



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

1000
1000



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 elogiados 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 pena 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 la 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.

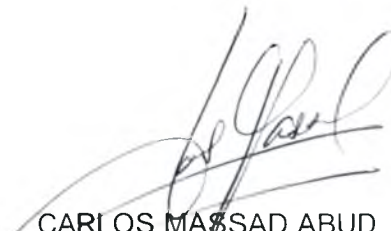
La consideración de los riesgos envueltos, tanto externos como internos, requieren que el Banco Central continúe usando la política monetaria con la flexibilidad necesaria para enfrentar las desviaciones que se proyecten en la trayectoria de la inflación respecto de la meta establecida."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado.

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

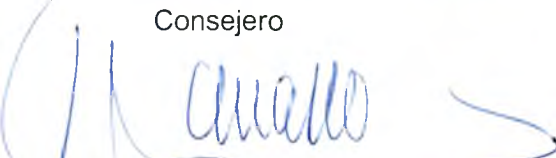
El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de noviembre de 2001, para el día 8 de ese mes.

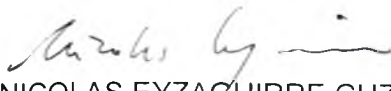

JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente


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