre los dos.

Naturalmente, expresa, el rango tiene que ampliarse hacia adelante si es que se da uno para este año, y estaría pensando en un margen en el cual el 4% para el 2002 se convierte más bien en la parte alta de éste. También, y probablemente, la parte baja del rango esté en el orden de 3%, o sea, pensar que se amplía a 1 punto y, para el 2003 considerando que las incertidumbres son infinitas en términos del crecimiento, se puede pensar un rango aún más alto que eso, del orden de entre 3,5% y 5%, por ejemplo, como rango de proyección, un punto y medio de diferencia en los rangos.

Lo anterior, porque estima que es demasiado arriesgado aparecer con nuevas proyecciones y más bien cree que se tienen que reflejar las incertidumbres grandes que hoy día existen y ponerse en ese marco. Eso le lleva a pensar que no sería útil hacer una publicación especial formal de una revisión de proyecciones, sino más bien buscar alguna manera menos formal de transmitir el pensamiento alrededor de estos puntos. Probablemente una manera de hacerlo sea incluir estas proyecciones en el comunicado de prensa, señalando que las incertidumbres son bastante grandes y poniendo énfasis en eso. Tal vez se debiera construir esa presentación poniendo énfasis en los factores que influyen sobre ella, en la baja de proyección de crecimiento en particular que ahora hay, que tiene que ver con las predicciones de la economía mundial y otras, pero poniendo énfasis en esos elementos. Cree también, que la tarea de hacer una buena comunicación contribuye a educar al público y a explicar de manera más adecuada las políticas del Banco.

El Presidente ofrece la palabra para que los asistentes a la reunión entreguen sus opiniones al respecto.

Al Consejero señor De Gregorio le parece bien detallado todo el cuadro de proyecciones, aunque piensa que sería bueno tener un poco más aclaradas algunas de estas dudas. Dice compartir plenamente que no se puede hacer un IPOM y que en enero corresponderá entregar proyecciones definitivas, pero por ahora, señala, sería importante tener bien claras las proyecciones.

Respecto del comunicado, comparte también la idea que, como no se entregarán detalles sino que se va a decir cuál es el contexo sobre el cual se toma una decisión de política, cree que es importante cómo uno se comunica y establece cierto lenguaje, porque, tener que desdecirse del IPOM en un mes, resulta novedoso. Señala que el año 2001 está medio jugado, de manera que tal vez podría bastar con decir "algo menor", porque ello equivale de 2 a 5 décimas, o sea, si se usa como algo menor de lo que venía en el IPOM, que es lo más probable, tal vez se está pensando para el año 2002, hablar de "algo probablemente entre 3,5% y 4%". Para efectos del año 2003, dice que por ahora lo ignoraría y no cree que sea demasiado importante, porque es un año bastante incierto y que no es el centro de la discusión.

Agrega el señor De Gregorio que le queda la inquietud de cuáles son los escenarios que resulten más negativos. Sin duda, dice, existe pánico, pero algunos analistas estaban hablando de 2,8%, mientras que en su informe han colocado 3,3% – 3,5%. Manifiesta que hay ahí una tendencia a sobrereaccionar, porque existe un ambiente que sería bueno determinar respecto de su origen y efectos que las expectativas comprometen. Señala que desea separar cómo se va hacer la comunicación de temas que se deberían tener relativamente claros y él trataría de delinear algún escenario de riesgo, o sea, qué puede pasar si es muy malo, dónde está la línea que puede ser 2% o 1%. Ese tipo de cosas cree que también sería bueno tratar, porque se está en presencia de algo muy incierto y todas las regresiones, los modelos y lo que se tiene en el Banco son efectuados con datos de una época bastante próspera, vale decir, desde 1985 al 2000, con bastante pocas observaciones malas, por lo que estima que sería bueno afinar ese tema.

El Gerente de la División Estudios señala que una forma de abordar ambas cosas, es decir, dar una proyección que sea primero más pesimista pero menos detallada y a la vez señalar qué es lo que ha pasado que nos lleva a ésto, sería dar algunas pistas en el sentido de lo que se podría llamar elasticidad, es decir, la proyección del crecimiento mundial después de los acontecimientos de septiembre se ha ajustado a la baja sustancialmente que en términos de consenso implica una reducción, por ejemplo, del crecimiento de este año y el próximo de entre 50 y 150 puntos base. Indica que eso va a tener un impacto sobre la economía chilena, un rango del orden de tantos puntos porcentuales de desfase lo que permite señalar que respecto de lo que se proyectó en septiembre, podría haber esta magnitud de impacto sobre la economía chilena en cuanto al crecimiento económico. Incluso, se podría dejar sin decir que va a ser entre 4% y 5%, y sólo señalar el rango del efecto y ese efecto podría ser considerando un punto bajo el escenario de rigor.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, manifiesta que concuerda con la idea del rango para la estructura de crecimiento y agrega que quizás sería una buena experiencia ver cómo es la reacción hoy día para ver si se puede repetir en el futuro. Respecto a la inflación, entiende que el Consejo está pensando también entregar un rango para la inflación del próximo año o dejar la proyección sin modificaciones.

El Presidente se inclina por decir que "estos cambios tienen efectos contrapuestos respecto de la inflación, de modo que no se alejan mucho de las proyecciones ya hechas", pero lo deja para la segunda discusión.

El Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann, coincide con la idea de entregar un rango más bien de crecimiento en lo que se refiere al 2002, en particular, señala, porque en lo que se refiere al crecimiento mundial, los datos con los cuales se han hecho los modelos son efectivamente los de Consensus, pero hay algunos bancos de inversión que están dando crecimientos bastante menores a lo que aparecen acá, como por ejemplo, el J. Morgan no solamente para el año 2001 sino también para el año 2002, así como también otros bancos de inversión, es decir, no sería raro que el Consensus, que está próximo a salir, mostrara crecimientos mundiales menores a los que se consideraron, dado que más menos se está hablando de elasticidad 1 a 1, o sea, se va a tener un impacto sobre nuestro crecimiento del 2002 de acuerdo a esos eventuales números de, a lo mejor, dos puntos o algo así.

Hace presente el señor Lehmann que también hay un efecto hacia el lado contrario, o sea, su sensación es que a lo mejor, en principio, las reacciones han sido bastante pesimistas, pero también ha habido algunas noticias buenas, en particular, por ejemplo, el precio del petróleo. Hace presente que hoy día se está cotizando por debajo de lo que cerró el día viernes y ése, que parecía como un eventual elemento de riesgo, al parecer no se está materializando. Hoy el precio del petróleo está por debajo de los 21 dólares. De la misma manera, una vez que ha comenzado el contraataque norteamericano, las bolsas tampoco han reaccionado negativamente, es decir, si bien hubo un primer impacto negativo después se mostraron con una reacción positiva. Algo similar ocurrió con el precio del petróleo que saltó en la mañana, pero después empezó a bajar y terminó con un nivel algo por debajo del que había cerrado el día viernes. En definitiva, dice, esto puede también llevar a algún cambio en términos de proyecciones en la medida que se van desarrollando los eventos en Medio Oriente.

Manifiesta el señor Lehmann también, su sensación de que no se ha incorporado completamente el anuncio del gasto fiscal en Estados Unidos, que es tremendamente expansivo, por lo tanto, dice no estar seguro si ese elemento ha sido adecuadamente tomado o capturado por las proyecciones que han dado los bancos de inversión. En definitiva es posible que, dado ese escenario, a lo mejor el crecimiento de Estados Unidos sea algo mayor de lo que se está, incluso, entregando en Consensus.

El otro factor, indica, es las tasas de interés. En efecto, las tasas de interés reales hoy día han estado en cero y eso no ocurría desde hace diez años, por lo tanto, también cree que es un efecto que tampoco ha sido bien recogido por las proyecciones de algunos bancos de inversión. Cree que no sería raro de que, en definitiva, el crecimiento en Estados Unidos, el año 2002, sea en consecuencia por sobre lo que está entregando Consensus a los bancos de inversión.

El Gerente General, don Camilo Carrasco, manifiesta que como comunicado de la reunión de política monetaria, la parte nuevas cifras es importante, pero no demasiado. Estima que para los agentes económicos, más que las nuevas proyecciones, es reafirmar temas de política que son relevantes desde el punto de vista del Banco Central. Cree que, en este momento de más incertidumbre, se necesita decir que el nuevo escenario el Banco Central lo va a enfrentar de tal y tal manera.

El Consejero señor Desormeaux coincide con que no se tiene realmente una obligación de comunicar los cambios que pueda haber experimentado la proyección de crecimiento. Manifiesta que le parecería extraño, por ejemplo, que en la reunión de esta semana o en la semana siguiente el Banco Central Europeo sienta que su primera obligación sea decir cómo han cambiado sus proyecciones de crecimiento. Cree que esa exigencia no existe. Se puede hacer si se considera que es una manera de reducir la incertidumbre y ayudar a la confianza interna, pero no le parece que sea una obligación, y estima mejor la idea de un rango que una proyección punto que se va a tener que cambiar probablemente. Observa que en los Estados Unidos con la rebaja de impuestos de 70 mil millones que considera el Presidente Bush ya se está hablando de 125 mil millones de recursos fiscales, más una baja de la tasa de política monetaria, que va a llegar por lo menos al 2%, y los bancos de inversión, estiman un crecimiento de más de 3% para el segundo trimestre de 2002 en ese país. En la práctica, con respecto a lo que se está analizando, teme que en el escenario internacional, el crecimiento va a ser un poco mejor de lo que se está señalando y en cambio, le tiene mucho más temor al fenómeno de los países vecinos. No sabe si eso se ha tomado en cuenta y se ha evaluado cuáles son los canales a través de los cuales nos va a afectar. Piensa que se va a tener un mejor desempeño del crecimiento de la economía mundial, pero a través de algún canal financiero nos va a golpear la situación argentina y eso puede ser, probablemente, más importante que la velocidad de la recuperación mundial.

El Vicepresidente señor Marshall manifiesta que ha sido muy de su agrado el formato que distribuyeron en esta ocasión, cree que es un buen documento, mejor que los que se tenían para las reuniones habituales. Sugiere sí agregar al final, un cuadro standard similar al que usaban antes y que se llamaba "el macro" y que es parecido al modelo del Fondo Monetario Internacional.

Continúa el señor Marshall señalando que tiene la impresión que se está en presencia de un fenómeno que ninguna cifra de Consensus Forecast va a reflejar. Plantea que hay que estar preparado para un cuadro bastante más negativo en Estados Unidos. Hasta hace tres meses atrás ellos decían que el superavit asignado al Social Security no podían tocarlo y ahora están diciendo lo contrario. Tiene la impresión de que hay una pérdida oscura, que es la pérdida del valor de los activos, ya que cuando los activos no se transan no se percibe la pérdida de valor, por ejemplo, como nadie vende casas nadie sabe que las casas cayeron de precio, pero así sucedió efectivamente, la riqueza cayó de precio, hay un efecto riqueza superior a lo que las cifras reconocen, que sólo se sabrá después que se conozcan las cifras de consumo, etc. En ese sentido cree que es más pesimista respecto de la economía de Estados Unidos.

Obviamente, dice, hay un nivel muy grande de incertidumbre y dado que eso ocurre, cree que es mejor entregar cifras con un nivel mayor de explicación y comparte lo que planteó en ese sentido el Presidente señor Carlos Massad, así que en términos muy simples, proyectaría un rango entre 3% y 4% para el año 2002, manteniendo más o menos una sintonía con el mercado; no daría ninguna cifra para el 2001 y para el 2003 diría que los cambios son menores. Solamente colocaría una cifra para el 2002, en ese rango y en la línea también de lo que planteaba el señor Morandé respecto de ir viendo los efectos. En algunos casos daría cifras y en otros casos, simplemente, mencionaría los efectos.

En relación al tema que ha planteado el señor Gerente General y que comparte plenamente, señala que había ensayado una redacción, porque a su juicio, la pregunta es ¿por qué no se baja la tasa en este escenario que se está viviendo?, piensa que ése es el tema de fondo. Su respuesta a esa pregunta es que se observa hacia adelante un aumento de la inflación y después una disminución, o sea, un escenario bien complicado. Si se tuviera por delante solamente una disminución, la respuesta de política monetaria sería mucho más simple, se podría bajar la tasa, y eso lo diría de la siguiente forma: "En la medida que se tenga mayor seguridad en la trayectoria transitoria del aumento en la inflación, el Banco Central estará en condiciones de introducir un mayor impulso monetario". Dice tener la impresión de que en la medida que se tenga la seguridad que ésa es la trayectoria, la trayectoria lo que está indicando es que para el año 2003 se está bajo el 3%. Si el sesgo de actividad es negativo, la trayectoria va a ser más acentuada, o sea, en el escenario B que se mencionaba recién, la inflación al año 2003 es 2,5% y 2,4%, es decir, el escenario B es el escenario intermedio. Observa que el escenario B está entre un escenario C y un A; el A es optimista, el B es centrado y el C es el más pesimista, por lo tanto, el escenario indica que la inflación está en 2,5% y 2,4% según IPCx para el año 2003. El problema es que se llega a eso con algo en torno a 4%, entonces la trayectoria es negativa desde el punto de vista del Banco, porque se va a llegar al 2,5% pero después de haber pasado por 4%, lo que complica un poco.

El Presidente señala que la discusión de la redacción del comunicado la tendrán mañana. Le parece que hay coincidencia en pensar que no se va a hacer una publicación formal de nuevas proyecciones; que se introducirán rangos en el comunicado y que éste debe contener una justificación de los cambios de dirección que se ven en las proyecciones hasta ahora, y señalar la visión de política del Banco Central y de los instrumentos que tiene a su disposición de aquí para adelante. Cree que en eso estarían todos de acuerdo y solicita, sobre esa base, un borrador de comunicado para mañana. Espera también que los documentos necesarios para la discusión fueran repartidos temprano mañana para tener tiempo de verios con calma.

Recuerda también el señor Massad que el Consejero De Gregorio ha pedido una visión menos favorable de lo que pueda venir. Cree que es útil tener esa visión como piso de lo que se podría estar enfrentando y sería bueno, dice, si en el curso de la semana se pudiera obtener algo al respecto, enfatizándolo por el lado financiero regional, para tener una discusión sobre ese tema, el martes de la próxima semana.

El Vicepresidente señor Marshall hace notar que el escenario A y el escenario B tiene un tipo de cambio supuesto de $700 a fines del 2003 y con eso la inflación les da 2,5% a fines del 2003 en el escenario B. Probablemente, dice, no hay otro supuesto que hacer en este momento, pero es un supuesto bien fuerte suponer que el tipo de cambio permanece en un nivel tan elevado hasta el año 2003. Contesta el señor Morandé diciendo que eso refleja que no existen muchos antecedentes como para decir que va a subir o que va a bajar; parece ser que ya subió suficiente de modo que no va a subir mucho más, pero que también existen dudas. El señor Marshall manifiesta que sólo quiere destacar que es un supuesto relativamente alto y no significa que se tenga que cambiar el supuesto.

Por último, el Presidente señala que tiene cierto temor del anclaje de las expectativas, aunque la última encuesta no muestra ningún síntoma de ese anclaje. Tiene una preocupación seria, sobretodo si en las proyecciones aparece que en algún momento se va a estar por sobre el 4%. Piensa que la credibilidad del Banco Central va a estar puesta a prueba duramente y se va a tener que trabajar tomando eso en cuenta.

El Consejo acuerda suspender esta Sesión a las 17,35 horas, para continuarla mañana 9 de octubre en curso, a las 16,00 horas.

En Santiago de Chile, a 9 de octubre de 2001, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Carlos Massad Abud y 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, también, el señor Ministro de Hacienda don Nicolás Eyzaguirre Guzmán.

Los demás asistentes son los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Jorge Carrasco Vásquez;
Gerente de División de Estudios, don Felipe Morandé Lavín;
Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga;
Gerente de División Internacional Subrogante, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;
Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete;
Secretaria Ejecutiva Gabinete de la Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo;
Jefe de Prosecretaría, doña Cecilia Navarro García.

El Presidente reanuda la sesión solicitando al Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, que haga un breve resumen de la discusión sostenida en el día de ayer e informa al señor Ministro de Hacienda que en esa reunión se convino en no publicar proyecciones realizadas formalmente. Le indica que se ha preferido señalar básicamente un rango para el año 2002 sin entrar a especificar el 2001 y el 2003, y el rango que se señala está entre 3% y 4% de crecimiento.

El Presidente ofrece la palabra a los participantes.

El Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel, manifiesta que en la última reunión de política monetaria de septiembre, se concluyó que la coyuntura y perspectivas de la economía internacional y chilena, reflejaban un alto riesgo de desviación del escenario base, planteada en dicha reunión y en el Informe de Política Monetaria de septiembre. Se reafirmó que el Banco Central estaría especialmente atento a desviaciones respecto de dicho escenario base, actuando en una u otra dirección en sus decisiones de política futuras, de ameritarse dichos cambios.

Señala que con posterioridad al 11 de septiembre, los cambios en el escenario base y en la evaluación de riesgos han sido enormes, constituyendo posiblemente las mayores desviaciones observadas en un mes de la historia económica reciente. Esta información nueva se refleja en los nuevos supuestos y en las nuevas proyecciones de la División de Estudios.

El escenario A de dichas nuevas proyecciones, revisa hacia abajo las proyecciones de crecimiento de la economía chilena y revisa hacia el alza las proyecciones de inflación total e inflación subyacente. Para el IPCX se proyectan ahora tasas anuales de 4.0% a 4.3% en cuatro trimestres consecutivos, desde el segundo trimestre del 2002 hasta el primer trimestre del 2001, proyectándose variaciones algo inferiores al 4.0% para la inflación total. Hacia fines del 2003, se proyecta una convergencia hacia el centro del rango meta. No obstante, las correcciones hacia arriba en las proyecciones del IPC y del IPCX son sustanciales, variando entre +1 décima hasta +5 décimas para las tasas anuales de inflación proyectadas desde el segundo trimestre de 2002 hasta el segundo trimestre del 2003. Ello constituye una corrección sustancial para nuestra variable objetivo principal, precisamente para el horizonte respecto del cual la política monetaria es efectiva: en los siguientes tres a siete trimestres.

A la fecha de nominalización de la política monetaria a fines de julio, la tasa de política monetaria nominal adoptada fue de 6,5% (la tasa vigente hoy aún). Este nivel reflejaba explícitamente la combinación de la tasa de interés real vigente en esa fecha (3,5%) y las expectativas de inflación (3%). En el Informe de Política Monetaria de septiembre, las proyecciones de inflación a un año plazo fueron corregidas al alza, proyectándose una inflación promedio IPC-IPCX de 3,6% al cuarto trimestre de 2002. Eso significó una reducción de la tasa de política monetaria implícita real desde 3,5% a 2,9% anual, ya presente en el Informe de Política Monetaria de septiembre. Ahora bien, con el nuevo escenario base, se proyecta una inflación promedio IPC-IPCX que aumenta desde 3,6% anual a 4,0% anual al cuarto trimestre de 2002. Por lo tanto, se ha producido un relajamiento implícito de la tasa de política monetaria real por otras cuatro décimas, cayendo ahora de 2,9% a 2,5%. En otras palabras, desde fines de julio y hasta la fecha, se ha reducido la tasa real de política implícita en 100 puntos base, para el horizonte relevante de política de 12 a 15 meses y, es precisamente el componente real de la tasa de política monetaria nominal que el Banco Central privilegia en su entendimiento y modelamiento de los mecanismos de transmisión de la política monetaria a gasto, producto y precios.

Este simple cálculo está basado en las proyecciones del escenario A en el documento "Síntesis del Mes" presentado esta mañana por la GAM. En el escenario B o pesimista, la proyección de inflación es sólo levemente menor, en dos décimas de un 1%, en el horizonte de política relevante. Si se emplean estas proyecciones, el relajamiento monetario de la tasa de política monetaria real implícita es sólo levemente menor, siendo igual a 80 puntos base.

No obstante, recuerda que ambos escenarios están basados en un supuesto de tipo de cambio nominal plano en $ 695 por dólar. El nivel de hoy, a las 15,22 horas (Fuente: Reuters, yahoo.com) es de $ 718,00, que equivale a una depreciación nominal de 3,3% respecto de los $ 695 por dólar Si este nivel se mantuviera y se le aplicase un moderado coeficiente de traspaso de apenas 0,15, anotaríamos 5 décimas de inflación adicionales en el siguiente año, llegando tranquilamente a un 4,5% de inflación hacia fines del 2002. Por otra parte, aún no se cae Argentina y los precios de petróleo están relativamente bajos. Cuando Argentina deje de cumplir sus compromisos - evento cuya probabilidad es estimada en 50% a 80% para los siguientes meses, tanto por los analistas como por los mercados financieros - y cuando la OPEP reaccione a los bajos precios actuales recortando su producción, como ya anticipó el Presidente de Venezuela señor Chávez ayer, las presiones inflacionarias por devaluación del peso y mayor precio del petróleo pueden ser bastante más intensas aún, conjugando un escenario C al cual le asigna una probabilidad subjetiva al menos tan alta como la asociada al escenario B del informe.

En conclusión, señala el señor Schmidt-Hebbel que el escenario central A plantea una combinación de un relajamiento monetario real de 100 puntos base con un sustancial aumento en las propias proyecciones de inflación, a niveles que en el caso del IPCX caen fuera del rango meta por tres trimestres consecutivos. En su opinión, esta combinación

es incongruente con el objetivo central. Por lo tanto, dice, se requiere de una corrección positiva en la tasa de política monetaria nominal, que deshaga en parte el relajamiento monetario implícito durante los dos últimos meses y asegure que la inflación converja al centro del rango meta en el horizonte de política.

El Vicepresidente señor Marshall opina que hay que tener cuidado con un planteamiento que hace el señor Schmidt-Hebbel, que se ha repetido y que consiste en lo siguiente: la inflación anualizada del tercer trimestre de este año es del orden de 5,5%, es la inflación de hoy. Lo que no se puede hacer, dice, es tomar la inflación del tercer trimestre e imputársela a los próximos tres trimestres, porque va a seguir dando una inflación muy alta. La inflación del modelo, de los próximos cuatro trimestres, sin considerar el pasado, que no es anualizada sino que es la de los próximos cuatro trimestres, es 4%. O sea, no hay una inflación al alza, el modelo no da eso y lo que dice es que hasta el tercer trimestre es un 5,5%. Ahora, si se quiere calcular en doce meses, obviamente el 5,5% está incluido. Lo que se está diciendo en estos momentos es que la inflación hoy día, tiene un shock transitorio. Si es shock transitorio, inesperado, no se anticipó ni aquí ni en el mercado, tampoco se le puede adjudicar el carácter de que fue anticipado, nunca existió tal relajamiento, porque si hubiese sido anticipado se hubiera tenido aquí y en el mercado también. Eso de decir que el 5,5% generó un impulso monetario, tampoco es correcto, porque ese fue un shock por una sola vez, por lo tanto, no hay tal relajamiento en la política monetaria, porque el aparente relajamiento es imputar el 5,5% que ya ocurrió el tercer trimestre de este año y no se va a repetir.

Concluye el señor Marshall en que no existe aparente relajamiento adicional en la política monetaria, ya que esto existió por una sola vez. Por el contrario, dice, lo que se tiene hacia adelante es una disminución en la proyección de inflación. El último trimestre tuvo una inflación anualizada de 5,5%; los próximos cuatro trimestres la inflación, según el modelo, puede ser en torno a 4% o algo menos en el escenario B y si se va al escenario C, obviamente sería sustancialmente menor. A partir del tercer trimestre, lo que se observa para adelante, en términos puntuales, es una inflación decreciente. El hecho de haber tenido una inflación alta en el tercer trimestre, puede llevar al equívoco de pensar que la inflación está subiendo y eso no es así.

El Gerente de Investigación Económica, señor Schmidt-Hebbel, dice que, precisamente para evitar ese equívoco, todo su cálculo se basa en la inflación hacia el tercer o cuarto trimestre del año 2002 que, por tanto, calcula la variación del IPC y del IPCX respecto del nivel en el cuarto o tercer trimestre de este año. Este procedimiento evita tomar en consideración inflaciones puntualmente altas o bajas verificadas en meses recientes, porque considera sólo las inflaciones futuras.

El Gerente General, don Camilo Carrasco, se refiere al supuesto sobre el tipo de cambio que usa este modelo que, en su opinión, es el más difícil de aceptar como supuesto de trabajo. No encuentra que sea consistente con una serie de otras variables del modelo, porque tomar el tipo de cambio actual y hacerlo permanecer constante, por más de 24 meses, cuando las condiciones que se van a dar en los años 2002 y 2003 serían absolutamente distintas a las actuales, tal como lo plantea el propio modelo. Habrá una baja del spread soberano de 60 o 70 puntos, una normalización gradual del flujo de capitales, tasas de interés internacionales constantes o menores, menos turbulencia financiera, precio del cobre en 82 centavos, precio del petróleo más bajo y en fin, una serie de otras variables que lo único que harían pensar es que difícilmente el tipo de cambio nominal o real se pueda mantener. Cree que la lógica del comportamiento llevaría a pensar que va a haber una disminución del tipo de cambio real, si es que las otras cosas se dan. Estima que ese supuesto hay que plantearlo con cuidado y hay que pensar que los resultados que da el modelo están bastante condicionados a ese supuesto, con el cual, a su juicio, no parece enteramente correcto trabajar.

Respecto de ese punto y nada más que para aclarar, señala el Gerente de División Estudios que el grueso del efecto inflacionario de la depreciación ocurre durante el año 2002 y es un efecto rezagado de la depreciación del peso que ha ocurrido hasta ahora, de modo que si se postulara que para fines del 2002 o comienzos del 2003 el tipo de cambio real se depreciaría, los efectos de esa vuelta atrás en cuanto a la inflación interna se sentirían bastante más tarde en el tiempo, y por tanto, probablemente perduraría este efecto transitorio de alza de la inflación durante el próximo año. Desde ese punto de vista, el supuesto de $700 por dólar por los próximos cuatro trimestres es relativamente inocuo, en la medida que no se cambie esa tendencia a la depreciación que se ha visto hasta ahora muy rápidamente en los próximos dos o tres meses.

El Consejero señor Desormeaux comparte el punto de vista del señor Schmidt-Hebbel, señalando que la tasa de interés real es relevante para la toma de decisiones y se toma en base a la tasa de inflación esperada, o sea, como tasa de interés nominal de política menos la tasa de inflación esperada. Si se toma las expectativas privadas recogidas por la encuesta de septiembre o el cambio que se da entre agosto y septiembre, éstas pasan de 3% a 3,5% para diciembre del 2002, lo que indica que hay un repunte. Es cierto, dice, que si se evalúa esta diferencia a partir de julio, que era 3,3%, hay una diferencia de sólo 0,2 puntos. Pero en el fondo, tomando el caso más pesimista, aquí ya habría un aumento de la inflación esperada de medio punto y por lo tanto, la tasa de política monetaria de 6,5% hoy día equivale a una tasa real que habrá bajado de 3,5% a 3%. Señala que esa es una realidad: la política monetaria hoy día es más expansiva de lo que se previó cuando se hizo la nominalización. Ello, naturalmente, puede ser o no ser adecuado, pero hay que juzgarlo con los otros antecedentes que entregue el señor Morandé.

Respecto a la presentación que hizo el señor Schmidt-Hebbel donde aparece un tercer escenario más pesimista que no se habría considerado, señala que es un escenario donde el petróleo y una eventual crisis de los países vecinos juega un rol. Dice tener dudas de que el petróleo pueda tener una alta probabilidad de jugar un rol adverso, y tiene la impresión de que es mucho más difícil controlar los acuerdos de los productores cuando los precios están cayendo que cuando ocurre a la inversa.

En relación a la crisis de Argentina, que tiene una probabilidad tan alta como la que menciona el señor Schmidt-Hebbel, si esa probabilidad es tan alta se pregunta por qué el mercado no la ha considerado. Puede ser que los precios, los premios por riesgo, las tasas de interés y el tipo de cambio de hoy día, de alguna manera ya estén ajustados en un 80%. Si fuera así, señala que el escenario C es levemente más malo que el escenario B y por eso le gusta el rango de 3% a 4% -un poco peor que el 3,5%-, pero no muy distinto del que ha presentado el señor Pablo García.

La Consejera señora Ovalle solicita algunas aclaraciones al Informe presentado por la División de Estudios. Señala que en revisión previa, se había acordado respecto a las proyecciones de crecimiento, dar un rango en lugar de punto para los años 2001, 2002 y 2003. En la presentación de hoy se mantienen proyecciones punto para dichos años y sólo en el comunicado se da para el año 2002 una proyección rango. Además, dice, es necesario que en el comunicado se mencione el crecimiento esperado para el año 2001 junto con el de 2002. Cree que está bien el mayor detalle en la presentación de los escenarios A y B, que según se entiende, tienen un 50% de probabilidades de ocurrencia cada uno. Lo que sí incluiría en los cuadros serían las fechas en que se hicieron las proyecciones.

Recuerda la señora Ovalle que también se había solicitado un tercer escenario en el que las condiciones estuvieran más deterioradas que en el escenario B, que será presentado en una próxima vez, pero le gustaría reiterar la importancia de hacerlo.

En la primera versión de la minuta, se había incluido junto con los escenarios A y B los resultados detallados de la encuesta mensual de expectativas del Banco Central. En la presentación de hoy no se incluyó esta información, sólo se mencionó en el texto. Cree que es conveniente incluirla para tener una visión más clara.

El Gerente de la División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera, se refiere a los puntos en el eventual relajamiento de la política monetaria. Señala que los antecedentes más concretos que tienen son los préstamos en UF a un año, indicando que esas tasas hoy día están del orden de 3,4%, levemente por debajo de la tasa de política monetaria que está en 3,5%. Hace presente que ha habido en el mercado por parte de los agentes, independiente del tema de expectativas de inflación, una expectativa de menor contracción o menor reversión de la política monetaria que cree es menos expansiva, del orden de 50 puntos base. Otro factor que también está ensuciando, en el margen, esas tasas, es que en los últimos meses se ha tenido inflaciones más altas que lo normal. Cree que, por lo menos, a nivel del mercado todavía no están presentes las expectativas inflacionarias, por lo tanto las tasas del mercado no se han hecho aún más expansivas. Agrega que podría pasar que en un escenario de aceleración de la inflación efectivamente se pasara a lo que describía el señor Schmidt-Hebbel y se viera una solución más expansiva de la política monetaria por mantener la tasa de política en el mismo nivel, pero con las cifras que hay a la fecha, eso no se refleja ni en las expectativas directas de inflación del sector privado ni tampoco en las tasas a las que está operando el sistema financiero.

El Vicepresidente señor Marshall, sobre este mismo tema, comparte lo que se ha planteado. Manifiesta que lo que se ha indicado, en otras ocasiones, es que es muy importante para la expansividad de la política monetaria la diferencia entre tasas cortas y tasas largas. Señala que si las tasas largas han bajado 50 puntos base y las tasas cortas han bajado entre 20 y 50 puntos base, como planteaba el señor Desormeaux, no es claro que se esté en presencia de tasas más expansivas. Esto, dice, no significa que haya que subirla ni que bajarla, simplemente se está constatando hechos. Comparte lo que plantea el señor Desormeaux, pero señala que si se toma la diferencia entre la tasa corta y la tasa larga, justamente van a dar el argumento contrario. Le gustaría que no quede ese argumento como uno demasiado fuerte ni en el comunicado ni en el análisis, porque no lo ve así y cree que el mercado también lo considera así. Tampoco está de acuerdo a lo que se había señalado en los parámetros de expansividad de la política.

El Presidente señor Massad manifiesta que la parte más rápida de la expansión monetaria se tuvo a comienzos de año, por un período breve y luego la tasa de crecimiento monetario, si bien en doce meses sigue siendo alta por la expansión rápida del comienzo, se disminuyó bastante y ahora hay tasas de expansión monetaria que se debería considerar razonable o normales para una economía que se comporta como la nuestra. De repente, dice, si se mide en doce meses, el crecimiento es muy alto, pero ese crecimiento ahora disminuyó. Manifiesta que el punto que plantea el señor Schmidt-Hebbel es un punto a mantener bajo vigilancia, aunque comparte la opinión de que hasta ahora no se manifiesta en un efecto importante sobre expectativas y por tanto, sobre tasa de interés real.

El señor Ministro de Hacienda manifiesta que desea hacer un comentario un poco más analítico y señala que no deja de ser paradojal, aunque la economía esté llena de paradojas, que crecientemente estemos construyendo escenarios en que tiende a disminuir el nivel de crecimiento y a aumentar el nivel de inflación. Agrega lo siguiente: "Desde el punto de vista de la modelística, siempre es posible dejar cierta cantidad de parámetros constantes y hacer el análisis de riesgo usando un conjunto determinado de factores exógenos que a fin de cuentas, siempre reflejen un problema de riesgo de inflación al alza. La clave está en la

consistencia del escenario de riesgo. Y al respecto, uno observa una situación de coexistencia de desaceleración del producto, luego de una aceleración inflacionaria en algunas circunstancias que creo que no son las que están presentes. Una típica de ellas es un shock fuerte de costos; otra es una situación fiscal en que la pérdida de credibilidad lleva simultáneamente a una pérdida del valor de la moneda y a un alza de las tasas de interés.

Un típico shock de costos es lo que podría ocurrir con el precio del petróleo. Sin embargo, si uno le cree al mercado, hay pocas posibilidades de un incremento relevante. Los precios futuros tienen ponderado riesgos al alza que se producen por una generalización del conflicto bélico, las condiciones políticas para el recorte de la OPEP y el efecto que predomina es la contracción de la demanda global, en cuyo caso, los precios tenderían a bajar. Asimismo, pienso que está fuera de discusión una aceleración de la inflación ante una situación de pérdida de credibilidad fiscal. Por lo tanto, creo que la construcción de esos escenarios, siendo interesante intelectualmente, puede no ser consistentes con la evidencia que se observa. Por ejemplo, es posible construir otro escenario en que, producto de que se mantienen las tasas como están y hay una recuperación tipo B en la economía mundial, el tipo de cambio se tiende a apreciar, cuestión que podría significar una situación más bien de inflación hacia la baja."

El Presidente manifiesta que el hecho que se haya construido dos escenarios con igual probabilidad, indica que el rango de incertidumbre que se observa hacia el futuro realmente es muy grande. Señala que esos rangos de incertidumbre han ido incrementándose con el correr del tiempo y sobre la economía chilena se aprecian efectos reales por distintas vías: de términos de intercambio, del volumen de algunas exportaciones que comienzan a sufrir problemas de mercado, del tipo de cambio que en el último tiempo ha estado sobrepasando cualquier límite que tenga alguna vinculación con los fundamentos; y esos elementos, hacen pensar que los riesgos que existen para adelante, tanto en términos de crecimiento como de inflación, son muy difíciles de acotar con cierta precisión. La idea de plantear rangos, en términos de crecimiento, es una idea muy útil para reflejar la incertidumbre que existe. De hecho, dice, el Fondo Monetario informa hoy día que no va a revisar sus proyecciones del World Economic Outlook hasta diciembre, y en ese mes emitirá, por primera vez, una versión revisada, es decir, ni siquiera la institución que cuenta con la mayor información sobre la economía mundial, en este momento, está en condiciones de hacer una revisión muy firme sobre lo que puede ocurrir con los desarrollos de la economía mundial. Le parece que eso es simplemente un reflejo de lo que se percibe aquí, que se construyen escenarios alternativos que pueden ir en varias direcciones, pero que sólo reflejan, de hecho, el gran ámbito de las incertidumbres que existen.

Agrega el señor Massad que las proyecciones mejores que se han hecho en el pasado y con bastante certeza, han sido las proyecciones de inflación, y confía en que se siga haciéndolas, pero esa confianza se aminora un poco al observar el aumento del grado de incertidumbre que se observa en todas las proyecciones que, de hecho, luego van a influir sobre las proyecciones de inflación. En este ambiente le parece apropiado el haber construido más de un escenario. También que hayan decidido no publicar formalmente revisiones de proyecciones y reitera esto, porque quiere hacer un llamado a todos los presentes a que tanto en sus conversaciones públicas fuera del Banco como en sus presentaciones y seminarios, no se les deslicen proyecciones precisas más allá del rango del cual se va a hablar en el comunicado.

También señala el señor Massad que los acontecimientos de hoy, en el mercado cambiario, realmente son una fuente de preocupación. Hay que estar alerta a esos movimientos que no responden a elementos fundamentales de nuestra economía.

El Presidente aclara que el señor Marshall le ha comentado que en una oportunidad anterior, en diciembre de 1998, el Fondo revisó el World Economic Outlook.

El Consejero señor De Gregorio manifiesta que se ha quedado con la inquietud de la discusión de la tasa real y que comparte lo que está ocurriendo, o sea, si se observan simplemente las expectativas de mercado, se visualiza que habría una baja en la tasa real. Estima que también habría que tratar, metodológicamente, de adaptarse un poco, porque precisamente la nominalización cuyo propósito era sacar como el objetivo la tasa en UF o la tasa real, es un elemento importante que tiene que ver con la demanda agregada y lo que pueda pasar con las presiones inflacionarias en el futuro. Lo que interesa, dada la política monetaria con su tasa nominal, son las perspectivas inflacionarias en ese escenario y eso es algo que cree que nos va a acompañar por bastante tiempo.

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

El Gerente de la División de Estudios, don Felipe Morandé, indica lo siguiente:

El Informe presentado destaca el significativo impacto que tendrá sobre la economía chilena un escenario externo deteriorado después de los hechos del 11 de septiembre. Dicho impacto se manifiesta en un menor crecimiento de la demanda foránea por los productos chilenos, en una caída algo mayor de los términos de intercambio y en un peso $ 30 más depreciado, con relación a lo anticipado en el Informe de Política Monetaria de septiembre. Ambos elementos combinados ponen a la economía chilena frente a un cuadro de *estanflación*, en el que se desacelera en el margen (entre 0,5 y 1%) el crecimiento ya menguado de la actividad económica y la presión de un peso más depreciado sobre el nivel de precios empuja la proyección de inflación hacia arriba, aunque sea sólo transitoriamente.

En este contexto, ¿cuáles son los aspectos a considerar para tomar una decisión de política monetaria?

1. Credibilidad y expectativas: la trayectoria proyectada de la inflación en los siguientes ocho trimestres mantiene la misma forma de montaña que se mostró en el Informe de Política Monetaria de septiembre. Sin embargo, la depreciación adicional del peso, luego de los atentados y del recrudecimiento de la situación argentina, ha agregado algunas décimas más a esa trayectoria que pudieran hacer que la inflación sobrepase el 4% anual en algún momento del próximo año. A esto se añaden variaciones del IPC elevadas en agosto y septiembre, lo que en conjunto provoca un riesgo de que las expectativas de inflación puedan desanclarse de no mediar un cambio hacia una posición menos expansiva de la política monetaria. Este riesgo parece, por ahora, acotado a juzgar por la información que entrega la encuesta de expectativas de octubre, donde se aprecia que los analistas adoptaron la trayectoria en forma de montaña del Informe de Política Monetaria y mantienen sus expectativas de inflación dentro del rango meta. A esto habría que sumar que, de mantenerse los precios del petróleo cerca de US$ 23 por barril, según supone el informe anexo, entonces tendremos dos o tres meses de inflación baja que ayudarán a mantener contenidas las expectativas de inflación del mercado al menos hasta fin de este año. Con todo, es un riesgo que puede aumentar súbitamente si tenemos alguna sorpresa inflacionaria, como en agosto, que dé cuenta de un traspaso adelantado de la depreciación del peso a precios de ítem con baja elasticidad precio de demanda. Asimismo, es indudable que una inflación en alza desde comienzos del próximo año siempre mantendrá latente el riesgo de una inflación indefinidamente creciente.

2. Holguras: la economía chilena mantiene una posición de producción efectiva por debajo de su potencial, por lo que las presiones de demanda sobre la inflación permanecen mayormente contenidas. Esto se manifiesta en una reducida tasa de crecimiento del empleo, en un déficit de cuenta corriente cercano a cero si se mide a términos de intercambio de tendencia, y en márgenes de comercialización que no muestran visos de

recuperación. Los cambios en las perspectivas de crecimiento que traen los sucesos recientes podrían agregar espacio a las holguras existentes, pero es importante recordar que esto sólo ocurre si se da un escenario muy pesimista de crecimiento mundial.

3. Posición actual de la política monetaria: La tasa de política monetaria de 6,5% anual representa, en su origen, una posición expansiva de la política monetaria. Esto se ha visto refrendado por las altas tasas de expansión de los agregados monetarios más líquidos, aún corregidos por los eventuales ajustes de dichos agregados hacia stocks deseados por parte del público, después de haber alcanzado niveles muy bajos durante 2000. Además, aunque las expectativas de inflación no se han desanclado, sí registran un aumento (dentro del rango meta) respecto de septiembre, que perdura todo el horizonte de proyección y que sitúa a la inflación en cerca de 3,5% hacia fines de 2003. Aunque esta tasa supera la proyectada por el Banco Central en el mismo horizonte (3% o algo menos), ciertamente revela que el mercado percibe una tasa de política monetaria *real ex ante* inferior al 3,5% más UF que se tenía en julio pasado, posiblemente cerca de 3%. Se puede decir, entonces, que la posición de la política monetaria hoy es más expansiva que hace dos meses.

Tomados estos aspectos en conjunto, las opciones de política monetaria parecen seguir abiertas como en meses recientes. La exacerbación de un ambiente *estanflacionario* y la mayor incertidumbre que resulta después de los sucesos de los últimos treinta días, hacen recomendable la *mantención* de la actual tasa de política monetaria, la que ya constituye una posición de estímulo a la demanda interna, especialmente considerando el moderado incremento en las expectativas de inflación.

El Vicepresidente señor Marshall manifiesta que es importante que se llegue a la conclusión con algún diagnóstico que deje tranquilos, y por eso desea discutir algunos puntos.

En primer lugar, no cree que se esté en *estanflación,* y por tanto, no cree que sea bueno ni siquiera colocar el concepto. Señala que la tasa de inflación, de los últimos seis meses en Chile, fue un 4,7% anualizada y no hay ningún período hacia adelante, ni de uno ni de dos trimestres, en que se esté pensando que la inflación va a ser superior a ésa. El hecho de que en agosto y septiembre, como dice el documento, la inflación haya sido mayor, no significa una amenaza que pueda afectar las expectativas; cree que hay un temor muy grande en eso y piensa que hay que distinguir entre los pasados trimestres, y efectivamente en ellos ha habido una inflación muy alta: se tuvo un shock de 0,8% y 0,7% en dos meses. Ese 1,5%, dice, va a estar incluido cada vez que se mire en doce meses hasta el próximo año. Lo que se va a observar para adelante es una inflación en torno a 4% o entre 3,5% y 4%, dependiendo de los escenarios.

En su opinión, el escenario central que se ha planteado, es uno en el cual la inflación a 24 meses es 2,5%, al decir que se está en un rango de 3% a 4% en materia de crecimiento.

Habiendo bajado la tasa de crecimiento en forma radical y con expectativas de inflación de 2,5%, la pregunta de hoy es por qué no se baja la tasa. La única razón, a su juicio, es porque existe una incertidumbre tremenda en los riesgos y hay un tipo de cambio que está más allá de lo que se está suponiendo; no se sabe lo que va a pasar en el país vecino y por tanto, se está enfrentando riesgos que harían poco prudente mover la tasa hoy día. La única posibilidad de mover la tasa es que se tenga certeza de que la proyección, el escenario B que aquí se ha manifestado, se asiente como un escenario en el cual se tenga una confianza razonable. Como no existe esa confianza, estima que no se debe hacer nada en materia de tasa de interés, pero desde el punto de las opciones, cree que es importante destacar que hay un menor crecimiento, una menor inflacion y no hay un shock de expectativas. Señala que si se observan las expectativas, en términos de los últimos cuatro meses, no existe un efecto

significativo y el hecho que la inflación haya subido en agosto y septiembre, no significa que las expectativas se van a desanclar si no se sube la tasa. Por tanto, en estos momentos lo que se observa hacia adelante es un período de tremenda incertidumbre, especialmente cambiaria, y mientras no se tenga alguna información adicional, considera que no es prudente mover la tasa, pero eso no debe hacer pensar que se está en un escenario de gran riesgo inflacionario tal cual está hoy día escrito, sino que el riesgo inflacionario viene por los elementos que no se contienen en los documentos ni en los cuadros, pero que se consideran en el mercado. Por esa razón, a su juicio, no es prudente mover la tasa y esto complementa algunos de los argumentos que planteó el señor Morandé.

El Consejero señor Desormeaux manifiesta que tiene una visión un poco distinta a la que plantea el señor Marshall. Es cierto, dice, que aquí hay un shock transitorio que está haciendo que la inflación medida en los próximos trimestres sea más alta y si se observa el escenario B, la verdad es que durante todo el período hay tasas de inflación más bajas, pero que el mercado no lo percibe así y si se observa la encuesta de expectativas, el mercado proyecta tasas de inflación más altas, tanto para el año 2002 como para el 2003. En el fondo, la economía recibió un shock, por una sola vez, pero como ésto se tradujo en alzas en las tasas de inflación medidas, ello crea una tensión para la credibilidad del Banco Central. El hecho que los modelos den estos resultados, cree que no basta, y hay que estar muy seguros también de que el mercado lo perciba así. Señala que se logró un éxito en el año 2000, en que la inflación convergió más rápido de lo anticipado, pero ello no significa que la tarea que hay por delante sea fácil.

El señor Ministro de Hacienda manifiesta lo siguiente: "Creo que es muy correcto mantener una actitud vigilante respecto de un eventual desanclaje de las expectativas. No obstante, hay que ser tremendamente cauto con jugar demasiado con este argumento. En el extremo, y solamente lo estoy presentando para fines de ilustración, el argumento podría llevarnos a una política de alza de tasas nominales cada vez que tenemos shock inflacionario hacia arriba, y de baja de tasas nominales cuando tenemos shock inflacionario hacia abajo, lo que sería una política errática y por tanto, creo que el argumento es válido sólo cuando los shocks amenazan con ser de características un poco más prolongadas y persistentes. De hecho, no es fácil encontrar evidencia respecto de efectos de segunda vuelta de los shocks petroleros del año 2000, es decir, no hay evidencia de que hubo desanclaje de expectativas. Obviamente se podría argumentar que no se desanclaron porque se reaccionó monetariamente, pero otros podrían decir porque las expectativas no funcionan de ese modo, especialmente luego de un shock que se percibe como transitorio. En todo caso, el punto más relevante es que esta política tendría que ser simétrica: cada vez que tengamos inflaciones puntuales muy bajas tendríamos que bajar la tasa. Y no creo que sea sana esa conducción y creo que no está en el ánimo de nadie."

Agrega lo siguiente: "Respecto al punto más de fondo, creo que vamos a tener que vivir un tiempo con esta dificultad de interpretar tasas nominales y tasas reales, puesto que hemos tenido un cambio reciente. Ahora bien, en estricto rigor lo que ha ocurrido es que hemos sufrido un shock internacional que ha hecho que las perspectivas de crecimiento de la economía, y de la demanda, en particular, sean menores. Esto, de acuerdo a las proyecciones, sucedería junto a una reducción de la inflación, como comentaba Jorge (Marshall), de un 5% a una banda entre 3% y 4% en forma persistente, no como un shock de una vez, todo lo cual recetaría una reducción de la tasa real y no un alza de la tasa real.

Sabemos, no obstante, que en la inflación también influye la perspectiva del tipo de cambio, por lo que es posible que aunque del lado de la demanda real, sea recomendable una reducción de la tasa, las perspectivas del tipo de cambio lo hacen no aconsejable.

Quiero recordar también que el Banco fija la tasa nominal, que es la que importa desde el punto de vista del arbitraje entre activos domésticos y activos extranjeros, porque no hay ningún bien que pueda ser objeto de subir con la UF. En otras palabras, lo que importa desde el punto de vista del tipo de cambio es la tasa nominal y en tal sentido no se ha relajado la política monetaria, sino todo lo contrario considerando las rebajas de la FED. Quizás habría sólo un elemento que podría invalidar este análisis y es lo referente a un shock de característica persistente en la aversión hacia tomar activos en mercados emergentes, en cuyo caso estaríamos en presencia de una dinámica distinta al tipo de cambio respecto a la que teníamos antes de los ataques terroristas. Sin embargo, encuentro difícil sostener esa hipótesis y más bien creo que es típicamente un shock de características transitorias. De hecho, no hay razones fundamentales detrás del exceso de depreciación cuando pensamos que a términos de intercambio normales estamos con una cuenta corriente balanceada. Por lo tanto, concluyo que, después de los ataques terroristas, la política monetaria se ha hecho más firme y no al revés, pero entendería perfectamente que la prudencia es una buena consejera."

El Consejero señor De Gregorio concuerda en que se está en un escenario y en un mundo de mucho riesgo. Cree que hoy día muchos de los presentes podrían argumentar distintos efectos, diversas cosas que puedan pasar, porque prácticamente todos los escenarios son probables. Señala que en el caso particular del Banco, no se sabe y también se tiene la misma incertidumbre, no existe certeza que esto iba a pasar con el coeficiente de traspaso de tipo de cambio a inflación, no se sabe qué es lo que sucederá con el tipo de cambio ni con la situación internacional y cómo, en definitiva, va a repercutir y se podrían también dibujar escenarios como de un menor crecimiento que lo que se está hablando de 3% ó 4% o muy sesgado a la baja, para el año 2002. De manera que, en ese escenario internacional bastante más adverso, con una situación de demanda agregada y de crecimiento bastante más fría de lo que se suponía hace algunos meses, con una inflación dentro del rango meta, y también con algunos movimientos con bastante incertidumbre, cree que se va a tener que seguir cuidadosamente lo que pase no sólo con la evolución efectiva sino que también con las expectativas de mercado.

Señala que la pregunta sería por qué no se relaja la política monetaria como lo han hecho la mayoría de los bancos centrales del mundo, que se han visto enfrentados a una situación relativamente similar, y en esto concuerda con quienes dicen que el principal foco de preocupación es la inestabilidad cambiarla que podría requerir de una acción en el futuro de política monetaria, porque los riesgos inflacionarios hay que ponderarlos de manera muy importante y son, desde el punto de vista del accionar de política monetaria, donde está el centro de las mayores preocupaciones y efectos negativos. Existe una situación en la región que, como alguien quiera decir, sucumbe o no Argentina, pero se va a seguir con ruido regional, porque el problema no sólo es Argentina sino que el problema es Brasil, y todo el resto de la región y los mercados emergentes, de modo que cree que dada esa inestabilidad financiera es bastante razonable mantener prudencia y comparte la evaluación que presenta la División de Estudios de mantener la tasa de política monetaria.

La Consejera señora Ovalle hace presente que, si bien la trayectoria de la inflación en los futuros ocho trimestres se mantiene dentro del rango meta, hay que considerar que la depreciación adicional del peso y el recrudecimiento de la situación argentina, agregan unas décimas que llevan a que la inflación sobrepase el 4% en algunos meses del 2002. Es cierto, dice, que los analistas parecen haber adoptado lo planteado por el Banco Central en el Informe de Política Monetaria de septiembre y no cree que haya problema con la inflación del año 2001, pero está preocupada por la inflación del año 2002. Para ese año, se presenta una inflación en alza y con una tendencia creciente que perdura durante todo el horizonte de proyección. A lo anterior, hay que agregar que si bien hoy las perspectivas de crecimiento mundial son bastante pesimistas, existe una probabilidad no menor que el escenario futuro sea mejor que el actual, lo que disminuye las holguras.

Considerando la gran incertidumbre existente, y pese a reconocer el mayor riesgo inflacionario que enfrenta la economía, la aún deprimida demanda interna le lleva a optar por una posición prudente, que es mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual, la actual es expansiva y el mercado ha percibido que es menor al 3,5% más UF que se tenía en julio pasado.

El Presidente señor Massad estima que no se justifica, todavía, hablar de estanflación. Las nuevas proyecciones demuestran que hay una mayor rapidez de inflación por unos meses, pero que después baja nuevamente, y que la tasa de crecimiento si bien se mantiene baja por un período, después sube, entonces no existe estanflación cuando el crecimiento es positivo, no es cero. A menos, dice, que se estuviera dispuesto a pensar que "se trata de una estanflación transitoria", y cuando se empieza a calificar la estanflación la palabra pierde su sentido. Cree que las propias proyecciones no justifican utilizar ese término, a pesar de que el mayor riesgo inflacionario que hay, proviene por la vía del tipo de cambio, pero es un riesgo que en nuestras previsiones aún no está materializado.

Estima, como sus colegas que, frente a la incertidumbre que existe por delante, a pesar de que hacia el futuro se ve una mejor situación, tanto en términos de inflación como lejos en el futuro una mejor tasa de crecimiento, pero todavía por debajo del potencial, no se justifica hoy día reducir la tasa de política monetaria en función de los riesgos que existen hoy por delante. Cree que la prudencia es la palabra clave en este minuto que le lleva también a sumarse a la posición del resto de sus colegas.

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

25-01-011009 - Tasa de Instancia Monetaria.

El Consejo acuerda mantener la tasa de interés de política monetaria en 6,5% anual. Asimismo, los tramos de la línea de crédito de liquidez permanecen inalterados en los niveles prevalecientes desde la reunión anterior.

IV. Comunicado

El Presidente propone el siguiente texto para el comunicado:

" En su reunión mensual de política monetaria realizada el día de hoy, el Consejo del Banco Central resolvió mantener la tasa de interés de política monetaria en 6,5% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez también permanecen inalterados en los niveles prevalecientes desde la reunión anterior.

Luego de los sucesos de septiembre, la probabilidad de una recesión en los Estados Unidos de América se acentuó, a lo que se agrega una mayor incertidumbre respecto de la velocidad y oportunidad con que la economía mundial recuperará tasas de crecimiento de tendencia, existiendo una amplia dispersión en las proyecciones disponibles. Las estimaciones de consenso apuntan a una revisión a la baja de alrededor de un punto porcentual en el crecimiento de los socios comerciales de Chile hacie fines del 2002.

El efecto sobre la economía chilena de esta nueva realidad se manifiesta en una menor demanda por los productos de exportación del país y en un deterioro de los términos de intercambio respecto de lo considerado en el Informe de Política Monetaria de septiembre. Aunque se prevé también menores tasas de interés internacionales, su efecto favorable sobre el costo del crédito que enfrenta Chile compensa sólo parcialmente el impacto negativo de un menor crecimiento mundial. Por estas razones, el Consejo estima que el crecimiento de la economía chilena se resentirá marginalmente en el presente año y

especialmente el 2002, ubicándose en un rango entre 3% y 4%, para retornar el 2003 hacia tasas de crecimiento más elevadas.

Al peor escenario de la economía mundial, se ha añadido en las últimas semanas un recrudecimiento de la vulnerabilidad financiera de economías vecinas. Esto ha puesto una presión adicional sobre el peso chileno, cuyo valor ya se había visto deteriorado por la nueva perspectiva internacional. De mantenerse, la depreciación del peso de los últimos treinta días implicaría el riesgo de un mayor nivel de precios y de una inflación más elevada, particularmente durante el próximo año. Dicho riesgo, sin embargo, se ve compensado por un menor crecimiento proyectado de la demanda interna y un precio del petróleo más reducido. De este modo, la trayectoria proyectada para la inflación conserva en lo esencial la forma y los valores presentados en el Informe de Política Monetaria de septiembre. Con ello, se mantiene la convergencia de la tasa de inflación prevista hacia el centro del rango meta, 3%, en un horizonte de ocho trimestres.

El Consejo reafirma su compromiso con la estabilidad de precios y, consecuentemente, con la meta de mantener la inflación entre 2% y 4%, centrada en 3%. Para estos efectos, seguirá usando su instrumental monetario con flexibilidad, de modo de afrontar con anticipación los riesgos de una inflación que amenace con ir por arriba o por debajo del rango meta en el horizonte habitual de política.

Finalmente, el Consejo continuará con la política de intervención en el mercado cambijario y de colocación de documentos indizados al dólar, anunciada el 16 de agosto, con el fin de facilitar la liquidez en moneda extranjera y proveer instrumentos de cobertura de riesgo cambiario."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado.

Se levanta la Sesión a las 18,25 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)

BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 26
DE POLITICA MONETARIA
celebrada el 8 de noviembre de 2001

En Santiago de Chile, a 8 de noviembre de 2001, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Carlos Massad Abud, con la asistencia del Vicepresidente don Jorge Marshall Rivera y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina, señor Jorge Desormeaux Jiménez y señor José De Gregorio Rebeco.

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

Asisten también los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Angel Nacrur Gazali;
Gerente de División Estudios, don Felipe Morandé Lavín;
Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga;
Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;
Gerente de Análisis y Operaciones Internacionales, don Sergio Lehmann Beresi;
Secretaria Ejecutiva Gabinete de la Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo;
Jefe de Prosecretaría, doña Cecilia Navarro García.

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

I. Resolución sobre Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 25, celebrada el 9 de octubre de 2001.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo el Proyecto de Acta de la Sesión N° 25, celebrada el 9 de octubre de 2001, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

II. Resolución sobre Minutas de las Actas correspondientes a la Sesiones N°s 23 y 24, celebradas el 6 y 7 de septiembre de 2001, respectivamente.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo las Minutas correspondientes a las Actas de las Sesiones N°s 23 y 24, celebradas el 6 y 7 de septiembre de 2001, respectivamente, las que se aprueban sin observaciones.

III. Fecha Sesión de Política Monetaria del mes de mayo de 2002.

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de mayo de 2002, para el día 9 de ese mes.

IV. Exposición.

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

SÍNTESIS DEL MES

Los mercados financieros han incorporado expectativas de crecimiento para la economía en línea con las proyecciones que se entregaron en la última Reunión de Política Monetaria, entre 3% y 4% para el próximo año. Las expectativas de crecimiento que arroja la encuesta mensual respectiva se ubican en 3,3%, que se comparan con el 3,6% del mes anterior.

No es de extrañar la magnitud de las correcciones realizadas en los últimos meses. El deterioro de la economía mundial sigue siendo materia de análisis permanente, habiendo una coincidencia bastante notable entre el ciclo económico de corto plazo en Chile y en el resto del mundo. Esto probablemente a su vez se debe a una suma de antecedentes, entre los cuales están: la mayor coordinación de la actual etapa del ciclo económico (desaceleración) en las principales economías del mundo; el importante empeoramiento de la situación laboral en los Estados Unidos y la certeza de que esta economía entró en recesión; el deterioro de los términos del intercambio; la escasez de flujos de capitales a economías emergentes; y una situación de crisis mayor *ad-portas* en Argentina. Además, el curso del conflicto bélico en Asia Central sólo agrega incertidumbre a un cuadro de por sí complejo.

Los precios de activos han incorporado este entorno menos promisorio. Las tasas de interés se han estabilizado en niveles históricamente bajos, ubicándose la tasa del PRC-8 en torno a UF+4,75%, 80 puntos base menos que los niveles de mediados de agosto y por debajo de los valores que se alcanzaron en marzo de este año. Estos niveles de tasas de interés son menores, a su vez, que la tasa de paridad, que alcanza cifras entre UF+5,0% y UF+5,5%.

Más allá de la corrección de las proyecciones de crecimiento y las expectativas en los mercados financieros, las percepciones de los hogares respecto de sus perspectivas y las del país han empeorado en forma importante desde el 11 de septiembre. Esto pone una sombra de duda en cuanto al ritmo de crecimiento del consumo en lo que queda de este año y el próximo, a lo que colabora una situación en el mercado laboral de persistente desocupación y de creación de empleo más modesta en el margen.

La proyección más reciente de la División de Estudios apunta a un crecimiento del PIB ligeramente por sobre 2,5% para el tercer trimestre, con lo que se alcanzaría un crecimiento de 3,2% para el año completo. Al igual que lo señalado en el Informe de Política Monetaria de septiembre, este crecimiento estará liderado por la formación bruta de capital y por las exportaciones.

Un elemento algo más positivo dentro de este cuadro de consolidación de una situación internacional deteriorada, ha sido el impacto local de las turbulencias más recientes en Argentina. Parece haber llegado el momento del sinceramiento de la situación fiscal en ese país, o por lo menos así es como diversos analistas han interpretado el anuncio de una reestructuración masiva de la deuda pública. Aunque el *spread* soberano argentino alcanzó valores históricos, por sobre los 2.500 puntos base, el tipo de cambio en Chile reaccionó sólo levemente. Esto, a diferencia de lo experimentado durante los últimos meses, cuando las fluctuaciones de la situación fiscal en Argentina repercutían con fuerza y prácticamente en forma instantánea en el precio del peso chileno. En la medida que esto refleje que las operaciones de cobertura han llegado a su fin, se puede esperar una moderación de las presiones en el mercado cambiario. Algunas medidas de expectativas ya indican esto: los contratos *forward* peso-dólar señalan una leve apreciación cercana a 1% para los próximos 180 días. En todo caso esta situación de relativa mayor calma no es exclusiva de Chile: también en Brasil el dólar se ha mantenido en torno a los R$2,6 por dólar en los últimos días.

En un cuadro de mayor estabilidad del tipo de cambio, de menor crecimiento de la actividad económica y, en alguna medida, de precios más bajos de los combustibles, las perspectivas inflacionarias para el próximo año se mantienen dentro de los rangos ya anunciados por el Banco Central: las presiones de costos acumuladas durante este año por la sorpresiva depreciación del peso redundarán en un gradual proceso de descompresión de márgenes, llevando la inflación a niveles en torno a 4% hacia mediados de 2002. De aquí al fin de este año se prevé que la inflación se mantendrá entre 3,0% y 3,5%. Existen, en todo caso, grados de incertidumbre, sobre todo por el comportamiento de los perecibles y el *timing* del traspaso previsto de la depreciación acumulada a precios.

Como siempre, las proyecciones están sujetas a grados importantes de incertidumbre. En primer lugar, es posible que la trayectoria de la actividad en lo más reciente indique un deterioro persistente en la capacidad de crecimiento de la economía chilena. Hasta ahora, las proyecciones consideran una expansión de la capacidad productiva de la economía en torno a 5% anual. Una caída mayor en el ritmo de crecimiento de la formación bruta de capital, o una trayectoria más plana para la productividad total de factores, puede provocar una reducción en el crecimiento tendencial hasta valores cercanos a los del crecimiento previsto para la actividad global: 3% a 4%. Esto llevaría a mantener las holguras de capacidad en sus niveles actuales, y no aumentarlas tal como está previsto en las últimas proyecciones realizadas por la División de Estudios. En una situación como esta, la inflación anual tendría una aceleración algo mayor, superando el 4% a mediados del próximo año y alcanzando cifras cercanas a 4% hacia diciembre. Para fines del 2003 la inflación anual tendería a 3,5%.

Un tema relacionado, sobre el cual también hay poca certidumbre, es la magnitud efectiva de las holguras de capacidad actuales. Las estimaciones más recientes indican una brecha de capacidad cercana a 3,5% para el año 2000 en promedio. Es posible que esta brecha sea hoy inferior o, en forma similar, que la tasa de desempleo estructural haya aumentado hasta cifras en torno a 8%. En todo caso, difícilmente se puede argumentar que la economía está haciendo pleno uso de sus recursos.

De todas formas, de haber evidencia de que alguno de estos escenarios se comienza a dar, la estructura de tasas de interés de mercado probablemente incorporará la nueva información, en el sentido, tanto de su impacto inflacionario, como de las perspectivas sobre la tasa de interés real de largo plazo.

Otro elemento de riesgo es el ritmo efectivo de crecimiento de la actividad. La estimación para el tercer trimestre se ha corregido en prácticamente un punto porcentual desde el Informe de Política Monetaria de septiembre, de 3,5% hasta 2,6%, previéndose aún una aceleración en el último cuarto del año. Aunque la información parcial de importaciones del mes de octubre es menos negativa que la de meses anteriores, no se puede asegurar que el cuarto trimestre exhiba tasas de crecimiento por sobre las del tercero. Aquí cobra importancia el impacto que definitivamente tenga sobre las decisiones de consumo el deterioro reciente de las expectativas privadas.

Con relación a la inflación, más allá de las incertidumbres mencionadas en los párrafos anteriores, los riesgos aparecen más balanceados que hace un tiempo. La inestabilidad regional, con el consecuente contagio sobre el mercado cambiario en Chile, parece haber llegado a un punto álgido al reconocer el gobierno argentino explícitamente la imposibilidad de cumplir con sus obligaciones con las actuales tasas de interés. Nuevas turbulencias pueden relacionarse con eventos en otras economías, como Brasil, que muestran grados de fragilidad no despreciables, pero que no se han acentuado con las noticias más recientes de Argentina. En este sentido, se estima que un tipo de cambio que persista por los próximos años en niveles cercanos a los de los últimos días ($715 por dólar) induciría en torno a 0,4 puntos porcentuales de inflación adicionales durante el próximo año. Este fenómeno en todo caso sería de carácter transitorio, disipándose hacia fines de 2003. Por otro lado, frente a la falta de posibilidades o de voluntad por parte de la OPEP de forzar un recorte efectivo de producción, es posible que el precio del crudo Brent se mantenga por debajo de los US$20 por barril en los próximos trimestres.

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA

I. Escenario Internacional

Las proyecciones de crecimiento mundial para este año y el 2002 han continuado siendo corregidas a la baja desde la última reunión de política monetaria, debido al efecto de la desaceleración de los países desarrollados sobre el resto del mundo.

La proyección de crecimiento promedio para 2001 de los principales socios comerciales se redujo a 1,1%, 0,5% bajo la estimación del Informe de Política Monetaria de septiembre y 0,2% inferior a lo previsto en la reunión pasada. Hacia el 2002, la proyección se sitúa en 1,8%, que se compara con el 2,1% presentado hace un mes atrás.

Este escenario más deprimido para la actividad económica mundial también redunda en peores perspectivas para el precio de las materias primas, en particular el cobre. Se espera que el precio promedio de la libra de cobre se sitúe en US$0,71 (BML) durante este año, lo que supone que en lo que resta del año se mantienen los actuales niveles de precio. Para 2002 y 2003 se proyecta una recuperación gradual en el precio del cobre, llegando a un valor promedio de US$0,72 la libra el próximo año y US$0,80 la libra en 2003.

En el caso del petróleo, la OPEP se encuentra a la espera de un escenario internacional más estable, por lo que no ha aplicado el mecanismo automático de modificación de cuotas de producción. Sin embargo, durante los últimos días esta organización ha tratado de concitar acuerdos, no sólo al interior del cartel, de modo de aplicar recortes en la producción del crudo. En todo caso, los mercados futuros consideran un precio plano para los próximos dos años, en torno a US$21 el barril. A pesar de reconocerse una fuerte incertidumbre en este mercado, se

reduce la proyección respecto de lo indicado en la última RPM, con un precio promedio del barril de petróleo de US$22, para el 2002 y 2003, en el límite de la banda objetivo de la OPEP. Los mercados financieros internacionales ya internalizaron el panorama más deprimido para la economía mundial. En Estados Unidos se mantienen las proyecciones de un recorte adicional en torno a 50 puntos base, que llevaría la tasa *Fed Funds* a un 2,0%. Movimientos adicionales de la política monetaria de Estados Unidos dependerán de las proyecciones de actividad para el primer trimestre del año próximo.

En Europa se mantienen las expectativas de recortes adicionales de la tasa de interés, que se sitúan en un rango de 50 a 75 puntos base hacia fines de año o durante el primer trimestre del 2002. Finalmente, para Japón se mantienen las expectativas en cuanto a una estabilidad en la política aplicada por el Banco de Japón. Sólo se ha reiterado una política de mayor gasto fiscal, de acuerdo a lo señalado recientemente.

Un hecho relevante de las últimas semanas ha sido el deterioro de la situación en Argentina. Tras algunas semanas de calma, el gobierno transandino anunció a comienzos de noviembre la reestructuración de su deuda interna y externa, a través de acuerdos "voluntarios" con los acreedores. Asimismo, se negoció con las provincias el traspaso de fondos, parte de los cuales estaría constituido por bonos. La incertidumbre asociada a estas operaciones y la creciente posibilidad de no pago, ha llevado a S&P a reducir la clasificación de riesgo de Argentina a CC, lo que se ha sumado a fuertes alzas en las tasas de interés domésticas y un *spread* soberano que superó los 2.500 puntos base. Esta situación también afectó a Brasil, cuyo *spread* soberano se empinó a los 1.200 puntos base en días pasados. En todo caso el real ha mostrado mayor estabilidad frente a las noticias recientes, manteniéndose por debajo de R$2,7 por dólar.

La colocación del bono del gobierno de Chile con vencimiento al 2012, fue otro acontecimiento importante ocurrido durante las últimas semanas. Esta emisión registró un *spread* de 256 puntos base, cerca de 40 puntos base por sobre el bono emitido en 1999, diferencia explicada por la mayor madurez de la nueva emisión, y por el hecho de que el primer cupón se pagará en junio de 2002. Haciendo los ajustes por plazo, este *spread* es similar al de los bonos de economías emergentes con clasificación equivalente a la chilena.

Finalmente, las proyecciones de entradas netas de capitales para 2002 de JP. Morgan se han reducido, hasta US$3,5 billones, menor a lo previsto en septiembre.

II. Mercados Financieros

Durante octubre continuó la trayectoria descendente en las tasas de interés de los documentos del Banco Central. Las tasas de los pagarés reajustables de largo plazo han caído en torno a 40 puntos base respecto del promedio de septiembre, transándose actualmente en el mercado secundario, en UF+4,75% el PRC-8 y en UF+5,25% el PRC-20, siendo ambos valores los más bajos desde que existe registro de estas tasas. Esta evolución es compatible con la menor actividad económica, mostrando además que la esterilización de las intervenciones cambiarias ha sido eficiente.

Las tasas de interés promedio de los documentos nominales también mostraron disminuciones de similar magnitud. Esto estaría indicando la ausencia de un cambio significativo en las percepciones inflacionarias de corto y mediano plazo. Ello se sustenta en que la reciente alza del dólar se ha visto compensada con la caída en el precio del petróleo y un escenario generalizado de menor actividad económica. Por otro lado, se han registrado incrementos

sustanciales en las tasas de las colocaciones nominales de 90 días a un año, al igual que en sus *spreads*, lo que es asociable a la trayectoria esperada de la UF.

En los mercados de renta fija, persiste la mayor demanda por letras hipotecarias y bonos corporativos, debido al atractivo que ofrecen este tipo de instrumentos. Esta situación ha generado una disminución en las tasas de interés promedio de mercado de estos documentos, aunque más moderada que la del PRC-8, que se ha visto afectada por una menor oferta de este tipo de pagarés.

Hacia adelante, se mantienen expectativas de estabilidad para la Tasa de Política Monetaria. La curva *forward* muestra, al igual que en septiembre, que la tasa de política monetaria se mantendrá estable hasta fines de año, con un incremento de 50 puntos base en el primer semestre del próximo año y otros 25 puntos base adicionales en la segunda parte del próximo año. Algo similar se aprecia en la encuesta de expectativas de noviembre, indicando un aumento de 50 puntos base durante el próximo año.

El comportamiento de los agregados más líquidos –circulante y M1A– sorprendió durante octubre, al no revertirse la habitual expansión por factores estacionales asociados a septiembre, manteniendo, por el contrario, el dinamismo de los meses previos. El M1A, aunque mostró una caída mensual del orden de 1%, mantiene variaciones reales anuales por sobre el 20%. Los agregados monetarios más amplios también se expandieron, destacando la recuperación de los depósitos a plazo en pesos, dólares y reajustables.

Las colocaciones totales registraron un comportamiento dinámico durante octubre, debido principalmente a la recuperación de las colocaciones en moneda nacional, tanto efectivas como hipotecarias. En tanto, las colocaciones destinadas al sector privado anotaron nuevamente un aumento en los créditos a empresas junto a un estancamiento en los destinados a consumo (información a septiembre).

Aunque la inestabilidad en Argentina sufrió un brusco aumento tras el anuncio de reprogramación masiva de los pasivos del gobierno, el peso hasta ahora se ha mantenido estable. En efecto, desde principios de año se aprecia una cercana relación entre el *spread* soberano argentino y el valor del dólar en Chile, relación que no parece estar operando en los últimos días.

De las otras monedas que componen el TCM5, el euro y la libra esterlina se han apreciado respecto del dólar, en tanto que el yen ha perdido valor respecto del dólar en las últimas semanas, debido a intervenciones del Banco de Japón.

Dada la cotización actual del peso chileno, entre $710 y $715 por dólar, los contratos *forward* peso-dólar muestran una relativa estabilidad para un período inferior a 30 días. Expectativas para mayores plazos, señalan una leve apreciación del peso inferior a 1% respecto del dólar durante los próximos 6 meses. Esta trayectoria se encuentra en línea con el diferencial real externo, que se ha vuelto aún más negativo, apuntando a una apreciación real del peso en el mediano plazo.

Los índices de actividad bursátil reflejaron durante octubre una leve recuperación respecto de la caída de dos dígitos del mes anterior, con expansiones de 4,4% (IPSA) y 2,2% (IGPA), dentro de las cuales destacó la evolución del sector minero (11%). La comparación con indicadores bursátiles de otros países, indica que la evolución del IPSA ha estado dentro del promedio. En efecto, con posterioridad a los atentados de Estados Unidos, el *Dow Jones* cayó 3,5% y el *Nasdaq* se mantuvo relativamente estable, en tanto que el IPSA —medido en dólares— cayó 15%.

III. Actividad y Empleo

Actividad y Gasto

La actividad económica presentará una trayectoria moderada hacia fines del año, donde las exportaciones tendrán el mayor dinamismo, en tanto que la formación bruta de capital fijo anotará una declinación hacia el último cuarto del año.

El tercer trimestre continúa entregando indicadores menos favorables que los esperados en el Informe de Política Monetaria de septiembre. En agosto, la actividad económica y el gasto interno tuvieron trayectorias bajo lo esperado, con variaciones del Imacec de 2,8% y del gasto de 4,0% en 12 meses. De acuerdo a la información disponible, para septiembre se espera un crecimiento inferior.

Las expectativas para el cuarto trimestre son algo más favorables, con un crecimiento proyectado para el PIB de 3,0% en el segundo semestre. Esto entrega como resultado global una expansión de 3,2% para el año 2001. Se espera que el gasto se incremente en 0,6% en el segundo semestre, expansión explicada fundamentalmente por la expectativa de un repunte en el cuarto trimestre (1,7%).

Demanda Interna

La última información disponible señala que los indicadores reales muestran comportamientos disímiles. Por un lado, las ventas del comercio minorista (CNC) de septiembre mantuvieron la trayectoria ascendente de los meses previos (3,6% anual), en tanto que las ventas de supermercados presentaron una evolución más pausada (1,5% anual). Estas cifras denotaron un importante crecimiento del componente distinto de las ventas de supermercados, dada la alta participación de éstas en el índice global.

En términos de la industria, tanto las ventas como la producción registraron reducciones en sus ritmos de crecimiento. Sin embargo, los componentes del gasto en consumo más sensibles al tipo de cambio, como son las importaciones de consumo y ventas de vehículos nuevos, siguen mostrando las mayores caídas en el margen (disminuciones en 12 meses de 11,2% y 23,5%, respectivamente). Esto revela que en algún grado se estaría produciendo sustitución desde productos importados hacia productos de origen doméstico.

Con todo, en el último tiempo se ha producido un deterioro en las perspectivas de los hogares respecto al futuro, lo que puede impactar negativamente en el crecimiento del consumo durante los próximos trimestres.

Un proceso de sustitución similar al que se aprecia en los indicadores de consumo se puede estar observando en el componente de maquinaria y equipos de la formación bruta de capital. En efecto, las ventas de bienes de capital de la industria muestran un ritmo importante de crecimiento, lo que se contrapone con un comportamiento plano de las importaciones de bienes de capital. En todo caso, el margen para sustituir maquinaria importada por nacional no es muy grande.

Septiembre fue un mes poco dinámico para el sector inmobiliario en general, verificándose caídas en las ventas y el *stock* en relación con los meses previos. En todo caso, la mayor disminución de las ventas hace que el número de meses necesarios para agotar el *stock* aumente hasta llegar a 20 meses. Si bien la información de permisos de edificación de septiembre arrojó un bajo crecimiento en relación con los niveles anteriores, permiten seguir previendo un cuarto trimestre del presente año y primer trimestre del 2002 algo más favorables.

Estos permisos acumulan un aumento de 4,3% en lo que va del año, encontrándose la mayor alza en el destino de vivienda, donde la superficie de permisos ha crecido 8,7% durante el año.

El catastro de proyectos de inversión de septiembre mantiene, en términos generales, el volumen adelantado en el Informe de Política Monetaria de septiembre. No obstante, se verifica una disminución para los próximos años, debido a postergaciones en los sectores inmobiliario residencial, obras públicas e hidroeléctrico. A partir de los años 2003 y 2004 se registran incrementos importantes en la inversión, tanto desde la perspectiva de la consolidación de las inversiones iniciadas previamente, como por el desarrollo de nuevos proyectos.

En términos de magnitud, continúan destacando para los próximos dos años los proyectos en los sectores minero, inmobiliario y de obras públicas, asociados a los procesos de licitación de obras viales y sanitarias. De igual modo, las inversiones esperadas en los sectores de la industria forestal y energía, tienden a incrementarse sustancialmente en el 2002, fenómeno que se fortalece el 2003. Por otra parte, destaca para el 2002 la inversión en puertos –Proyecto Mejillones– fenómeno que no se reedita al año siguiente. Finalmente, la inversión en telecomunicaciones continúa mostrando una declinación.

Respecto del sector externo, durante el tercer trimestre las cantidades exportadas crecieron 5,8% anual (8% promedio anual). En términos desagregados, las exportaciones "resto" continúan siendo las de mayor dinamismo en términos de quantum, con un crecimiento de orden de 10% en el trimestre (15% promedio anual). Las principales alzas se dieron en sectores que, en general, experimentaron importantes caídas en sus precios durante el período (pesca extractiva, forestal y muebles de madera, celulosa y alimentos y bebidas).

Los quantum de importaciones, en tanto, cayeron 2,4% anual en el tercer trimestre. Los bienes intermedios fueron los que acusaron la mayor disminución de las cantidades (3,8% anual), con caídas similares tanto en los combustibles, como en el resto.

Mercado Laboral

A pesar de las expectativas de mejoramiento de la situación en el mercado laboral indicadas en el Informe de Política Monetaria de septiembre, en el trimestre móvil julio-septiembre se rompió la tendencia de caída en la desocupación (desestacionalizada) observada desde el segundo trimestre. La tasa de desocupación nacional aumentó de 9,7% (junio-agosto 2001) a 10,1% (julio-septiembre 2001). Esta situación, más que por un aumento de la cesantía, tiene que ver con el incremento de la fuerza de trabajo y del número de personas que buscan empleo por primera vez.

En efecto, el número de ocupados disminuyó sólo en 0,4% respecto del trimestre anterior (menos 2 mil personas ocupadas). Los planes de empleo gubernamental aumentaron en 15 mil personas en el mismo período, por lo que la caída del empleo correspondió exclusivamente a una destrucción de puestos de trabajo del sector privado. Con respecto de igual lapso del año pasado, el empleo se incrementó en 83 mil plazas de trabajo (1,6%), de las cuales 91% correspondió al aumento de los programas públicos y municipales, pese a su carácter transitorio.

Por otro lado, la fuerza de trabajo aumentó 0,9% en términos anuales y 0,4% respecto del trimestre anterior. Eliminando los efectos estacionales, el incremento en doce meses de la fuerza de trabajo es el más alto registrado desde el trimestre mayo-julio de 2000, provocando que la creación de empleo sea apenas suficiente para absorber el incremento de la fuerza laboral. Por esta razón, el número de desocupados aumentó en 26 mil personas.

Al comparar la ocupación por sectores económicos con el trimestre inmediatamente anterior, se observa un incremento de la ocupación en minería (1,9%) y servicios (1,1%). Aunque los demás sectores presentaron caídas, no se percibe un cambio de tendencia mayor en sectores importantes como la industria y la construcción.

Respecto de las perspectivas del mercado laboral, se espera que la tasa de desempleo del trimestre móvil finalizado en septiembre sea la más alta del año, por el efecto de la estacionalidad en los próximos meses. A partir de octubre y hasta fines del verano del 2002, se debiera observar una baja sostenida en la desocupación. No obstante lo anterior, el escenario futuro del empleo continúa siendo de moderada expansión, debido al ritmo previsto de crecimiento global de la actividad.

Existe también algún grado de incertidumbre respecto al impacto de aquí a fin de año de la reforma laboral. Hay opiniones en la dirección que se adelantarán despidos previo a la puesta en marcha de la nueva legislación a partir del primero de diciembre.

IV. Precios y Costos

La inflación de octubre (0,1%) estuvo determinada por el descenso del precio de los combustibles (-5,1%), a lo que se sumó un incremento menor al esperado en el precio de los productos perecibles. El tipo de cambio continuó afectando las tarifas de algunos servicios regulados (teléfonos y agua potable), hecho que determinó el aumento del IPCX en el mes (0,4%). Medidos en términos anuales, el IPC descendió a 3,4%, mientras que el IPCX subió a 3,8%.

Respecto de la proyección que se manejó para el mes de octubre, las diferencias se debieron a: 1) un aumento menor al anticipado en el precio de los perecibles; 2) la no verificación del descenso anunciado por la ENAP en el precio del gas licuado; y 3) diferencias menores en otros rubros. No obstante, el resultado global estuvo en línea con lo anticipado.

El retraso en las cosechas de algunas frutas y verduras de la temporada provocó que en octubre no se produjera el habitual aumento en el precio de los perecibles. Este incremento debería trasladarse hacia los meses de noviembre y diciembre, traspasándose la estacionalidad negativa de dichos meses hacia el primer trimestre del 2002. Este factor implica una revisión al alza de la proyección de IPC para lo que queda del 2001, pero una menor inflación hacia comienzos de 2002.

En cuanto al tipo de cambio, hasta ahora sólo se ha observado el efecto de su aumento en las tarifas de los servicios regulados (teléfonos y agua potable en octubre). Para los meses venideros, no se anticipan cambios significativos derivados de este factor. No obstante, la tarifa eléctrica aumentará 3,0% en noviembre por efecto de la revisión de los precios de generación. En contraposición, se espera un leve descenso en la tarifa de la telefonía, y es posible que se produzca un recorte de $10 en el precio del pasaje de la locomoción colectiva.

En términos de salarios, durante septiembre se mantuvieron los efectos de las cláusulas de indización sobre los salarios nominales. La menor inflación registrada en los últimos meses provocó que los salarios nominales exhibieran menores tasas de crecimiento en lo más reciente. Es por eso que tanto el Índice Nominal de Remuneraciones, como el Índice Nominal del Costo Mano de Obra, experimentaron por tercer mes consecutivo disminuciones en sus tasas de crecimiento anuales (5,1% y 4,8%, respectivamente).

Se espera que en los próximos meses la aceleración de los salarios privados se mantenga en línea con la inflación observada durante el primer semestre del 2001.

Recientemente, se ha anunciado un reajuste de 4,5% en el salario de los empleados fiscales, a contar de diciembre próximo. Este incremento convenido entre la ANEF y el gobierno, contempla un variación de la inflación de 3,5% para el próximo año.

Considerando la conjunción de los elementos antes señalados, las perspectivas de inflación mensual para noviembre y diciembre se sitúan en 0,2%. Con estos valores mensuales, el año 2001 finalizaría con una variación de 3,3% para el caso del IPC. Para el IPCX se anticipan variaciones mensuales de magnitud similar, terminando el 2001 con un incremento anual de 3,6%. Se espera que el primer trimestre del 2002, con altibajos en su interior, esté en línea con los niveles de fines de este año (3,4% el IPC y 3,8% el IPCX).

PERSPECTIVAS PARA EL CRECIMIENTO Y LA INFLACIÓN

Desde la reunión de política monetaria pasada ha habido cambios en las principales variables del escenario internacional, pero que no son de la magnitud de las modificaciones posteriores a los eventos del 11 de septiembre.

Por este lado, entonces, no hay razones de fondo para realizar una modificación sustancial de las proyecciones de crecimiento de mediano plazo que se realizaron para la reunión de política monetaria pasada.

Sí hay modificaciones para la estimación de corto plazo para la actividad. Se prevé que en el tercer trimestre se produzca un crecimiento global de la actividad de 2,6%, casi un punto por debajo de la proyección del Informe de Política Monetaria de septiembre. Para el año como un todo, se prevé un crecimiento global de 3,2%, por debajo del 3,4% previsto en la reunión de política monetaria anterior y del 3,7% del Informe de Política Monetaria de septiembre.

Estas correcciones se fundamentan en menores perspectivas para el tercer trimestre para algunos sectores específicos, como transporte y telecomunicaciones, minería y electricidad, gas y agua. Por el lado del gasto, información desagregada de importaciones de bienes de capital por sector de destino, lleva a moderar las proyecciones para la inversión en maquinaria durante el trimestre. También se reducen las proyecciones de crecimiento para la inversión en construcción, previéndose que termine el año con un incremento de 2,1%.

El señor Ministro de Hacienda consulta al Gerente de Análisis Macroeconómico sobre el tema del nivel del dinero. Señala el señor García que no hay un diagnóstico todavía que esté plenamente afinado respecto a las causas de su expansión. Al respecto, dice que hay que reconocer que la base de comparación del año pasado es baja. Es un punto no menor y por lo tanto hay que tratar de evaluar si el nivel del dinero hoy es consistente con los fundamentos que son tasa de interés y actividad. Ahí hay una hipótesis que plantea que la sensibilidad del dinero frente a la tasa de interés hoy día es superior a la sensibilidad histórica,

por lo que si la tasa de interés nominal es más baja, estaría explicando un repunte por sobre lo que se hubiese esperado conforme la evidencia histórica.

A la consulta del señor Ministro de Hacienda de si lo anterior se debe a un desplazamiento de la demanda, el señor García dice que en términos conceptuales, se fija la tasa de interés nominal e indudablemente que el dinero se determina por la demanda, siendo eso un hecho básico.

El Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera, respecto a lo anterior, señala que el conjunto de los agregados monetarios, la emisión, circulante, los agregados monetarios más amplios, están todos creciendo en tasas de alrededor de entre un 7% y un 10%, aproximadamente. La excepción son los depósitos en cuentas corrientes, y especialmente los vales vista, los que presentan un salto mayor que lleva la tasa de crecimiento del M1A a 20% o 21%. Esto refleja más bien un problema puntual de la demanda para transacciones financieras, que un problema de exceso de crecimiento de la oferta monetaria.

El señor Ministro de Hacienda consulta, también, si existe alguna evidencia de que el crecimiento observado del dinero esté teniendo algún impacto sobre el tipo de cambio y otros precios. Contesta el Gerente de División Estudios, señor Morandé, señalando que del análisis efectuado por el economista don Christian Johnson se observa, entre otras cosas, un cambio en las elasticidades a través del tiempo y se llega a la conclusión que mencionaba el señor García en cuanto a que, hoy día, la demanda por M1A es más sensible a la tasa de interés de lo que fue en el pasado. Agrega que también se hizo un ejercicio en ese análisis para precisar los efectos que tendría la ecuación de demanda por dinero, corregido por este factor. Al efecto, se considera el residuo y se ve qué efectos tiene ese residuo sobre el tipo de cambio para ver el desequilibrio monetario que afectaría por la vía directamente monetaria al tipo de cambio y la existencia de algún efecto es prácticamente nulo, o sea, no existe evidencia de que haya un desequilibrio monetario que esté afectando al tipo de cambio y por tanto, a la inflación.

Finaliza el señor García su exposición, indicando que por el lado de la inflación, tampoco se estima que existan argumentos para modificar las proyecciones de mediano plazo de la reunión de política monetaria de octubre, que mantienen, en lo esencial, la trayectoria de la inflación prevista en el Informe de Política Monetaria de septiembre. En el corto plazo existen grados de incertidumbre, asociados al retraso de la temporada de frutas de la estación, por lo que la incidencia negativa de este retraso podrá concentrarse en enero en vez de diciembre.

El Presidente ofrece la palabra a los asistentes.

El Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel, señala que el Informe entregado por el Gerente de Análisis Macroeconómico, presenta un análisis muy completo de la coyuntura y de las perspectivas y respecto a ese tema, le gustaría plantear cuatro riesgos de menores presiones inflacionarias y cinco riesgos de mayores presiones inflacionarias.

Ei primer riesgo de menor presión inflacionaria se origina por una situación externa que se perfila, según muchos analistas internacionales, peor de lo anticipado en el Informe, en dos dimensiones que golpean muy fuerte: 1) menor crecimiento mundial, incluso inferior de lo que las cifras indican, y con una recuperación donde se cree que la curva va a ser en V, vale decir el segundo o tercer trimestre del próximo año, está siendo desplazada crecientemente por la estimación de que va a ser una curva en U y por tanto, va a demorar más; 2) el menor precio de las exportaciones: ambas situaciones tienen efectos de ingreso negativos a la demanda agregada y luego, menores presiones inflacionarias y eso lo pondría como una desviación respecto al escenario moderadamente optimista que está señalado en la proyección internacional. Un ejemplo, dice, es el precio del cobre. Duda que a partir del 1° de enero de 2002 se produzca un aumento de 30% como se considera en el escenario base, vale decir, que suba de 60 centavos de dólar como está hoy día, en promedio durante todo el año 2002, en dicho porcentaje, respecto del nivel que tiene hoy día y eso, ciertamente implica una depresión inflacionaria.

Una segunda fuente de menor presión inflacionaria es que el PIB y el gasto doméstico es bien posible que crezcan a tasas menores que el 3,2%-3,5%.

Un tercer punto que está relacionado con el primero, es el peligro de que se esté entrando a un régimen global distinto de deflación mundial, vale decir, que la combinación argentino-japonesa se generalice a países incluso tan importantes como Estados Unidos. Es un peligro que alguna gente postula en forma creciente. El Economist, en su versión de la semana pasada, plantea que hoy, en el margen, la economía mundial (el PIB nominal) está creciendo a una tasa cero.

La cuarta fuente de menores presiones inflacionarias tiene que ver con lo que tangencialmente se discutió respecto a la posible caída en los costos del transporte público, tanto por combustible y eventualmente también por un menor costo en la reposición de los microbuses que podría influir en la fórmula correspondiente, y eso sería un 0,1% y eventualmente dos veces eso, adicionales en los siguientes meses.

En relación a los riesgos de mayores presiones inflacionarias, visualiza cinco. Primero, el menor crecimiento del PIB potencial. Se mencionó el caso de la inversión que está creciendo negativamente en el cuatrimestre: eso es algo que indudablemente implica una revisión, al menos en el margen, del exceso de capital y por tanto, hace que la brecha futura sea menor e implique mayores presiones inflacionarias para el año siguiente.

El segundo punto es el crecimiento del M1A a dos dígitos. Cree que es un riesgo muy menor y así lo considera después de la minuta elaborada por Christian Johnson, que es muy convincente.

El tercer riesgo son los efectos inflacionarios, rezagados todavía, por la devaluación a un nivel que a $ 700 por dólar está alto y esos son efectos inflacionarios por empeoramiento de la situación externa respecto al escenario base que se puede mantener, incluso reforzar, y significar un grado de riesgo y van exactamente en sentido contrario de los efectos de ingreso deflacionarios, a raíz del empeoramiento de la situación externa respecto a lo que está consignado en el escenario base.

El cuarto factor es un aumento de expectativas de inflación muy significativas en nuestra encuesta. Esta señala un aumento de 60 puntos base en las expectativas de inflación para el año calendario diciembre 2001 a diciembre 2002, incidiendo especialmente desde julio en adelante, y básicamente son: agosto, septiembre, octubre, incluso noviembre: son 20 puntos base en los cuales suben las expectativas de inflación mes por mes. Es más o menos, pari passu, con nuestras proyecciones, pero cree que el incremento marginal es un poco más fuerte que las proyecciones de inflación hasta fines del próximo año y eso, ciertamente, para el canal de expectativas es algo severo y serio.

La quinta fuente de mayor riesgo inflacionario viene por el lado del relajamiento de la tasa real de política, implícito durante los últimos cuatro meses. Esto es significativo y si se toma como ancla las expectativas de inflación del sector privado detectadas en nuestras encuestas, precisamente son 60 puntos base en los cuales relajamos nuestra tasa de política real implícita y no obstante que nuestra tasa de política es nominal, nuestro canal de transmisión central y nuestro análisis del modelo es a través de tasas reales, especialmente hoy en día que nuestro coeficiente de traspaso lo hemos rebajado a 0,20, 0,18 y 0,16 puntos.

Señala el señor Schmidt-Hebbel que la implicancia del listado de puntos de presiones mayores o menores es la siguiente: La proyección de inflación propia, presentadas por el señor García, bordea el 4% de inflación, ya sea subyacente o total para el horizonte de política, vale decir, hasta diciembre de 2002, disminuyendo después de esa fecha. Las proyecciones de expectativas del mercado son básicamente idénticas, 3,8%-3,9% hasta diciembre de 2002. Las proyecciones del único economista del mercado que ha sido calificado como no ideologizado, son proyecciones cuyo rango, hoy día, se sitúa entre 4,5% - 4,7%.

Manifiesta que en esas condiciones y en tiempos normales, esta información apunta necesariamente a subir la tasa. Cree, sin embargo, que no se está en tiempos normales y como efectivamente el riesgo en el margen de tener presiones deflacionarias, tanto afuera como adentro, son mayores que las que el escenario base plantea, estima que mantener la situación de la instancia de política monetaria actual es la determinación más consecuente.

El Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic, manifiesta que tal como indicó el Gerente de Análisis Macroeconómico, la presentación efectuada no incluye una revisión de las proyecciones de crecimiento e inflación debido a que los montos en el momento en que se revisó el escenario internacional, y se preparó la minuta, no lo justificaban. Sin embargo, es importante destacar que el signo de las revisiones en el escenario internacional apunta claramente hacia un menor crecimiento y menores presiones inflacionarias en Chile respecto a lo que se preveía hace un mes. Asimismo, enfatiza, lo ocurrido en el escenario internacional durante la última semana, refuerza la magnitud de las tendencias observadas en las semanas previas.

En primer lugar, las nuevas revisiones de los bancos de inversión, esencialmente en los países desarrollados, restan otras dos décimas al crecimiento de los socios comerciales proyectado con anterioridad, con lo cual el efecto acumulado en el último mes es ya de medio punto porcentual de menor crecimiento. Es probable que la magnitud de este efecto siga aumentando en la medida que se incorpora el efecto de este escenario mas pesimista en otras economías. Por ejemplo, dos de los tres bancos de inversión que se siguieron más detalladamente, todavía no ajustan sus proyecciones para Brasil y México, las cuales JP Morgan acaba de revisar, desde cifras del orden de 3% a 1% en cada caso. Asimismo, algunos bancos de inversión han comenzado a prever que Europa está entrando a un período de recesión técnica. De generalizarse esta expectativa, se estará hablando muy

pronto de una recesión simultánea en Estados Unidos, Europa y Japón, con las consiguientes consecuencias en el resto del mundo.

En segundo lugar, el precio del cobre ha continuado cayendo, ubicándose ahora en torno a los 60 centavos. Este valor no se observaba desde hace 15 años en términos nominales y ha llevado a revisar a la baja los valores proyectados para el próximo año. En este aspecto, aclara que no es correcto que las proyecciones actuales signifiquen un aumento de 30% en el precio del cobre a partir de enero de 2001, ya que sólo implican un aumento de 20% en promedio para el año, el cual se supone ocurrirá sólo en forma gradual y consistente con el crecimiento esperado de la economía mundial. Esta proyección es similar a las mejores proyecciones disponibles a partir del comportamiento de series de tiempo de precio del cobre y se ubica en un rango intermedio de las proyecciones que hacen los analistas del mercado.

En tercer lugar, el precio del petróleo ha vuelto a caer y ahora se ve mas improbable que antes, que la OPEP sea capaz de mantener el precio del petróleo dentro de la banda de referencia de entre 22 y 28 dólares por barril. Mientras hace un mes se proyectaba un precio del petróleo de 24 dólares por barril, los últimos precios futuros entregan para el precio del petróleo cifras promedio para el próximo año bajo los 20 dólares el barril. De mantenerse estas expectativas, se compensarán en parte los efectos negativos sobre el crecimiento antes mencionado, pero sobre todo contribuirá a disminuir la inflación proyectada. Un elemento adicional, que apunta en la misma dirección, aunque en una magnitud mucho menor, son las reducciones por sobre lo esperado que se están observando en las tasas de interés de política de los principales bancos centrales del mundo.

Manifiesta que durante la última semana se ha observado un evento notable, que es la ausencia de elementos de contagio financiero hacia Chile y otros países por los desarrollos en la economía argentina, que en la práctica ha comenzado un proceso de cesación parcial de pagos de su deuda interna y externa. En los días recientes, las monedas y los bonos de deuda de Chile y otros países, incluso Brasil, no sólo no han caído, sino que también se han valorizado. Aunque todavía no se pueda afirmar categóricamente, esto sugiere una disminución de la probabilidad de depreciaciones adicionales importantes del peso ante un posible agravamiento de la situación en Argentina, e introduce incluso un mayor riesgo en la proyección de la evolución del tipo de cambio, en el sentido de una apreciación del peso.

En relación al ámbito interno y las presiones inflacionarias mencionadas por el Gerente de Investigaciones Económicas, el señor Jadresic hace dos observaciones. La primera, es que se debe evitar exagerar el efecto sobre el producto potencial del menor crecimiento esperado para este año en la formación bruta de capital fijo y por consiguiente, en el impacto que ese efecto puede tener sobre las presiones inflacionarias. En efecto, si se toma como referencia un método estándar de estimar el crecimiento potencial, sobre la base de una función de producción de Cobb-Douglas, lo que se debe hacer, para calcular el efecto de una menor inversión, es multiplicar por 0.3 o 0.4 la menor tasa de variación del stock de capital físico. Pero resulta que tres puntos porcentuales de menor crecimiento en la inversión fija representan una cifra sustancialmente inferior en términos de la variación del stock total de capital fijo, con lo que se llega a que la variación del producto potencial ocasionada por un 3% de menor inversión, es del orden de sólo una o dos décimas. Por lo tanto, la magnitud del riesgo de una menor brecha de producto efectivo a producto potencial generada por este mecanismo es sustancialmente inferior al riesgo de una menor brecha causada por un menor crecimiento de la demanda.

Su segunda observación, en cuanto a la percepción de que el mercado ha aumentado sus expectativas de inflación hasta el límite de la banda meta de inflación, ella sólo se apoya en los datos de las encuestas efectuadas al grupo de analistas consultados. Las cifras provenientes de la valoración de los instrumentos financieros, tales como los PDBC a 360 días y la tasa activa bancaria, apuntan a una tasa de inflación esperada para el próximo año que ha venido cayendo en las últimas semanas y que se ubica actualmente en el rango de 3.0 a 3.5%. Estas proyecciones implícitas son plenamente consistentes con las proyecciones del Banco Central.

El Consejero señor De Gregorio se refiere a la discusión que se ha sostenido en reuniones anteriores relativa a la preocupación por la tasa de crecimiento del dinero. Señala que si se toman las estimaciones que había hecho el economista don Raimundo Soto en su momento y se las proyecta hasta el año 1997, sin agregar tasas de interés internacionales, solamente con el costo doméstico y con la tasa de crecimiento, resulta factible predecir la evolución de los agregados monetarios. Le parece que ésa es una primera tesis que no necesita de argumentación en términos de cambios de elasticidad. Hay otros cálculos que tienden a estimar alguna brecha que pareciera corresponder a períodos anteriores y también ello es parte de los errores que se pueden cometer en las estimaciones. Además, dado que todos los agregados monetarios, excepto los depósitos a la vista, han estado creciendo a tasas mucho más razonables, cree necesario efectuar un análisis del mercado monetario que considere también lo que puede estar ocurriendo con el manejo de caja y de tenencias de dinero por parte de las empresas.

El Vicepresidente don Jorge Marshall, refiriéndose al Informe de la División de Estudios y apreciando la evolución ocurrida desde la última reunión, percibe que es un tanto pesimista respecto del comportamiento de las variables domésticas. El Informe se refiere a un empeoramiento muy importante de las perspectivas y de las percepciones de los hogares. Comenta el señor Marshall que no sabe si existe evidencia para afirmar eso, excepto la encuesta de Percepción Económica de la Universidad de Chile que es muy puntual, y la otra información que podría avalar lo anterior es la referida a ventas de viviendas, pero aparte de esos dos datos puntuales, no cree que se tenga evidencia de que en Chile se esté percibiendo un efecto de la magnitud de lo que planteaba el señor Schmidt-Hebbel en otros países o lo que ha presentado el Gerente de la División Internacional.

Su impresión es que en Chile, el efecto no es de la misma magnitud por lo que se debiera modificar esa observación y agrega que, si se va al cuadro final y se mira solamente el comportamiento de la demanda interna, lo que se va a observar es un segundo trimestre muy deprimido, con una caída fuerte de lo que es "resto", probablemente por inventario; un tercer trimestre también negativo y un cuarto trimestre, en la parte de "resto", positivo en 3,3%, o sea, lo que está en los números tiende a no ratificar o anticipar un deterioro de la demanda interna o de las perspectivas.

Su segundo comentario respecto del tenor del documento es sobre las holguras y le surge la duda de cuáles son las holguras relevantes. Se puede decir la holgura física del capital, pero en tal caso ¿cuál sería la holgura del capital?, ¿cuál es la restricción del capital?, porque si no hay capital ¿qué es lo que se hace? Señala que hay algo acá que no está en el documento y que es lo siguiente: si se trata de maquinaria, no existen hoy día restricciones en el sector externo para importarla y si hoy existiese un aumento en la demanda y las empresas estimaran que para satisfacer esta demanda se necesita aumentar el capital, se puede financiar la inversión. Obviamente que hay un rezago, pero lo importante es que si existe la holgura por el lado del sector externo, ésa es una holgura respecto a la restricción de capital,

por lo tanto, no es lo mismo tener una restricción física de capital, que no se puede mover en un tiempo prolongado, a una restricción de capital que tiene una holgura en el sector externo que puede financiar una inversión.

El segundo tipo de restricción para el sector de capital es el sector construcción. Este sector, probablemente, tiene una holgura mucho mayor que la de otros sectores de la economía, por lo tanto, si se estuviera en presencia de una real restricción por el lado de los recursos, su impresión es que la economía hoy día se encuentra en mejores condiciones para enfrentar esa situación, de la que se estaría si, por ejemplo, el sector construcción trabajare a plena capacidad o si el sector externo esté relativamente restringido, porque de esa manera, el resorte de capital resultaría más rígido que en las condiciones actuales.

Adicional a lo anterior, se insinúa algo respecto a lo cual, considera que tampoco existe gran evidencia en cuanto a que la tasa del desempleo estructural sería del 8%. Señala que es posible que sea así, pero cree que el tenor del informe respecto de la holgura, tiende a exagerar el tipo de holgura que se está señalando. Por las razones que ha mencionado, no comparte la evidencia de sostener que las tasas de desempleo no inflacionarias sean del 8% y que se esté relativamente cerca de agotar la holgura de capacidad.

Señala el señor Marshall que esos dos comentarios le llevan a ser más optimista de lo que está implícito en el documento respecto de dos temas que son importantes: uno se refiere a la percepción de expectativas de agentes internos y el otro a las holguras, constituyendo las únicas dos diferencias que tiene con el diagnóstico que se ha expuesto.

El Consejero señor Desormeaux coincide con el estudio realizado en el sentido de que se está viviendo un período en el cual el contexto internacional se ha deteriorado más allá de todo lo que se pudo prever, incluso un mes atrás, y hoy también se está considerando la posibilidad de una recesión en Europa, lo que realmente no estaba contemplado. Manifiesta que existe un deterioro de términos de intercambio que va a ir más allá de las proyecciones de un mes atrás y un precio del petróleo que se ha estabilizado, a lo cual agregaría un elemento que no está señalado en el Informe, sino más bien implícito en él, y es el hecho que uno de los posibles desenlaces de la situación argentina sea un default desordenado que signifique básicamente la virtual desaparición del mercado de bonos emergentes, lo cual indudablemente avanza en la dirección de desacelerar la demanda externa junto con mayores presiones inflacionarias.

Señala que hay preocupación acerca de ésto y se está debatiendo el tema, fundamentalmente porque las presiones del mercado cambiario son significativas. Ellas van a llevar a la inflación a aproximarse a la banda superior del rango meta y paralelamente, como resultado del aumento en las tasas de inflación esperada, hoy se tiene una política monetaria más expansiva que hace unos meses atrás. En síntesis, señala que se está frente a un shock de oferta donde no hay elementos de demanda, por lo que la política monetaria no es la herramienta ideal para enfrentarlo y simplemente se debiera esperar a que este shock de oferta sea absorbido y esta situación se atenúe tal como ocurrió el año 2000, donde el Banco Central logró enfrentar este shock sin usar políticas monetarias contractivas, sino que por el contrario, tendió a absorberlo.

Agrega el señor Desormeaux que en lo que hay verdadera preocupación es por las expectativas y si se pierde el ancla nominal, obviamente recuperarla puede significar, el día de mañana, una política monetaria mucho más drástica de la que se podría aplicar hoy día. El punto de equivocarse en la dirección contraria, naturalmente también existe, pero cree que hoy hay un elemento estratégico que permite esperar, porque ha habido una inflación muy baja en

el mes de octubre y también la habrá en noviembre y diciembre por lo cual la opción de aumentar, es una opción que no cree que sea necesaria considerar hoy día.

El señor Ministro de Hacienda manifiesta que probablemente lo que más marca la coyuntura actual, es el nivel de incertidumbre. Pocas veces se enfrentan un número tan vasto de factores que pueden ir hacia el alza o a la baja. A modo de ejemplo, la aversión al riesgo de los inversionistas, en general, puede evolucionar de muy diferentes maneras. Si la guerra contra el terrorismo se prolonga, pero no existen nuevos actos terroristas y el conflicto está más limitado a Afganistán, es probable que lentamente la calma vuelva a los mercados y la confianza de los consumidores permita que la economía americana tenga una evolución más con curva tipo V que U. En este mismo escenario cree, simultáneamente, que podría haber un retorno de los capitales a las economías emergentes, lo que generaría un escenario más virtuoso de presiones a la baja en el tipo de cambio y presiones un poco más expansivas en la demanda. Alternativamente, a esto hay que sumar también el desarrollo de la situación argentina, ya que se podría pensar que el mes de septiembre ya ha marcado fuertemente a los consumidores, que el riesgo país no baje, y por el contrario, que suba, y que por tanto, se tenga una demanda externa relativamente más floja y simultáneamente nuevas presiones sobre el tipo de cambio. Este escenario se parece más bien a lo que se vivió inmediatamente después del 11 de septiembre del año en curso, lo que es consistente con un resultado estanflacionario, de menor expansión y de mayor presión inflacionaria. Señala que claramente es temprano para poder saber hacia donde se van a inclinar las cosas.

El segundo tema es hasta qué punto la evidencia más reciente de desaceleración se relaciona a imperfecciones en el mercado de factores y productos. Da la sensación que la inercia es realmente muy fuerte, aunque no es claro si es mayor o menor si se compara históricamente con nuestro país o con otras realidades. Pero sin duda alguna que entre más inercia exista en los mercados de factores y productos más complejas tienden a ser las decisiones monetarias.

Por último, señala que, en ausencia de una resolución clara y manteniéndose la incertidumbre, es importante evaluar un posible desanclaje de las expectativas. A este respecto, nota que mientras la encuesta de expectativas muestra mayor inflación esperada, los diferenciales de interés muestran una menor inflación. Y para saber cuánto realmente se han desanclado las expectativas, parece más relevante mirar las tasas de interés que es donde realmente se está actuando con dinero.

El Presidente don Carlos Massad comparte la evidencia que ya se señalaba, de explorar más lo que se está mirando como brecha. En relación a la afirmación que se ha hecho que es posible que la trayectoria de la actividad más reciente indique un deterioro persistente en la capacidad de crecimiento de la economía chilena, señala que ésa es una conclusión de mucho alcance, tanto desde el punto de vista analítico como de políticas y es una afirmación que cree que, si está planteada como una hipótesis que fue necesario incluir en un documento como el que se ha tenido a la vista, sería conveniente analizarla con seriedad. Se requiere estudiar cuánto de ese deterioro tiene una duración persistente o si se trata de un fenómeno de carácter cíclico, porque estamos en un momento de debilidad en el ciclo, pero ese momento parece que se está interpretando como una situación de naturaleza perdurable a largo plazo, casi como un cambio estructural, y por tanto, resulta necesario analizarlo con mayor detención.

Su segundo comentario es que se hacen proyecciones de la demanda interna que tienen bastante importancia para el Banco, porque en alguna medida señalan las perspectivas de crecimiento para adelante. Sin embargo, señala que en todo el documento no se habla nada acerca de la parte fiscal y probablemente, si bien se conocen los datos globales fiscales para el año, la distribución trimestral del impulso fiscal o de cualquier otra medida que sea útil desde el punto de vista macro, debería ser una consideración explícita en la evaluación del Consejo. Por ejemplo, para el año próximo se estima un crecimiento del gasto del 4,9%, debiendo estudiarse qué implicancia tiene eso para el Consejo. Probablemente está implícito, pero es muy importante: corresponde al 20% de la economía y ese porcentaje podría tener un un efecto mayor todavía, por lo que debería evaluarse de manera explícita.

Señala que esa materia requiere un trabajo de coordinación importante con las cifras del Ministerio de Hacienda, que estima que debe hacerse cuanto antes, y si es posible, incluso cooperar con el Ministerio para obtener las cifras que pudieran ser más relevantes para el Consejo, con la mayor actualización posible. Considera que se ha ido mejorando mucho y que el documento presentado es muy bueno, pero cree que éste es un mejoramiento que todavía falta y que se debería alcanzar.

El tercer punto que observa es que las expectativas de las encuestas del Banco están usando como límite inferior la tasa piso de nuestra banda y como tope, prácticamente el rango superior de nuestra banda, salvo en la inflación subyacente en que se estima un tope máximo de 4,8% en alguna parte de la información. Pero en la inflación medida no hay ese exceso por sobre el tope de la meta, el máximo que se prevé es 3,9% y lo más bajo es 3%. Cree que eso es una medida de que las expectativas están razonablemente ancladas, porque lo que interesa, desde el punto de vista de los efectos inflacionarios, es que se pudieran incluir en la inflación futura las cifras medidas más que las subyacentes, en el sentido de que ésas son las que explican ajustes de salarios y otras formas de reajustes de precios, de modo que tiene confianza en que las expectativas todavía están ancladas, no en un punto, pero sí en un rango que es básicamente el rango del Consejo. Esto habla bien de la credibilidad del Banco Central en momentos en que ha habido una fuerte presión de parte de algunos sectores específicos de elevar las proyecciones de inflación y además, porque ha habido indicadores, como el precio del dólar, que en oportunidades del pasado habrían hecho, seguramente, que la inflación hubiere variado mucho más rápidamente de lo que ha ocurrido en el último tiempo. Considera que, a su vez, ello constituye una señal en cuanto a que el esquema de política que existe es bastante fuerte como para absorber este tipo de choques, y representa una señal de éxito del conjunto de la política seguida por el Banco, especialmente en materia de tipo de cambio flotante y metas de inflación, entre otras. Cree que ello está dando un fruto importante en circunstancias en las cuales el tipo de cambio apuntaba en otra dirección; y por lo tanto, a una elevación muy rápida de la inflación. Realmente, comenta, nadie pensó en el segundo trimestre del año que el tipo de cambio iba a superar los $ 700, y sin embargo excedió esa cifra y no ocurrió algo relevante en términos de expectativas inflacionarias, lo cual se explica tanto por la credibilidad del Banco como por la fortaleza del esquema de políticas implementadas.

Finalmente, en el tema de la cantidad de dinero y los indicadores de anticipación, se había comentado en una reunión anterior del Consejo, la diferencia que se estaba produciendo entre las variaciones de M1 y las de los indicadores de anticipación. Cree que es conveniente explorarlo, y solicita se le envíe la Minuta preparada por Christian Johnson la cual le gustaría conocer para ver si satisface básicamente el tema, pero de hecho no se ve en ninguno de los canales de transmisión, ni por el efecto portafolio en el precio del dólar, ni por el directo sobre el gasto, que haya una influencia que pueda estar presionando la tasa de inflación más allá de lo previsto. El punto podría ser de que han cambiado los efectos de rezagos y de que ahora ellos afecten en un lapso más largo por lo que esos cambios en la

cantidad de dinero que se produjeron básicamente el año pasado, han significado grandes aumentos en doce meses, sólo van a transferirse a inflación mucho más tarde de lo que habría ocurrido con la activación tradicional. No sabe por qué podría ocurrir eso, pero es una hipótesis que estima necesario explorar. Con todo, no ve en este minuto que se esté enfrentando un riesgo serio de inflación acelerada y persistente, lo que sí estaría presente según se señala en los estudios, hacia mediados del año próximo, pero en términos transitorios. Lo mismo muestran también las expectativas privadas en el sentido que el riesgo parece ser transitorio porque la inflación a fines del 2002 se estima más alta que a fines del 2003, de modo que, como ya expresó, no se está en una situación de riesgo de inflación acelerada y persistente, y no observa, por tanto, que sea necesario tomar hoy día una decisión que modifique lo vigente.

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

Al respecto, el señor Morandé señala lo siguiente:

El Informe presentado da cuenta de la asimilación por parte del mercado de un escenario cuasi recesivo a nivel global que se prolongaría hasta por lo menos la mitad del próximo año, y de los significativos efectos de este escenario sobre la economía local. Así, las tasas de interés de largo plazo exhiben en la actualidad niveles históricamente muy reducidos y las proyecciones de crecimiento se han estacionado en un rango entre 3 y 3,5% para este año y el próximo.

La inflación proyectada, por su parte, mantiene una trayectoria en forma de montaña, tanto la que se deriva de los pronósticos internos como aquellos de la encuesta de expectativas. Sin embargo, hay, especialmente en el caso de las expectativas de mercado, una percepción de que la cima de esa montaña puede prolongarse durante todo el próximo año, a algo así como una meseta bordeando el techo del rango meta. ¿Qué elementos son claves al respecto? Como siempre, el valor supuesto para el tipo de cambio en los siguientes dos años es muy relevante. La mantención en valores de $715 por dólar acarrea un riesgo mayor de inflación cerca y por encima del 4%, que los valores más cercanos a $700 considerados un mes atrás. Pero el desacoplamiento aparente entre el tipo de cambio en Chile y la situación argentina que se ha observado en los últimos días, unido a la leve apreciación que anticipan los contratos *forward* a más de seis meses, puede estar indicando que niveles del tipo de cambio muy por sobre los $700 son poco probables de perdurar. Sin embargo, no es un riesgo descartable.

Otro elemento que ha sido aludido por quienes esperan un recrudecimiento importante de la inflación el próximo año (y que también se sindica como un factor detrás de la depreciación del peso) es la fuerte expansión monetaria observada hasta ahora, a través de un canal de transmisión estrictamente monetario. Si bien es indudable que la expansión de los agregados monetarios ha sido notable, no existe evidencia sólida que avale la hipótesis que se está en presencia de un fuerte desequilibrio monetario que deprecia el peso y afectará a la inflación más temprano que tarde.

El flojo comportamiento de la demanda interna tampoco revela que el supuesto "exceso" monetario se esté canalizando por ese canal de transmisión, lo cual en sí constituye un tercer aspecto clave para proyectar la inflación y la compensación que por esta vía habría respecto de los efectos al alza sobre los precios proveniente de la depreciación del peso. Sin embargo, como se menciona en el Informe y se aludió también el mes pasado, es importante en esta dirección no perder de vista que el crecimiento potencial también se está ajustando a la baja (la

inversión tendrá un crecimiento negativo en el último trimestre, por ejemplo), por lo que la evaluación de los niveles de holgura prevalecientes en la economía debe ser cuidadosa y permanente.

Finalmente, no se puede dejar de mencionar que la actual postura de la política monetaria es expansiva, lo que se deduce tanto del hecho de que la tasa de política monetaria es baja con relación a parámetros históricos (acentuado esto recientemente por el aumento en la tasa esperada de inflación a un rango entre 4 y 3,5% en un horizonte de 1 a 2 años), como de la pendiente de la curva de rendimiento (TPM real ex ante entre 2,5 y 3%, tasas largas en UF entre 4,8%, a 8 años, y 5,3% a 20 años). Es cierto que si verdaderamente el crecimiento potencial se ha reducido más allá de lo previsto y en forma más persistente, el grado de expansividad de la política debe ser revisado. Pero esto ya puede estar incorporado en la baja de las tasas de interés de largo plazo observada en las últimas semanas.

En suma, las opciones de política monetaria parecieran seguir abiertas como en meses recientes. Sin embargo, el aumento (todavía no muy sustancial) en las expectativas de inflación a uno y dos años plazo y el tránsito por varios meses de la inflación esperada por el mercado en el borde superior del rango meta, hacen en esta oportunidad descartar la opción de reducir la TPM. De este modo, las opciones más plausibles serían las de ***mantener*** o ***aumentar***. El mercado espera mayoritariamente que se opte por mantener la tasa hasta al menos comienzos del próximo año (a pesar del riesgo de un aumento en la inflación), pero ésta es una expectativa respecto del manejo de la política monetaria y no necesariamente una expresión de lo que los analistas consideran recomendable. El riesgo de ***mantener*** hoy la TPM es postergar una decisión que después necesitará ser más drástica si la inflación efectivamente sube en el curso de 2002 y termina desanclando las expectativas. El riesgo de la opción de ***aumentar*** hoy es afectar prematuramente a una demanda interna que sigue en un camino de muy bajo crecimiento, junto a apreciar levemente a un tipo de cambio que ya da signos de mayor estabilidad; ambos elementos apuntan a menores presiones inflacionarias. Este último riesgo parece ser todavía más relevante, por lo que la ***mantención*** de la actual TPM es razonable.

El Presidente ofrece la palabra a los asistentes.

El Consejero señor De Gregorio se refiere al contenido de las opciones. Cree que existe suficiente acuerdo, pero estima que hay riesgos de que la economía internacional esté más fría de lo que se piensa. Las perspectivas del próximo año también tienen un cierto riesgo de que el crecimiento doméstico sea un poco más lento; son riesgos que sin duda, contribuyen a mantener la inflación dentro del rango meta. Cree que la única eventualidad negativa que existe hoy día es la de traspaso del tipo de cambio a inflación. Piensa, no obstante que, efectivamente, lo que se ha visto en el último tiempo es que los coeflcientes de traspaso no son tan grandes ni mecánicos como podría haberse esperado en el pasado, así como también las buenas noticias en materia de inflación, como se ha visto en los dos últimos meses, lo llevan a cierta tranquilidad en este período. Estima que el desacoplamiento con Argentina también es una buena noticia, sin embargo, considera que no hay que sobredimensionarla porque tal vez lo que aquí se tenga es un alto acoplamiento con Brasil y quien se desacopló haya sido Brasil. Cree que en ese sentido es una hipótesis que hay que evaluar con cuidado, para eventualmente apreciar el impacto cambiario que puedan tener otros desarrollos en el caso brasilero. Pero, de todas maneras, piensa que en el horizonte de proyección la inflación está dentro del rango determinado por el Consejo, por lo que considera que la inflación, en ese sentido, está anclada. Sin duda, estima que existe un riesgo de mantener la tasa de interés y el riesgo es que después, eventualmente, haya que subirla ante desarrollos que no se anticiparon y sea un aumento más fuerte, pero cree que también hay un evento negativo que no se ha enfatizado y que es importante: la contingencia de subir. Este

riesgo como señaló bastante bien el señor Morandé, al final de su exposición, puede frenar prematuramente un potencial aumento de la demanda interna. El error de mantener la tasa de interés es tener que actuar muy fuerte en el futuro, sin embargo, el equivocarse en subir es tener que bajar rápidamente y cree que eso también podría dar una mala señal de política y por eso está por mantenerla.

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

26-01-011108 – Tasa de Instancia Monetaria.

El Consejo acuerda mantener la tasa de interés de política monetaria en 6,5% anual. Asimismo, los tramos de la línea de crédito de liquidez permanecen inalterados en los niveles prevalecientes desde la reunión anterior.

Se retiran de la Sala el señor Ministro de Hacienda, don Nicolás Eyzaguirre, el Presidente don Carlos Massad y el Coordinador de Política Económica del Ministerio de Hacienda, don Rodrigo Valdés Pulido, y pasa a presidir la sesión el Subrogante don Jorge Marshall Rivera.

V. Comunicado

El Presidente Subrogante propone el siguiente texto para el comunicado:

"El Consejo del Banco Central resolvió hoy mantener la tasa de interés de política monetaria en 6,5% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez también permanecen inalterados en los niveles prevalecientes desde la reunión anterior.

Los antecedentes más recientes confirman el diagnóstico de un importante deterioro en el escenario económico internacional.

En el plano interno, la trayectoria proyectada para la inflación mantiene en lo esencial la forma y los valores presentados en el Informe de Política Monetaria de septiembre. Las presiones que resultan de la depreciación acumulada del peso se ven compensadas por un bajo crecimiento proyectado de la demanda interna y un precio del petróleo que se sostiene en niveles más reducidos que los previstos hace dos meses atrás. De este modo, se mantiene la convergencia de la tasa de inflación prevista hacia el centro del rango meta, 3%, en un horizonte de ocho trimestres.

El Consejo reitera su compromiso con la estabilidad de precios y, consecuentemente, con la meta de mantener la inflación entre 2% y 4%, centrada en 3%. Para estos efectos, seguirá usando con flexibilidad su instrumental monetario."

El Consejo aprueba el texto del comunicado.

Se levanta la Sesión a las 18,15 horas.

JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente

CARLOS MASSAD ABUD
Presidente

JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero

MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera

JOSE DE GREGORIO REBECO
Consejero

NICOLAS EYZAGUIRRE GUZMAN
Ministro de Hacienda

MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe

BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 27
DE POLITICA MONETARIA
celebrada el 13 de diciembre de 2001

En Santiago de Chile, a 13 de diciembre de 2001, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Carlos Massad Abud, con la asistencia del Vicepresidente don Jorge Marshall Rivera y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina, señor Jorge Desormeaux Jiménez y señor José De Gregorio Rebeco.

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

Asisten también los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Jorge Carrasco Vásquez;
Gerente de División Estudios, don Felipe Morandé Lavín;
Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga;
Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;
Gerente de Análisis y Operaciones Internacionales, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete;
Secretaria Ejecutiva Gabinete de la Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo;
Jefe de Prosecretaría, doña Cecilia Navarro García.

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

I. Resolución sobre Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 26, celebrada el 8 de noviembre de 2001.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo el Proyecto de Acta de la Sesión N° 26, celebrada el 8 de noviembre de 2001, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

II. Resolución sobre Minuta del Acta correspondiente a la Sesión N° 25, celebrada el 9 de octubre de 2001.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo la Minuta correspondiente al Acta de la Sesión N° 25, celebrada el 9 de octubre de 2001, la que se aprueba sin observaciones.

III. Fecha Sesión de Política Monetaria del mes de junio de 2002.

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de junio de 2002, para el día 13 de ese mes.

BANCO CENTRAL DE CHILE

IV. Exposición.

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

SÍNTESIS DEL MES

Luego de los atentados del 11 de septiembre del año en curso y de la acentuación de las turbulencias financieras en economías vecinas, el tipo de cambio en Chile sufrió una importante depreciación. En forma coherente, las proyecciones de inflación del Banco Central consignaron el efecto de esta depreciación adicional a la observada hasta entonces, previéndose que la inflación anual aumentaría transitoriamente en el curso de 2002 hasta sobrepasar levemente el techo del rango meta antes de caer hacia fines de ese año, para finalmente converger a 3% a fines de 2003. Esta trayectoria proyectada de la inflación era compartida por la mayoría de los analistas. Sin embargo, la magnitud de la aceleración inflacionaria esperada por el mercado superaba las proyecciones del Banco Central y algunos analistas advirtieron de tasas de inflación que, incluso, podrían llegar a 5% en 2002.

Contrariamente a lo esperado, el aumento en la intensidad de los problemas de Argentina y los esfuerzos en marcha de reestructuración de su deuda interna y externa, lejos de traer más presión sobre los mercados de la región, han implicado más bien una desvinculación entre estos mercados (incluido el chileno) y los vaivenes de la economía de ese país. Es así como, a pesar de sucesivos incrementos en el premio soberano argentino, el peso chileno se ha apreciado en 6,9% entre fines de octubre y la primera semana de diciembre. Junto a ello, parece persistir un panorama de precios deprimidos para el petróleo, en línea con las dudas respecto de la capacidad de la OPEP de coordinar un recorte de producción amplio y sustancial. Se anticipa que el año 2001 cierre con una inflación anual de 2,9%, por debajo de las proyecciones del último Informe. Más allá de estos fenómenos coyunturales, se aprecia hacia el futuro un debilitamiento de las presiones inflacionarias de mediano plazo.

Entre los factores de costos, es indudable que el componente importado de la inflación tiene una importancia relevante. La compresión de márgenes durante este año, como consecuencia de que la trayectoria del tipo de cambio no fue anticipada, debería tender a deshacerse gradualmente, produciendo por tanto efectos de una sola vez en el nivel de precios. En todo caso, la velocidad con la cual ocurre este proceso de descompresión depende de las condiciones de demanda en los mercados de bienes finales. Los indicadores de gasto muestran que no ha sido fácil realizar este traspaso en las condiciones actuales, tanto por la debilidad del gasto, como por algún grado de sustitución hacia bienes de consumo de origen local o hacia bienes importados de menor valor (y menor calidad).

El deterioro de las condiciones de crecimiento global es sin duda una variable relevante que ha inducido la desaceleración del gasto y la actividad en Chile. La economía de Estados Unidos cayó más de 1% durante el tercer trimestre, esperándose para el cuarto trimestre una contracción algo superior. El sector industrial en los Estados Unidos muestra la declinación más larga desde la crisis de los años '80, aunque con una profundidad menor que la de ese entonces, en tanto que la confianza de los consumidores se mantiene inestable frente a una situación laboral crecientemente incierta. El panorama en el resto de las principales economías no es mejor. La zona euro acusa la deprimida situación de Alemania desde el segundo trimestre, mientras que en Japón no se avizora ninguna señal positiva. El impacto de esta situación internacional sobre los precios de las principales exportaciones, es similar a la estimada hace unos meses. Se prevé que el precio del cobre alcance durante el próximo año un promedio de US$0,72 la libra, llegando a US$0,80 durante 2003. Con esto, para 2001 se estima una caída de los términos del intercambio en torno a 7,5%, que se revertirá sólo levemente en 2002 y 2003. Los volúmenes de exportación no tradicionales siguen mostrando un elevado dinamismo. Para el precio del petróleo sí se aprecia una corrección importante (más de 10%) en la trayectoria esperada para el próximo año, con relación a septiembre y octubre.

BANCO CENTRAL DE CHILE

En general, era esperable que el menor dinamismo de la economía mundial hubiese repercutido sobre la demanda externa. Hasta ahora en todo caso su impacto se ha apreciado sobre todo en los precios de exportación, mientras que los volúmenes exportados de las actividades no tradicionales han experimentado un fuerte dinamismo. Junto con revelar una importante capacidad de sustituir los mercados de destino de los envíos, esto muestra que la depreciación del tipo de cambio real desde el año 1999 ha permitido mantener la competitividad de parte importante del sector exportador. Es decir, la demanda externa ha contribuido positivamente al crecimiento económico durante el año 2001, por lo que, en parte importante, la desaceleración de la actividad global en el curso de este año es atribuible al comportamiento plano de la demanda interna. Dentro de sus componentes, ha sido la fuerte desacumulación de existencias y en menor medida la inversión en maquinaria lo que explica en forma central este débil desempeño.

Esto indica que las turbulencias en los mercados cambiarios y la incertidumbre generalizada respecto a la situación en Argentina pusieron una nota de cautela en las decisiones de inversión en los componentes más sensibles al tipo de cambio, como la maquinaria y las existencias. Esto incluso se puede apreciar en las cifras más recientes: la fuerte caída de las importaciones en noviembre se comenzó a revertir en diciembre.

Durante los próximos trimestres, se estima que el escenario más probable para el crecimiento económico es similar al que se evaluó en octubre, con la diferencia importante que parte sustancial de la incertidumbre respecto a la situación en Argentina ha tendido a despejarse. Con ello, en el escenario base se espera un repunte en la acumulación de existencias y la inversión en maquinaria en el curso del primer semestre del próximo año, con lo que el crecimiento tanto de la actividad como del gasto alcanzarían cifras en torno a 3% en el primer trimestre del próximo año.

Se espera que este ritmo de crecimiento del gasto interno siga sustentándose en los próximos trimestres por un incremento del consumo privado algo superior al experimentado en el último tiempo. Aunque el aumento del empleo total desestacionalizado que ocurrió durante parte del primer y segundo trimestre se ha moderado de forma sustancial, el empleo en la construcción y la industria ha seguido creciendo en los últimos meses, lo que muestra que los aumentos en productividad no prosiguen al mismo ritmo que durante el año 2000. Por su parte, la política fiscal inducirá un impulso positivo sobre la demanda agregada en el año 2002. En el presupuesto se considera un crecimiento real del gasto con impacto macroeconómico de 4,9%, esencialmente empujado por la inversión pública, que tendrá un incremento de 11%.

Para el año 2002 como un todo, la proyección de crecimiento se ubica en 3,4%, lo que refleja perspectivas de crecimiento para los principales socios comerciales de Chile 1,8% por debajo de las estimadas en septiembre. Durante el año 2003, en línea con el repunte esperado de la actividad mundial, se espera un crecimiento doméstico ligeramente superior a 5%. Como es habitual, estas proyecciones se realizan bajo el supuesto metodológico que la tasa de política monetaria se mantiene constante en 6,5%. La proyección para el crecimiento del gasto interno lleva a 5% anual promedio para el bienio 2002-2003, mientras que el déficit en cuenta corriente alcanza cifras ligeramente bajo 1%, producto de la mejora en los términos del intercambio y de una reducción sustancial respecto a septiembre en la cuenta de servicios financieros, por las reducidas tasas de interés.

La mayor estabilidad para el tipo de cambio que se espera durante los próximos trimestres tiene también como contraparte menores presiones inflacionarias. En general, las perspectivas del mercado para el tipo de cambio se ubican por debajo de las expectativas durante octubre y principios de noviembre. La encuesta más reciente revela que se espera que el tipo de cambio en el corto plazo se mantenga en torno a los $680 por dólar, con una leve depreciación hasta valores algo por debajo de $700 por dólar para fines de 2003. Esto indica un tipo de cambio real estable en torno a 3% por debajo del observado en noviembre. Debido a que persisten grados de incertidumbre no despreciables respecto a esta variable, en este Informe se presentan dos escenarios alternativos para la trayectoria del tipo de cambio. Uno de ellos indica un tipo de cambio real en torno al equivalente de $680 por dólar, lo que es consistente

con una leve tendencia a la depreciación nominal. Un segundo escenario supone que el tipo de cambio tiende a los $700 hacia fines del año 2003.

En el escenario de tipo de cambio más apreciado (Escenario A), la proyección de la inflación del IPC y del IPCX se ubica en 3,0% y 3,6%, respectivamente, durante el cuarto trimestre del año 2002, alcanzando variaciones anuales promedio de 2,4% y 2% el IPC y el IPCX durante el cuarto trimestre del año 2003. Por un lado, el crecimiento proyectado de 3,4% para 2002 hace persistir las dificultades para la descompresión de márgenes vía aumentos en precios finales, los que además aparentemente se han visto acomodados por la sustitución en el consumo hacia bienes de origen local, o bien importados de menor valor. En el caso del escenario de tipo de cambio real más depreciado (Escenario B), la inflación del IPC y del IPCX alcanza a 3,2% y 3,8% a fines del próximo año, respectivamente, llegando a 2,8% y 2,3% hacia fines del 2003.

A diferencia de septiembre y octubre, las proyecciones contenidas en este Informe indican una brecha negativa entre la inflación del IPC y del IPCX durante el curso del año 2002 y positiva durante 2003. Ello, por cuanto las perspectivas para el precio de los combustibles son significativamente más bajas que las previstas hace un tiempo, pero se espera una recuperación gradual en los próximos dos años. Inicialmente los mercados esperaban que el desplome del precio del petróleo tras los atentados de septiembre sería de carácter transitorio, produciéndose un repunte hasta los US$25 por barril en marzo del 2002, promediando US$23 por barril en todo el año. En la medida que se consolidó el escenario deprimido para la actividad mundial, junto con los problemas de la OPEP para coordinar los recortes de producción, la proyección para el año se redujo hasta US$20 por barril (una caída de 13%). Este cambio tiene una incidencia de más de medio punto porcentual en promedio sobre la inflación anual a lo largo del año 2002. De hecho, en los dos escenarios de tipo de cambio la inflación del IPC se mantiene entre 2,5% y 3,5% durante el año 2002, cayendo bajo 3% en el curso del año 2003 por la desaceleración de la inflación subyacente.

Como se aprecia, estas proyecciones de inflación indican que tanto la inflación del IPC como de IPCX se ubicarán por debajo de 3% hacia fines del 2003. Para reproducir la proyección del mes de octubre, se requiere un tipo de cambio real en torno a $700 por todo el horizonte de proyección, lo que equivale a una depreciación adicional en torno a 2%, con respecto al Escenario B.

Las expectativas de inflación del sector privado han seguido estas tendencias. Las tasas de interés de los documentos no reajustables del Banco Central se han reducido en forma sistemática, hasta cifras ligeramente por sobre 7%. El diferencial entre las tasas de interés de los documentos reajustables y no reajustables del Banco Central indican expectativas de inflación para el primer trimestre del próximo año ligeramente por debajo de 3% anual y para los próximos doce meses entre 2,5% y 3,0%. Por su lado, la encuesta de expectativas correspondiente al mes de diciembre mostró una caída algo más moderada, de casi 0,5%, en la inflación esperada para el año 2002 y el 2003, ubicándose hoy en 3,5% y 3,0%, respectivamente, versus 3,9% y 3,5% hace un mes atrás.

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA

I. Escenario Internacional

Las proyecciones de crecimiento mundial para este año han sido corregidas sustancialmente a la baja respecto del Informe de Política Monetaria de septiembre y en forma marginal desde la última reunión de política monetaria. Hacia el año 2002, las proyecciones de crecimiento de los socios comerciales indican un crecimiento similar al de este año (1%), que se compara con el 1,8% presentado en la reunión de política monetaria pasada. Las expectativas de crecimiento mundial a PPP, se sitúan en 2,0% para el año 2002, equivalente a 0,5% por debajo de la proyección anterior.

Las perspectivas para los precios de las materias primas se mantienen. Aunque el precio del cobre registró una sistemática y preocupante tendencia a la baja en un mercado con elevados niveles de inventarios, los anuncios de recortes de producción a nivel mundial (del orden de 500 mil toneladas métricas, incluyendo CODELCO) afectaron positivamente las expectativas. El precio *spot* se ubica en torno a los niveles de agosto (del orden de US$0,66 la libra), con lo que el promedio del año alcanzaría probablemente a US$0,72 por libra. Las proyecciones para los años 2002 y 2003 son de US$0,72 y US$0,80 por libra, respectivamente.

El escenario internacional más deprimido, la sobreproducción por parte de algunos miembros de la OPEP, así como el escaso acuerdo logrado entre este cartel con otros países, ha determinado una caída en el precio del crudo. Desde fines de septiembre, el precio ha oscilado en torno a US$19 el barril. Con ello, se ha reducido la proyección en el precio para el año 2002, en relación con la reunión de política monetaria pasada, situándose en US$20 el barril, en línea con lo que indican los precios de los mercados de futuros. Hacia el año 2003 se espera que el precio se sitúe en US$22 el barril, el nivel mínimo al que apuntaría la política del cartel petrolero y en línea con la recuperación esperada de la demanda mundial.

La Reserva Federal de Estados Unidos ha continuado con los recortes en la tasa de interés de política, debido a que las más recientes cifras de actividad industrial, confianza de los consumidores y mercado laboral revelan el estado recesivo de la economía norteamericana. Si bien la recesión no se pudo evitar, la Reserva Federal ha buscado limitar su magnitud y duración. Los mercados esperaban un recorte adicional de 25 puntos base de la tasa en la reunión del 11 de diciembre. No obstante que la mayoría del mercado consideraría este nivel como un piso, se asigna una probabilidad distinta de cero a un recorte adicional de 25 puntos base, principalmente bajo un contexto de significativo ajuste a la baja de la inflación. Hacia el tercer trimestre de 2002 se mantiene la expectativa de incrementos graduales de la tasa de política sobre la base de la recuperación en la actividad esperada, la que se verificaría durante el segundo semestre del año 2002. El Banco Central Europeo también ha seguido reduciendo su tasa de política, basándose en los cambios que presenta el escenario inflacionario, junto con las desalentadoras señales de actividad que entregan los indicadores de coyuntura. El mercado tiene expectativas de nuevos recortes, los cuales situarían la tasa de interés de política, en un rango de 2,5%-2,75% durante el primer trimestre del año 2002.

Las expectativas privadas incorporan el escenario de recuperación en el curso del primer semestre del próximo año y de política fiscal expansiva. El rendimiento del bono a 10 años de Estados Unidos ha llegado a niveles de 5%.

El mercado de deuda emergente ha mostrado un desempeño dispar en los últimos meses para los distintos países. Los efectos iniciales de los atentados de septiembre se han diluido y así los *spreads* han convergido a las condiciones de riesgo de cada economía. De este modo, mientras el *spread* soberano de Argentina ha marcado hitos históricos, reflejando el complejo escenario que enfrenta, el *spread* del resto de las economías emergentes ha iniciado un movimiento en sentido contrario, sobre la base de los fundamentos de cada economía.

II. Mercados Financieros

Hasta mediados de noviembre las tasas de interés de los documentos reajustables del Banco Central mantuvieron una trayectoria descendente, compatible con expectativas de menor actividad económica, alcanzando mínimos históricos de UF+4,6% y UF+5,1% para los PRC-8 y PRC-20 años, respectivamente. Sin embargo, la disminución de las expectativas de inflación de corto y mediano plazo, la mayor inquietud por la situación económica de Argentina, pero sobre todo el ajuste al alza de las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos, incrementaron las tasas de interés de largo plazo, hasta UF+5% la del PRC-8.

La caída en las expectativas de inflación impactó con mayor fuerza en las tasas de interés promedio de los documentos nominales, que descendieron hasta cuarenta puntos base.

En todo caso, a pesar de un ajuste relativamente importante en las expectativas de inflación de mercado, no se detectan cambios de igual magnitud en las expectativas respecto de la política

monetaria. Tanto la curva *forward* como la encuesta mensual señalan que el mercado espera incrementos de 25 puntos base en el primer semestre del próximo año y otros 25 puntos base más en el resto del año.

En el margen, los agregados monetarios más líquidos –circulante y M1A– tuvieron un comportamiento disímil. En términos desestacionalizados, el circulante mantuvo el dinamismo de los meses previos, en tanto que el M1A registró un quiebre en su tendencia, al caer en términos mensuales. Aunque ya no se detecta una desalineación del dinero respecto de una demanda por dinero tradicional, la evidencia reciente puede indicar que se ha producido un incremento en la elasticidad respecto de la tasa de interés: la disminución de los saldos en cuentas corrientes coincidió con un aumento importante en las tasas de interés en depósitos a plazo en UF. Pese a esta caída mensual, la variación real anual del M1A permanece en niveles sobre los dos dígitos en noviembre (13,6%). Los agregados monetarios más amplios muestran un ritmo de expansión menor en 12 meses al del circulante y el M1A. Destacó la recuperación de los depósitos a plazo (dólares y UF) y la recuperación de las letras de crédito. Durante noviembre hubo una caída de los documentos del Banco Central del sector privado, explicada por la mayor demanda de los bancos por necesidades de calce y de Reserva Técnica.

Las colocaciones totales registraron nuevamente un crecimiento durante noviembre, debido a la evolución de las colocaciones en moneda nacional, tanto efectivas como hipotecarias. Los créditos al sector privado siguen incrementándose durante octubre, explicado por empresas, y la recuperación de los préstamos de vivienda y consumo, los cuales no crecían desde mayo pasado.

Al comparar el crecimiento de los créditos a empresas, en particular de las colocaciones comerciales, con la evolución de la deuda externa privada de corto plazo, se observa que esta última ha registrado una importante caída desde mediados del año 2000. Esto evidencia una sustitución de deuda por las mejores condiciones imperantes en el mercado nacional, dados los actuales niveles de tasas de interés y la propensión del sistema financiero nacional de favorecer a aquellos agentes con menor riesgo y garantías más sólidas.

Pese a que durante noviembre Argentina realizó intervenciones en el sector bancario, seguros y administradores de fondos de pensiones, el tipo de cambio observado no mostró mayores aumentos, validándose el hecho que la economía chilena, al igual que la de Brasil, se habría independizado del riesgo argentino.

En efecto, mientras el *spread* soberano de ese país ha superado los 4.000 puntos base recientemente, el tipo de cambio observado ha caído cerca de $50 por dólar desde fines de octubre. Este fenómeno también se repite en la economía brasileña, que presentó durante el mismo período una apreciación de su moneda superior a 13%, cotizándose actualmente por debajo de R$2,4 por dólar. Detrás del fortalecimiento de la moneda chilena también se encuentra el buen rendimiento de las exportaciones no cobre y la significativa recuperación del precio del cobre, en las últimas semanas.

Actualmente, el tipo de cambio se transa en $675 por dólar, por debajo del promedio de noviembre ($685 por dólar), mes en el cual tanto las expectativas obtenidas de los contratos *forward* peso-dólar (de corto plazo), como los valores *spot* presentaron una tendencia a la baja. De las expectativas que se recogen del mercado de cotizaciones de operadores *Bloomberg*, la depreciación esperada para el próximo semestre es de un 1,6% ($685 por dólar). Este valor es muy superior al que resulta de la encuesta de expectativas del Banco Central, de diciembre, que tiene una depreciación implícita de 0,7% para los próximos 6 meses. Esta fuente entrega para los próximos dos años un tipo de cambio por debajo de $700 por dólar. Estas trayectorias se encuentran en línea con el diferencial real externo, que se ha vuelto aún más negativo, apuntando a una apreciación real del peso en el mediano plazo.

En noviembre, los índices bursátiles nacionales siguieron mostrando una recuperación, creciendo (en dólares) 9,6% el IPSA y 7,9% el IGPA. Ambos indicadores fueron beneficiados, además, por la apreciación del peso durante el mes.

Este buen desempeño estuvo determinado, en gran medida, por la oficialización de la Reforma al Mercado de Capitales, la cual pretende ser un elemento esencial en el proceso de liquidez del mercado accionario chileno. La eliminación de impuestos a las ganancias de capital representa una de las medidas más importantes de la Ley, la que luego de entrar en vigencia, condujo a una duplicación de los montos promedios diarios transados en la bolsa. Sin embargo, al igual que otras plazas de la región, la bolsa chilena se vio afectada en los últimos días por el deterioro de la situación argentina. Asimismo, el incremento de las tasas de interés en UF debido a la perspectiva de bajas inflaciones en adelante, significa una alternativa rentable de inversión que va en desmedro del mercado bursátil, al menos en el corto plazo.

III. Actividad y Empleo

Actividad y Gasto

En el tercer trimestre el PIB aumentó en 2,6%, mientras que el gasto disminuyó en 0,8%, ambas cifras por debajo de lo esperado en septiembre. Las expectativas para el cuarto trimestre también se han reducido pero indican un crecimiento para el PIB de 2,9%, con lo que se obtendría un crecimiento de 3,2% en el año. Se espera que el gasto se reduzca en 0,5% en el cuarto trimestre, cerrando el año con una disminución de 0,1%.

Para el primer trimestre del 2002 las perspectivas para el PIB son de un crecimiento anual de 3,1%, en tanto que para la demanda interna se espera una expansión de 2,9%.

Demanda Interna

Los indicadores reales muestran comportamientos disímiles. Los componentes asociados al consumo de bienes de origen doméstico revelan un ritmo de crecimiento positivo, mientras que los bienes durables, sobre todo de origen importado, caen a tasas elevadas. Es así como durante octubre se mantiene la tendencia creciente en las ventas del comercio minorista y de supermercados (CNC), al igual que la de bienes de consumo habitual de la industria. En contraposición, las ventas de bienes de consumo durable llevan varios meses de declinación, junto con las importaciones de bienes consumo y las ventas de vehículos nuevos, que cayeron 7,8% y 18,7% anual, respectivamente.

Esto indica que la sorpresiva depreciación del peso en los últimos meses ha motivado la postergación de decisiones respecto de los bienes de consumo durable y de reacumulación de existencias en el comercio.

En el sector construcción el incremento de las ventas supera ampliamente al de los *stocks*, por lo que se reduce de manera importante el número de meses necesarios para agotar el *stock*, el que pasa de 20 a 16 en octubre. Esto indica que el pobre desempeño del sector inmobiliario en el mes de septiembre fue un fenómeno puntual. En efecto, durante octubre se verificó un incremento importante en el margen de los permisos de edificación, lo que valida las mejores perspectivas para el sector en el cuarto trimestre del 2001 y los primeros meses del 2002.

El componente de inversión asociado a la construcción durante el tercer trimestre creció en línea con el primer semestre, en tanto que la inversión en maquinaria y equipos, en particular de origen extranjero, siguió mostrando un comportamiento plano. De hecho, en términos de niveles, los promedios de las importaciones de bienes de capital del semestre mayo-octubre 2001 representan una caída del orden de 6,6% al compararse con los máximos alcanzados hacia fines del 2000 y comienzos del 2001. Esto, junto con el sostenido crecimiento de las ventas de bienes de capital de la industria revelan una sustitución, al menos cualitativamente similar, a lo que ocurre en el consumo.

En lo que respecta al sector externo, se espera que el volumen de exportaciones aumente un 9,9% en el cuarto trimestre, promediando un aumento de 8,4% en el 2001. Las exportaciones "resto" continúan mostrando el mayor dinamismo, explicado por la depreciación del peso

durante los últimos años. Se estima un aumento de 10% en el último cuarto del año y 13,5% para el 2001 en su conjunto, por sobre las estimaciones previas. Las principales alzas de los volúmenes corresponden a productos no tradicionales, especialmente aquellos que fueron más golpeados por las disminuciones de precios, tales como salmones, truchas y vino.

Por otra parte, se estima que los volúmenes de importación tendrán un leve incremento en el cuarto trimestre (0,3%), para cerrar el año 2001 con una expansión de 0,5%. La mayor baja en términos anuales se espera en los bienes de consumo (-1,4%), en tanto que los combustibles y los bienes de capital incrementarán sus cantidades en 3,8% y 2,3%, respectivamente.

Mercado Laboral

Tras la expansión del empleo durante el segundo trimestre del 2001, los siguientes períodos han indicado el estancamiento de la tasa de crecimiento de la ocupación, hecho que también ha afectado la trayectoria plana de la tasa de participación en los meses recientes.

En efecto, durante el trimestre móvil finalizado en octubre el empleo total se incrementó en 53 mil nuevos puestos de trabajo respecto del trimestre anterior. De este aumento, el sector privado representó un 70% (39 mil plazas), incremento explicado por factores estacionales, ya que, al eliminar estos elementos, se verifica una caída entre trimestres. De la comparación con igual trimestre del 2000, se observa un importante repunte del empleo (80 mil personas), el que sin embargo, es explicado fuertemente por los programas gubernamentales de empleo.

La tasa de desocupación nacional se situó en 9,7%, cifra que significó una caída respecto del trimestre anterior (10,1%) y de su similar del 2000 (10%). Este mejoramiento se debió al aumento de 1% en los ocupados y una caída en 4% de los desocupados. Luego de desestacionalizar las cifras, la tasa de desempleo del trimestre móvil agosto-octubre 2001 (8,9%) alcanza valores similares a los del período anterior (9,1%).

El débil comportamiento del empleo en los últimos trimestres móviles se explica por la caída en la ocupación en el sector de servicios. En efecto, el empleo en la construcción aumentó 2,3% respecto del trimestre inmediatamente anterior, hecho que se asocia a la expansión de los permisos de edificación a partir del segundo trimestre del año 2001. Los sectores industria y comercio, altamente intensivos en mano de obra, continúan con la tendencia creciente registrada durante gran parte del 2001, lo cual es un buen indicador de la evolución futura del empleo en términos globales.

Las perspectivas del mercado laboral indican que la tasa de desempleo del último trimestre será la más baja del año 2001, pues desaparece completamente la estacionalidad negativa del período invernal. Aprovechando la estacionalidad favorable para el empleo, hasta fines del verano del 2002, se debiera observar una baja sostenida en la desocupación. No obstante lo anterior, el escenario futuro del empleo continúa siendo de moderada expansión, debido al lento crecimiento de la economía interna y al peor escenario internacional. En todo caso, la evolución del empleo es consistente con presiones inflacionarias aún acotadas y con incrementos en la productividad del trabajo que proceden a ritmos más moderados.

Política Fiscal

La ejecución presupuestaria acumulada para el período enero-septiembre registró un balance positivo, equivalente a un 0,5% del PIB anual, lo que obedeció al superávit registrado en el primer trimestre que aún no se ha visto revertido en los siguientes dos períodos. Se estima que el balance estructural en el 2001 será del orden de 0,9% del PIB.

Ingresos

El tercer trimestre del 2001 se caracterizó por un aumento de los ingresos, debido a la expansión de los ingresos tributarios y aquellos provenientes del cobre. Los ingresos totales arrojaron un crecimiento real de 14,2% en doce meses y se giraron US$134 millones del Fondo de Compensación del Cobre durante el período. Las autoridades de Hacienda atribuyen a la

menor evasión el incremento en los ingresos tributarios, pero no es descartable que otros fenómenos, tales como la fuerte desacumulación de existencias que lleva a una reducida devolución de IVA, estén detrás de este fenómeno.

Asimismo, la diferencia existente entre el deflactor de la demanda interna y el IPC (4% aproximadamente) y su impacto sobre los ingresos, haría que estas cifras se encuentren abultadas por la diferencia entre estos índices de precios. Esto estaría indicando, en la práctica, un menor efecto contractivo del incremento en los ingresos.

Gastos

El gasto con efecto macroeconómico anotó un alza anual de 5,3% en el trimestre julio-septiembre respecto de igual período del 2000, por lo que se mantuvo en línea con lo proyectado en septiembre pasado.

Con todo, durante el tercer trimestre tanto el ahorro corriente como el superávit global mostraron una tendencia leve al alza.

Se espera que el año 2001 cierre con un balance fiscal negativo de 0,5% del PIB. Esto significará que el gasto público con efecto macroeconómico se encuentre algo por sobre el 7% en el último trimestre del año 2001, revelando que la política fiscal ha tenido un impulso positivo sobre la demanda interna durante el segundo semestre.

Presupuesto Sector Público Año 2002

En el escenario alternativo presentado por el Ministerio de Hacienda en septiembre, correspondiente a un precio de la libra de cobre de US$0,71 y un crecimiento de 3,5%, el déficit contable llegaría a 0,6% del PIB, manteniéndose la proyección de superávit estructural en 1,0% del PIB. Este escenario corresponde al escenario base que se incorpora en las proyecciones de este documento.

IV. Precios y Costos

La nula inflación de noviembre respondió a los caídas en los precios de los combustibles y el transporte público. A ello se sumó un incremento de los productos perecibles, menor al inicialmente esperado. Servicios regulados como la electricidad y el agua potable tuvieron aumentos de tarifas en el mes, aunque no producto del tipo de cambio, sino de reajustes previamente convenidos. Al igual que en meses previos, esto determinó que el IPCX aumentara 0,1% en el mes, aunque medido en doce meses su tasa de crecimiento cayó a 3,7%.

Durante las últimas semanas de noviembre se manejó una estimación de inflación de –0,1% para el mes. Las diferencias provinieron de: (1) un aumento mayor al considerado en el precio de las carnes, (2) un aumento mayor al anticipado en el precio del agua potable y (3) diferencias menores en otros rubros.

Finalmente, los perecibles no mostraron el aumento estacional propio de esta época del año. Sólo durante un par semanas del período –entre fines de octubre y comienzos de noviembre– pudo apreciarse un aumento en el precio de estos bienes. De hecho, el efecto inflacionario de este ítem es hasta ahora considerablemente menor al de años anteriores y al promedio histórico.

El efecto en la inflación de la apreciación promedio del peso en noviembre será observado en diciembre y enero. Por un lado, los costos de servicios de telefonía descenderán en diciembre y en enero. La tarifa de la locomoción colectiva, por su parte, sería recortada otros $10 en enero de 2002, aunque aquí se suma, al menor tipo de cambio, el menor precio del petróleo diesel.

BANCO CENTRAL DE CHILE

Respecto de los salarios, en términos nominales, durante octubre se siguen observando menores tasas de crecimiento anual. Esto se debe a la menor inflación del primer y segundo trimestre, lo que indica que los efectos de la indización sobre los salarios nominales están operando en sentido contrario a lo que se observó en la primera parte del año 2001. El Índice Nominal de Remuneraciones por Hora, por cuarto mes consecutivo disminuyó su tasa de crecimiento anual (4,7%). Se espera que en los próximos meses se observe una aceleración de los salarios privados dada la mayor inflación observada durante agosto y septiembre.

Durante octubre, el costo laboral unitario privado mantuvo la trayectoria de crecimiento anual del mes anterior (3,2%), moderándose así la fuerte expansión de los meses previos. Desde el punto de vista del impacto inflacionario, la evolución de los costos laborales no ha sido compensada completamente por un aumento de la productividad, dado el escaso dinamismo de la actividad frente a una mayor expansión del empleo.

Considerando estos elementos, diciembre tendría una inflación en torno a 0%, acumulando así 2,9% en el año. Para el IPCX, el incremento mensual estaría en torno a 0,2% en el último mes del año, mientras que el incremento en doce meses sería de 3,4%. Finalizado el primer trimestre del año 2002, con altibajos en su interior, la inflación se situaría en niveles similares a los de fines de este año (2,8% el IPC y 3,5% el IPCX).

PERSPECTIVAS PARA EL CRECIMIENTO Y LA INFLACIÓN

En el corto plazo, se estima un crecimiento de la economía de 2,9% y 3,1% para el cuarto trimestre de este año y el primer trimestre del próximo. Estas proyecciones se sustentan en perspectivas más auspiciosas para el gasto interno y con un repunte en la formación bruta de capital. La producción industrial también experimentaría tasas de crecimiento por sobre las observadas en promedio hasta el tercer trimestre de este año.

Los principales supuestos para las proyecciones de mediano plazo se asemejan a los de reuniones de política monetaria pasadas, pero detectándose un deterioro adicional en el crecimiento de los socios comerciales y perspectivas más optimistas para el precio del petróleo.

Con ello, se espera un crecimiento de 3,4% para el próximo año y de 5,2% para 2003. El gasto interno crecería por sobre el PIB empujado por la reacumulación de existencias y por la recuperación de los términos del intercambio. Las expectativas privadas son algo más pesimistas, especialmente para el año 2003.

Con esto, en el corto plazo la proyección de inflación del IPCX sigue una trayectoria similar a la evaluada en octubre, ligeramente por encima de la del último Informe de Política Monetaria, como producto del traspaso a precios de la depreciación del peso en el curso de este año. Durante 2003, por la estabilidad en el tipo de cambio y por un crecimiento acumulado entre 1,5% y 2,0% menor al previsto en septiembre, la inflación del IPCX se desacelera de forma intensa. La inflación del IPC ya no refleja la aceleración de la inflación del IPCX por el efecto del precio de los combustibles: la inflación del IPC tiene una trayectoria bastante más suave en el tiempo.

Las expectativas privadas indican una trayectoria por debajo de la prevista hace un mes, pero por encima de las proyecciones de este documento para el año 2003.

El Presidente ofrece la palabra a los asistentes.

Ante una consulta del señor Ministro de Hacienda, el Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, señala que efectivamente la inflación depende de la depreciación nominal. Sin embargo, la variable fundamental que afecta a ambas es el tipo de cambio real y su trayectoria a través del tiempo. Esa trayectoria, a su vez, puede depender de

la inflación en la medida que haya una regla de política que empiece a operar en algún momento del futuro, en función de lo que esté ocurriendo con la inflación.

A continuación, el Presidente manifiesta que comentará el informe de la División Estudios utilizando una frase que él mismo criticó ayer, pero la va a usar justamente en el sentido que a él le parece más apropiado. En lo más reciente, dice, las indicaciones muestran que se alivian las presiones inflacionarias y que las proyecciones en el crecimiento de la economía mundial se hacen marginalmente más débiles. También las proyecciones de crecimiento, en lo más reciente, no indican un riesgo de angostamiento en la brecha que pueda generar presiones inflacionarias a largo plazo. Las indicaciones que hoy se tienen, de mantenerse, apuntarían hacia un espacio para reducir tasas en el futuro. Lo que se ha visto, en el pasado reciente, es una conducta bastante errática de variables que también hacen variar mucho las predicciones. Para el tipo de cambio se tomó básicamente el que está vigente en el momento, y éste ha sido bastante errático en el pasado reciente, de modo que existe ahí un riesgo de que en un plazo relativamente breve pudiera hasta cambiarse el signo del movimiento de esa variable. No se perciben ahora razones para estos movimientos, pero tampoco se percibían razones que pudieran llevar muy fuerte el tipo de cambio hacia arriba cuando se observaron los acontecimientos en agosto y septiembre.

Su conclusión de la mirada general de la situación económica, es que si se afianzan las indicaciones que ahora se tiene, habría una oportunidad para impulsar un poco más la economía sin tener riesgo inflacionario, pero cree que se está todavía observando un cambio en un período muy corto, y que no se ha tenido una experiencia como para poder obtener, en este momento, una conclusión alrededor de eso. Señala que nos hemos desacoplado de Argentina, que fue un tema muy importante, pero parece que la situación argentina se complica y parece acercarse al momento más crítico. Esta situación es algo en permanente evolución, pero le da la impresión, por las noticias que se leen sobre la situación fiscal y sobre la actitud social en ese país, que el margen de maniobra de las autoridades está haciéndose cada vez más estrecho. Cree que ése es un tema que hay que observar a pesar de que aparecemos ahora desacoplados, pues podría ocurrir algún tipo de problema en el caso que en Argentina se llegara a un extremo.

Su conclusión general, en lo personal, es que parecen haber cambiado las tendencias en lo más reciente y cree que eso significaría efectuar un seguimiento muy cercano hacia enero, con el fin de evaluar, en el más breve plazo, un poco más adelante las acciones que ocurrieran.

El Vicepresidente señor Marshall comparte lo que ha dicho el Presidente y consulta qué evaluación se puede hacer sobre el comportamiento de las expectativas asociado a lo que el Presidente ha planteado. Esa lectura también existe en el mercado. Señala que él tiene dos hipótesis: una, es que la expectativa del mercado se da cuenta de todo lo que el Presidente ha indicado y las tasas de interés largas han bajado.

La otra hipótesis es que las expectativas están a medio camino, porque contienen esta duda, por lo tanto, su pregunta incidirá en el diagnóstico y si está del todo incorporada al informe que ha hecho la División de Estudios en el sentido de en qué punto están las expectativas privadas.

El Consejero señor Desormeaux coincide con el diagnóstico del informe, pero hace notar una pequeña diferencia. Cree que, especialmente en la última semana, el sector externo ha comenzado a dar señales un poco más positivas, especialmente en los Estados Unidos de América. Señala que en dicho país pareciera que el sector industrial ha terminado su recesión, se observan algunos resultados interesantes, un aumento importante del consumo, un incremento en el gasto de construcción, una estabilización en la confianza de los consumidores aunque esto, naturalmente, no lo estamos viendo ni en Europa ni en Japón. Esto, de alguna manera sugiere que se va a observar una recuperación de la economía

norteamericana durante el segundo trimestre de 2002 y eso, obviamente, es algo que puede tornar el panorama inflacionario un poco distinto de lo que se tiene hoy día y en ese sentido, lógicamente, la cautela es una buena consejera.

Otro fenómeno que valdría la pena mencionar es la posibilidad de tener un fast-track para negociar un acuerdo de libre comercio con los Estados Unidos. Tiene la sensación de que éste es uno de los elementos que puede producir un mejoramiento de la confianza en Chile, y que en la práctica puede traducirse en una recuperación más robusta de lo anticipado en el segundo semestre del próximo año.

Y el tercer fenómeno es Argentina donde realmente, como ha mencionado el Presidente, no existe un programa fiscal serio, lo que va reduciendo mucho el margen de maniobra de las autoridades. De manera que esto puede terminar en un caos, con una depreciación importante y con el sistema financiero destruido, todo lo cual naturalmente tiene un efecto inflacionario, en un clima de tensión impredecible. Por lo tanto, compartiendo la observación de la División de Estudios, plantearía que hay buenas razones para ser cauteloso en este momento.

Respecto a una pregunta sobre el tipo de cambio que hiciera el señor Ministro de Hacienda, el Gerente de Análisis Macroeconómico manifiesta que como punto de referencia, se puede mencionar que la trayectoria para el tipo de cambio que se utilizó en el Informe de septiembre era una que suponía una leve apreciación de tendencia que lo llevaba en términos de índice a valores del año 1997 hacia mediados del 2003. Con respecto a octubre, el escenario que se puso fue un escenario de estabilidad en términos reales, que equivaldría a una cifra en torno a 105 hacia el 2003. Si se usa ese escenario hoy día, bajo esas condiciones, se tiene un escenario de inflación similar al que había en octubre, es decir, la inflación presenta un aumento hasta niveles en torno al 4% y después cae a un 3% a fines del 2003. Los escenarios de inflación del tipo de cambio que se pusieron aquí son escenarios que están por debajo, que equivaldrían en promedio a un nivel de 102 para el tipo de cambio real en la revisión del índice y que llevan por lo tanto por debajo de 105, con inflaciones inferiores a 3% durante el 2003.

El Consejero señor De Gregorio, observando el escenario de octubre, consulta si se tiene una menor inflación o se tiene la misma. Contesta el señor García señalando que la trayectoria que había en octubre se asemejaba en forma bastante cercana a lo que era la trayectoria de inflación en septiembre, debido a que, por una parte, había bastante menos crecimiento, pero por otro lado, había un tipo de cambio bastante más depreciado. Esas dos cosas tendían a anularse, por eso, en el fondo, en el comunicado del mes de octubre se señaló eso en forma explícita, que habían dos fuerzas que tendían a compensarse y la trayectoria de la inflación, por lo tanto, se mantenía en la que era en septiembre.

El Gerente de División Estudios, señor Morandé, agrega que un gran cambio es el crecimiento del año 2002, que en septiembre estaba alrededor de 5% y en octubre ya se había corregido entre 3% y 4% y que estaba centrado en 3,5%, que es la misma cifra que aproximadamente resulta hoy día para el año 2002.

El Gerente de Análisis y Operaciones Internacionales, señor Lehmann, hace un comentario respecto al crecimiento mundial del año 2002. Si bien es cierto, dice, estaría por debajo del 1%, inferior incluso al crecimiento del 2001, cree que no hay que perder de vista el perfil intra año que va a tener ese comportamiento, que es sustancialmente distinto al del 2001, exactamente el perfil opuesto, y de hecho, si se miran las cifras que existen de consenso, por ejemplo, para Estados Unidos: se observa primero ya una recuperación hacia el segundo trimestre o una expectativa de recuperación hacia el segundo trimestre del 2002 y terminando el año, creciendo a niveles trimestre a trimestre anualizado sobre 4%, es decir, cree que es un elemento importante a considerar y para tener cuidado cuando se observan las cifras de crecimiento anual promedio.

BANCO CENTRAL DE CHILE

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

Al respecto, el señor Morandé señala lo siguiente:

El Informe presentado revela que, en general, ha ido emergiendo en el país un cuadro de menores presiones sobre el nivel de precios y la inflación en el horizonte habitual de política y con relación a lo previsto hace poco más de un mes atrás. Dos factores son primordiales a este respecto: (a) un crecimiento proyectado de la economía más reducido durante 2002 y 2003; y (b) una trayectoria del tipo de cambio que contempla un peso entre 3 y 5% más apreciado. A su vez, en estos desarrollos previstos para la actividad y tipo de cambio inciden un escenario internacional deteriorado pero estable y una desvinculación del peso de los avatares de la economía argentina.

En este contexto, las opciones de política monetaria siguen abiertas como en meses anteriores, pero en esta oportunidad con un sesgo a la baja en lugar del sesgo al alza que se discutió en la reunión de noviembre pasado. En otras palabras, las opciones más plausibles serían las de mantener o reducir.

Esta última se justificaría esencialmente en una inflación proyectada por debajo de 3% a dos años plazo que se considera en el escenario central presentado, la que a su vez se sostiene en una trayectoria de crecimiento muy menguado de la demanda interna hasta bien entrado 2003 y un tipo de cambio nominal estable en niveles como los actuales.

Sin embargo, la experiencia reciente respecto del comportamiento del tipo de cambio llama a ser cautelosos en cuanto a su proyección de corto y mediano plazo, e incluso respecto de sus efectos sobre la inflación. Hasta no hace mucho tiempo atrás, los bajos valores alcanzados por el peso ($715 por dólar) hacían pensar a muchos analistas que el riesgo inflacionario era muy alto e inminente, al punto que algunos recomendaban con fuerza un alza inmediata de la tasa de política monetaria.

El Banco Central, aunque reconoció ese riesgo, se jugó más bien por la visión de que éste era un fenómeno de carácter transitorio y, en todo caso, que aún si esos valores tan depreciados del peso se mantuvieran en el tiempo, el efecto sería más que nada sobre el nivel de precios y por lo tanto de carácter temporal sobre la tasa de inflación. Esta última, se pensaba, podría subir incluso por sobre 4% anual, para luego bajar hacia 3% en el curso de 2003. El riesgo mayor era un desanclaje de expectativas. En síntesis, el Banco Central le asignó un valor importante a la estabilidad de su instrumento monetario, el que no estuvo dispuesto a cambiar por información que podía revertirse o por efectos sobre la inflación que eran temporales.

En esta oportunidad podemos estar en una situación similar, aunque en una dirección inversa: la apreciación del peso desde comienzos de noviembre también puede ser de corta vida (¿quién podría asegurar que no estamos "acoplados" al real brasileño?), teniendo una influencia desmedida sobre la proyección de inflación. Si el Consejo sigue valorando la estabilidad de la tasa de política monetaria, puede preferir optar por mantener ahora y ganar un tiempo más de experiencia con el tipo de cambio "desacoplado" de Argentina antes de cambiar su preferencia. La opción de mantener es también la expectativa mayoritaria del mercado en cuanto a la decisión del Banco Central. En cambio, si el Consejo estima que el cuadro de menores presiones sobre el nivel de precios y la inflación está suficientemente consolidado y que nos encaminamos a inflaciones más cerca de 2% que de 3% de aquí a dos años, la opción de reducir está disponible, y posiblemente 50 puntos base para que sea más efectiva en el margen.

Un punto que puede ser relevante para determinar la magnitud de una eventual reducción en la tasa de política monetaria es que en el mercado parece haber una cierta incongruencia entre las expectativas para la política monetaria, de estabilidad desde hace unos meses, con la magnitud de los cambios en las perspectivas de inflación y crecimiento. No sólo las

expectativas de inflación se han reducido en el último mes, sino que además las expectativas de crecimiento del mercado están por debajo de las del Informe preparado por la División de Estudios para esta reunión. No obstante, la incongruencia mencionada hace que una eventual reducción de la tasa de política monetaria hoy sea sorpresiva para la mayoría de los agentes del mercado.

Finalmente, los nuevos supuestos en el Informe para el precio del petróleo y, en menor medida, para el tipo de cambio, han aplanado (con relación a octubre y noviembre pasados) la proyección de la inflación total, pero por otro lado se mantiene la forma de montaña de las medidas de inflación subyacente, con una caída algo mayor. En efecto, estas últimas siguen alcanzando cifras anuales en torno a 4% en el segundo y tercer trimestres del próximo año, antes de caer a cifras entre 2 y 2,3% a fines de 2003. En este sentido, persiste, aunque en tono menor, el riesgo de efectos al alza sobre las expectativas de inflación en el curso de 2002.

El Presidente ofrece la palabra a los asistentes.

El señor Ministro de Hacienda señala que tiene tres comentarios. El primero, es notar que, bajo los dos escenarios alternativos presentados, los modelos que se utilizan por la División Estudios señalan que, en ambos escenarios cambiarios, la inflación tendería a disminuir por debajo del centro del rango meta dentro del horizonte de proyección. Y el escenario de mayor tipo de cambio supone un dólar más alto al efectivamente observado. Cree que es bastante posible que el dólar siga una trayectoria a la apreciación en el corto y mediano plazo, hacia niveles más bajos que el de hoy. Así, si se tuviera que tomar una decisión de la tasa de interés, se debería considerar que puede darse un escenario aún más moderado en términos de inflación.

Señala que su segundo comentario se refiere a un asunto siempre difícil de evaluar y que es cuán transitorio o cuán permanente es una innovación en la información disponible. El fenómeno reciente de la apreciación es justamente el tema que ha tomado mayor importancia. Y a ese respecto, se pregunta, si el mercado comete errores al evaluar la transitoriedad de las noticias. Considera que es probable que existan sesgos por parte del mercado en el sentido de transformar en permanentes shocks transitorios y viceversa. Se podría pensar, sobre todo en momentos de alta aversión al riesgo y de falta de liquidez, que es relativamente más fácil que a un shock negativo de carácter transitorio se le evaluara como permanente, más que lo contrario. Por ejemplo, en momentos de dificultad se tiende más bien a transformar el problema de liquidez en insolvencia y no simplemente pasar por alto los problemas de liquidez. En este sentido, agrega, se podría pensar que el valor actual del tipo de cambio insume cierta posibilidad de ulterior deterioro con Argentina. Sin embargo, dado los niveles de iliquidez y aversión al riesgo, es probable que el mercado haya sobreponderado la importancia de las malas noticias de Argentina, evaluándolas como permanentes.

Ligado a lo anterior está el tema de la medición de expectativas. Como en reuniones pasadas, argumenta que la evaluación de la trayectoria de precios es más adecuada que la de encuestas anónimas a los analistas, dado que sólo en el primer caso existe una apuesta patrimonial. El mercado habla a través de sus precios, los analistas pueden decir muchas cosas. Y a ese respecto, le parece importante decir que en la curva de la tasa de interés está implícita la mantención de la instancia de política, lo que es consistente con lo que se espera para esta reunión de política monetaria. No obstante, como todos saben, la misma curva reacciona tratando de anticipar el resultado de estas reuniones y, por lo mismo, no es siempre la mejor guía respecto de lo que se debe hacer.

Su tercer y último comentario se refiere a los errores que se pueden cometer por actuar excesivamente temprano, error tipo 1, o excesivamente tarde, error tipo 2. Señala que, como todos saben, el Consejo tiene definido un objetivo para la tasa de inflación de entre 2% y 4%. A su modo de ver, la gradualidad de la convergencia hacia el centro de esta banda es la forma en que se reconcilia la idea de tener como objetivo único la inflación a pesar de la importancia obvia del crecimiento económico y el rol que tiene la política monetaria en actividad en el corto y mediano plazo. Recuerda, asimismo, que en la discusión en la Comisión de

Hacienda del Senado por el nombramiento del Consejero De Gregorio, se consideró el asunto del objetivo único como un debate pendiente.

Respecto de los errores tipo 1 y 2, argumenta que rebajar la tasa de interés hoy genera el riesgo de una depreciación del tipo de cambio, una recuperación excesivamente rápida y mayor inflación. El hecho de no rebajar la tasa de interés hoy, por otro lado, arriesga que sea necesario una rebaja ulterior más intensa. El problema, sin embargo, es que estos errores no son simétricos en términos de las posibilidades de corrección. Mientras que el error tipo 1 podría revertirse con una política monetaria futura más dura, el error tipo 2 podría no tener una completa rectificación, dada la situación por la que atraviesan los mercados mundiales. En efecto, una rebaja de tasa futura excesivamente expansiva podría poner en riesgo la situación inflacionaria por sus efectos cambiarios. Así, cree que el riesgo de error del tipo 2 es más grave, pues nos lleva a una trayectoria de demanda interna más débil que puede no ser fácil de revertir en el marco de política establecido.

El Consejero señor De Gregorio cree que existe una importante decisión que hay que tomar y ésta es si mantener o bajar la tasa de política monetaria y se referirá a las razones para una y otra. En primer lugar, cree que la actitud conservadora de haber mantenido la tasa de política monetaria cuando la alternativa era subirla, sin duda fue ex post razonable, dado que hoy se está en una situación opuesta. Señala que hay dos razones que se pueden usar para mantener la tasa de interés, dos que se pueden usar en cualquier dirección, y dos razones por las cuales cree que hay que mantener. Las razones para bajar la tasa de interés en materia de inflación, las perspectivas, al menos, en materia de actividad se han deteriorado o se ha consolidado un escenario relativamente negativo, mientras que las perspectivas positivas del mercado inflacionario se han consolidado, incluso respecto de la inquietud que hay si interesa o no el crecimiento de nuestro riesgo, es irse demasiado cerca de los juicios de los escenarios inflacionarios.

En materia cambiaria más allá de dónde pueda terminar el tipo de cambio, que es una cosa que determinará el mercado, considera que se ha consolidado una situación cambiaria consistente en una tasa de inflación baja, la caída del precio del petróleo también es favorable. Esa cree es la razón más importante que se ha estado viendo para bajar la tasa y es un escenario que se ha estado consolidando.

La segunda razón por la que cree que es importante, sería que de continuar la tendencia que se ha estado observando en el último par de meses, es que de no actuar hoy, la rebaja que requeriría en los meses posteriores debería ser mucho mayor, y cree que, en general, aumentos y reducciones bruscas de la tasa de interés no son lo más aconsejable, al menos por dos razones. La primera, induce mayor volatilidad del precio de los activos y en segundo lugar también puede haber una señal de que el diagnóstico a pesar de no ser errado, puede ser muy lento de ajustarse, lo cual también podría afectar la credibilidad del Banco en materia de proyecciones y análisis.

Hay dos razones que cree que es importante mencionar para mantener la tasa de política monetaria y cree que no son muy sólidas. En primer lugar, que se tenga incertidumbre. Siempre se va a poder apelar a la incertidumbre, pero cree que a estas alturas es un tanto menor, al menos respecto de los escenarios base que ya se están viendo y que ya tienen cierta persistencia en el tiempo, de manera que no debería ser una razón para prevenir una decisión de baja de tasa.

Cree que hay un tema que es aún más conflictivo que es la segunda razón y que también puede tener una doble lectura. No se debiera dar una señal confusa, cree que es importante tratar de minimizar dentro del espacio de toma de decisiones señales que se puedan interpretar como elementos políticos. Sin embargo, el no actuar basado en este hecho, en primer lugar inhibiría de llegar a cuestionar lo que se hace con la política monetaria tres días antes de una elección. En enero también se va a tener otro problema si hay que volver a repensar una decisión de este tipo y es que la reunión de política monetaria va a ser antes de la presentación del IPOM al Congreso. Tomar una decisión días antes de ir al

Congreso también puede tener una mala lectura, de manera que se va a estar siempre de lectura en lectura, que en esta coyuntura actual se va a estar enfrentados a fenómenos que pueden dar señales confusas en el ámbito político. En general, cree que no habría que condicionar, dentro de rangos relativamente razonables, la política monetaria a eventos políticos por la solidez de la Institución y su autonomía.

Estima sí que hay dos razones para mantenerla. La primera cree que existen riesgos y uno de ellos es que en la última semana se ha llegado a la convicción de que existe una probabilidad no menor, la próxima semana, que Argentina tenga un colapso abrupto, distinto del colapso gradual que el que modificó, por ejemplo, las decisiones de intervención cambiaria en agosto cuando se dijo "aquí vienen tres o cuatro meses por delante con muchas turbulencias, por lo tanto, vamos a estar preparados para todas esas semanas y meses de turbulencias". Ahora, cree que hay una probabilidad bastante mayor de que haya un colapso abrupto la próxima semana, el cual muy probablemente pueda desencadenar una fuerte depreciación de la moneda, con fuertes presiones sobre nuestra economía y ese cree que es un escenario que tiene una alta probabilidad.

El segundo aspecto tiene que ver con la relación entre el nivel de actividad, la tasa de inflación y la respuesta de política monetaria que está internalizada en el mercado. Las encuestas y las tasas de interés indican que el mercado aún percibe que la política monetaria se va a mantener, lo cual tiene dos lecturas. La primera, que el mercado tiene expectativas equivocadas y no usa el modelo correcto, lo que en general no le gusta usar como razón. Cree que lo más probable que esté ocurriendo es que las buenas perspectivas en materia inflacionaria y este escenario de mayor desaceleración de la actividad, aún no están considerados como permanentes, al menos lo suficientemente permanente como para cambiar la política monetaria. Por lo tanto, no se estaría percibiendo la persistencia de este escenario más favorable en términos inflacionarios y de menor crecimiento.

El Consejero señor Desormeaux coincide con la presentación que ha hecho el Gerente de División Estudios, señalando que efectivamente la prudencia es una buena consejera. En el pasado, dice, el Banco Central y otros bancos centrales, cuando se produjeron fenómenos como los de los meses previos, como es el caso de la importante depreciación cambiaria, el mercado y los analistas, especialmente, acusaron al Consejo de haber abandonado la meta inflacionaria, de poner en riesgo la credibilidad del Banco, incluso algunos hablaron de intencionalidad política. La verdad es que el Banco Central hizo bien en no reaccionar frente a estas presiones y cree que las buenas señales que se tiene en materia inflacionaria, pueden tener un elemento de transitoriedad y en ese sentido, la prudencia nuevamente haría preferir la mantención de la política monetaria.

Refiriéndose a la mención del Ministro del error tipo 2, el error de no actuar cuando a la larga se justificaría hacerlo, plantearía que las tasas de interés en Chile, hoy día, son de las más bajas en varias décadas y la verdad es que pese a ello, la demanda agregada no ha mostrado mayor sensibilidad a esos cambios. Eso le lleva a pensar que ese error tipo 2 y la falta de dinamismo de la demanda interna chilena no están en la política monetaria, sino que están en otras áreas, y por lo tanto, no le puede conferir una trascendencia muy importante.

Con respecto a la tercera razón por la cual es partidario de mantener la tasa, ésta se relaciona con el escenario político, donde hay elecciones a fines de semana. En general, cree que es prudente que los bancos centrales no introduzcan cambios en la política monetaria de cara a una elección. Esta es una regla que cada banco central decide, pero en su concepto, no es bueno que se confunda la acción del Consejo, ya sea en una dirección u otra, por parte de algunos analistas, con un intento de producir algún efecto político. Cree que ésa es una consideración que tal vez no es la más importante, pero que se suma a las anteriores.

BANCO CENTRAL DE CHILE

La Consejera señora Ovalle manifiesta que es cierto que las expectativas inflacionarias son menores en relación a la reunión pasada, y que las expectativas de crecimiento del mercado son también más bajas, pero cree que el comportamiento del tipo de cambio llama a ser cauteloso. En la minuta de opciones presentada por el Gerente de División Estudios aparece muy bien ejemplarizado lo que ha ocurrido con el tipo de cambio en octubre y noviembre que demuestran lo difícil que es saber lo que ocurrirá con esta variable.

Por otro lado, el Banco Central ha asignado un valor importante a la estabilidad de su política monetaria, ha mostrado durante los últimos meses que no está dispuesto a cambiar su política por información que puede revertirse o por efectos sobre la inflación que sean temporales. Además, hay que considerar que la inflación subyacente alcanza cifras anuales en torno al 4% en el segundo y tercer trimestre del próximo año, antes de caer a fines de 2003, por lo cual, hay un riesgo de efectos al alza sobre las expectativas en el 2002.

Finalmente, manifiesta que es importante tomar en cuenta la cada vez más crítica situación argentina, que si bien parece ya haber sido internalizada por el mercado pueden producirse nuevos efectos con su desenlace. Por todas estas razones, está por mantener la tasa de interés.

El Vicepresidente señor Marshall desea precisar las razones de las opciones de mantener o bajar la tasa de política monetaria. Señala que en el cuadro final de la División de Estudios se indica que, para un tipo de cambio más depreciado que el actual, en lo que el Banco planifica, se tiene una tasa de inflación de IPCX 2,0% a 2,4% y en un escenario de un tipo de cambio más elevado, la tasa de inflación es de 2,8% y 2,3%. Es decir, en todos los escenarios hay una inflación por debajo del rango meta, intermedio. Señala que podría aparecer un tercer escenario, pero no se ha señalado en esta reunión. Ahora, si se pudiese pensar en que la economía chilena se comporta de acuerdo al modelo, o sea, si todo el mundo tuviese el modelo en mente tal cual lo tienen los asistentes a esta reunión en estos momentos, la pregunta sería ¿qué se debe hacer hoy día?: mirando estos datos, es bajar la tasa de interés; a su juicio no hay duda de eso, a menos que haya otro escenario que no se ha considerado, pero si se observa, no hay ningún rastro en los últimos seis meses que diga que las perspectivas de crecimiento van para arriba y las expectativas privadas, los analistas, el Banco Central, el Ministerio de Hacienda, en general todas las expectativas de crecimiento del 2002 han ido gradualmente hacia identificar menores presiones.

Por qué razón se podría decir que esto es incongruente. El señor Marshall entiende el planteamiento del señor Morandé no en el sentido de decir que no es claro si éste es o no el escenario y en este sentido comparte la cautela que plantea. Una cosa, dice, es lo que el Banco Central esté viendo: éste es el escenario A y aquél es el escenario B. Lo que pasa es que el mercado no tiene el mismo modelo, es bastante más pesimista al respecto y lo ha sido también en el pasado. Tiene la impresión que los analistas y el mercado no llegarían a las cifras que están acá, que son más pesimistas, o sea, más que la discusión sobre en qué escenario está la varlable supuesta, la duda que tiene es cuál es la función de expectativas del mercado más pesimistas. Por tanto, cree que si el Banco Central quiere sorprender al mercado, piensa que la opción es más por bajar la tasa de interés; no es que se vaya a mantener la tasa porque hay un riesgo inflacionario, se puede mantener la tasa porque sorprender al mercado que tiene expectativas ya concluidas de mayor inflación respecto a la que el Banco Central tiene, lo que podría significar un efecto, a lo mejor, no adecuado. Si el diagnóstico es que hay que seguir una política de prudencia, tiende a compartirlo y en ese caso es el momento en el cual se justifica dar una explicación para que el mercado vaya entendiendo la visión del Consejo y se pueda confluir en alguna acción. No está diciendo que hay que anunciar lo que va a pasar en un mes más, pero sí hay que dar una explicación de cuál es el diagnóstico del Banco Central. De lo contrario, si el mes pasado se dijo que el tipo de cambio era de $ 710 por dólar, con el crecimiento exactamente donde está ahora, no se va a innovar. El mes pasado la inflación iba hacia el centro del rango meta; hoy día la trayectoria es la misma con un tipo de cambio claramente por debajo. No estima razonable que con cualquier tipo de cambio la inflación vaya siempre al centro del rango meta.

BANCO CENTRAL DE CHILE

En síntesis, el señor Marshall se adhiere a la posición de cautela, una posición conservadora le parece razonable, compartiendo que el crecimiento del próximo año no depende de la decisión que se tome hoy día. Sin embargo, cree que en ese contexto, no se podría entender que no se dé una indicación al mercado. En ese sentido, cree que es un aspecto complicado y por tanto, su posición está condicionada a dar esa indicación.

El Presidente manifiesta que por primera vez, en bastante tiempo, se abre la posibilidad de bajar la tasa de interés. Cree que hacerlo sería sorpresivo para el mercado y en eso comparte la opinión del Vicepresidente. Cree también que no se han desarrollado completamente algunos eventos que puedan impactar de manera tal vez más importante de lo que el mercado ha estado observando hasta ahora. Su balance apunta en ese sentido a la mantención de la tasa, pero también tiene la impresión de que hay que ir ayudando un poco al mercado en el comunicado o en las presentaciones que se hacen habitualmente. Señala que esto se puede hacer en un texto indicando cuál es la manera que el Banco proyecta, pero estima también que hay cosas que no se han desarrollado en los horizontes cercanos y pueden desarrollarse en niveles que pueden alterar nuestra situación en algunos factores sensibles.

En cuanto a los movimientos del tipo de cambio, no se atrevería a decir que se han consolidado: en particular, tiene cierta prevención de lo que pueda ocurrir si en Argentina se da un descalabro total. Piensa que por ese motivo todavía podríamos tener un golpe en el orden cambiario y probablemente con mayor duración de lo que hemos tenido en el pasado reciente, pensando que van quedando muy pocos grados de libertad donde las autoridades argentinas puedan moverse.

No ve inconveniente en un movimiento de tasas previo a una reunión en el Senado, pues de hecho ha ocurrido en el pasado y no ha acarreado complicaciones de ninguna especie, así que no es un tema de preocupación. Cree que hay otros factores ad portas que podrían afectar mucho más de lo que se prevé y eso le hace también tener prudencia, pero al mismo tiempo señala que se abre una puerta para considerar seriamente, en un momento cercano, un movimiento de tasa hacia abajo, si es que las circunstancias que hoy día tenemos se consolidan hacia el futuro.

El Consejero señor De Gregorio tiene una duda respecto a sorprender o no al mercado y cuál es la coyuntura más adecuada para actuar.

El Gerente de División Política Financiera, señor Herrera, cree que aún cuando sorprender al mercado fuera recomendable, al adoptar la decisión de bajar la tasa de interés sería necesario modificar el diagnóstico sobre la economía. Si se adoptara una decisión en este sentido sería necesario acompañarlo con la información sobre cuál es el nuevo escenario que proyecta el Banco Central. Esta información es una novedad para el mercado, ya que como se dijo antes, por primera vez en varios meses se abre la posibilidad de bajar la tasa. Esta situación representa un punto de inflexión en el diagnóstico sobre la economía y debe ir acompañado de elementos suficientes de análisis y proyecciones como los que se pueden introducir en el Informe de Política Monetaria.

El Gerente de División Estudios, señor Morandé, coincide con lo que ha dicho el señor Herrera y agrega a eso que en los meses pasados -agosto, septiembre, octubre- las proyecciones de inflación no es que estuvieran hacia arriba y también se podría haber hecho una mejor proyección que la del mercado y sin embargo no estuvo en el ánimo del Consejo cambiar la política monetaria. Tal vez, dice, el mercado sí esperaba una reacción o sí la recomendaba y sin embargo, el Banco Central un poco se reservó el derecho a no hacerlo, esperando tener un escenario más consolidado. Cree que puede aplicarse ahora, como lo dijo

antes, la razón a que, en el fondo, es mejor pisar un terreno más firme antes de tomar una decisión que puede implicar un cambio de diagnóstico o un cambio de percepción bastante más radical en el futuro.

Manifiesta que tampoco tomaría tan a valor par el tema de las expectativas del mercado, en el sentido siguiente: el mercado no sólo anticipa lo que es coherente, o en este caso también incoherente, con las precisiones de crecimiento en la inflación, sino que además intenta adivinar cuál es el comportamiento del Banco Central. Señala que aquí mismo se le ha dado al mercado esta idea, justamente en el sentido de decir que valoramos en cierta forma la estabilidad de la tasa de política monetaria cuando no hay elementos muy contundentes para cambiarla. El mercado puede que esté llegando a la misma conclusión y aunque puede llegar a la conclusión de que a lo mejor sería necesario bajar la tasa, por la misma razón de que los cambios todavía no se han asentado, su opción es que el Banco Central no la va a cambiar y proyecte, en consecuencia, que la tasa va a seguir constante.

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

27-01-011213 – Tasa de Instancia Monetaria.

El Consejo acuerda mantener la tasa de interés de política monetaria en 6,5% anual. Asimismo, los tramos de la línea de crédito de liquidez permanecen inalterados en los niveles prevalecientes desde la reunión anterior.

Se retiran de la Sala el señor Ministro de Hacienda, don Nicolás Eyzaguirre y el Coordinador de Política Económica del Ministerio de Hacienda, don Rodrigo Valdés Pulido.

V. Comunicado

El Presidente propone el siguiente texto para el comunicado:

" El Consejo del Banco Central resolvió hoy mantener la tasa de interés de política monetaria en 6,5% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez también permanecen inalterados en los niveles prevalecientes desde la reunión anterior.

Los antecedentes más recientes confirman el escenario internacional de bajo crecimiento considerado en los últimos meses. En el ámbito interno, se ha consolidado el diagnóstico que las presiones inflacionarias que resultan de la depreciación del peso desde fines de 2000, se ven compensadas por un bajo crecimiento de la demanda interna y un precio del petróleo en niveles más reducidos que los previstos anteriormente. La trayectoria de la inflación se ha movido a la baja, dentro del rango meta, en el horizonte de política.

El Consejo reitera su compromiso con la estabilidad de precios y, consecuentemente, con la meta de inflación. Para estos efectos, seguirá usando con flexibilidad su instrumental monetario."

El Consejo aprueba el texto del comunicado.

BANCO CENTRAL DE CHILE

Se levanta la Sesión a las 18,05 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)