



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.





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

[Handwritten signature]



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 esperaba 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 esperaba 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



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 22
Política Monetaria
09.08.2001

6.

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 **augmentar** 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

U...
L...



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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

448



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. Pienso 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 esto 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

WUP
B



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 22
Política Monetaria
09.08.2001

13.

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



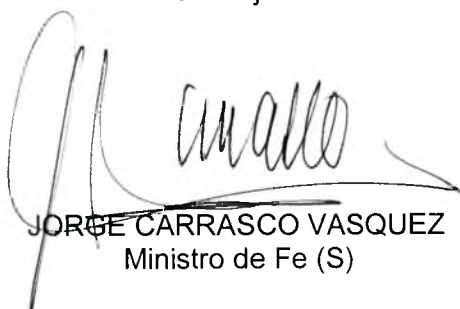
CARLOS MASSAD ABUD
Presidente



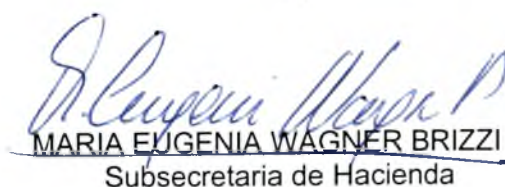
JOSE DE GREGORIO REBECO
Consejero



MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera



JORGE CARRASCO VASQUEZ
Ministro de Fe (S)



MARIA EUGENIA WAGNER BRIZZI
Subsecretaria de Hacienda