



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 36
DE POLITICA MONETARIA
celebrada el 8 de agosto de 2002

En Santiago de Chile, a 8 de agosto de 2002, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Carlos Massad Abud, con la asistencia del Vicepresidente don Jorge Marshall Rivera y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina, señor Jorge Desormeaux Jiménez y señor José De Gregorio Rebeco.

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

Asisten también los señores:

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

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

I. Resolución sobre Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 35, celebrada el 11 de julio de 2002.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo el Proyecto de Acta de la Sesión N° 35, celebrada el 11 de julio de 2002, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

II. Resolución sobre Minuta del Acta correspondiente a la Sesión N° 34, celebrada el 13 de junio de 2002.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo la Minuta correspondiente al Acta de la Sesión N° 34, celebrada el 13 de junio de 2002, la que se aprueba sin observaciones.

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

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de febrero de 2003, para el día 18 de ese mes.

IV. Exposición.

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

SÍNTESIS DEL MES

Durante el último mes se ha producido un deterioro generalizado en las perspectivas de crecimiento mundial. Ello ha provenido principalmente de los desarrollos en los Estados Unidos, donde además de la debilidad en la confianza producto de los problemas contables y financieros de algunas compañías, se añadió una sucesión de noticias negativas por el lado del sector real de la economía. En efecto, la confianza de los consumidores parece estar estancada, mientras que el mercado laboral todavía indica bastante debilidad en la creación de empleo. Las cifras más recientes de crecimiento económico no sólo fueron bajo lo esperado, sino que las revisiones pasadas llevaron a modificaciones relevantes de la trayectoria económica durante 2001 y el primer trimestre de este año. Todos estos antecedentes han puesto en el debate la posibilidad de una nueva caída en la actividad en Estados Unidos. Las implicancias de este peor escenario se estiman en medio punto y un punto menos de crecimiento mundial ponderado por exportaciones, para 2001 y 2002, respecto a lo contenido en el Informe de Política Monetaria de Mayo.

El panorama para los términos del intercambio también se ha corregido a la baja, aunque por ahora se descarta un desplome del precio del cobre similar al visto en la segunda mitad del año. Con un promedio de US\$0,70 la libra para este año, y el precio del petróleo en US\$24 el barril en el mismo período, los términos del intercambio tendrían nuevamente una caída, de entre 1 y 2%, respecto a 2001.

La inestabilidad regional se mantiene en niveles elevados, producto de la incertidumbre política en Brasil y las dudas respecto a la forma como se producirá la normalización financiera en Argentina y Uruguay. La volatilidad registrada durante la semana pasada llegó a niveles claramente elevados, lo que muestra que el panorama regional, incluso en el muy corto plazo, es altamente incierto. No se espera que esta incertidumbre se despeje en los meses siguientes.

Por el lado interno, las noticias tampoco han sido positivas. A pesar que aparentemente se verificó en el primer semestre el repunte esperado de la acumulación de existencias, del consumo durable y de la inversión en maquinaria, las importaciones de julio hacen anticipar una desaceleración del gasto en el tercer trimestre. La acumulación de existencias en la industria parece haber sido acomodada mediante menor actividad frente a la debilidad en las ventas, mientras que las compras de bienes durables, por ejemplo de vehículos nuevos, ya llevan algunos meses con una trayectoria plana. El consumo habitual, principalmente, sigue dando señales de mayor debilidad que la prevista. La confianza de los consumidores, en particular, se mantiene en niveles bajos después de revertir parcialmente la fuerte caída del segundo semestre de 2001, probablemente afectada por el comportamiento plano de la ocupación. El dinamismo del mercado inmobiliario se mantiene, lo que junto a los proyectos de inversión pública siguen afectando positivamente la creación de empleo en la construcción. Este sector, en todo caso, es pequeño como para cambiar las tendencias globales del mercado laboral, que mantiene una trayectoria de pobre crecimiento del empleo.



En suma, las noticias tanto externas como internas apuntan a un menor dinamismo de la actividad y el gasto. Los mercados en Chile han reflejado adecuadamente este cambio de escenario, acomodándose a las nuevas circunstancias sin sobresaltos por ahora. Las tasas de interés de largo plazo, en particular, retomaron una tendencia a la baja bastante intensa, con lo que han llegado a niveles mínimos históricos. El traspaso de las reducciones del primer semestre en la tasa de interés de política se sigue apreciando, aunque con la tradicional heterogeneidad, en los distintos segmentos del mercado del crédito.

El tipo de cambio se ha mantenido estable, en torno a \$695-\$706 por dólar desde la última semana de junio, a pesar de las intensas fluctuaciones de los mercados financieros tanto a nivel regional como mundial. La aprobación del Acuerdo para la Promoción del Comercio en los Estados Unidos proveyó un soporte a los precios de activos en Chile justamente cuando las turbulencias arreciaban, pero en las condiciones actuales de elevada incertidumbre, no son descartables movimientos cambiarios de corto plazo y de magnitud considerable, en una u otra dirección.

La evolución de los precios en julio estuvo fuertemente influenciada por aumentos en el rubro transportes, en particular por las gasolinas y el tipo de cambio, comportándose los restantes componentes del IPC en concordancia con los patrones estacionales habituales, a excepción de los perecibles. Con esto, la inflación IPC en doce meses subió a 2,6% en julio, afectada de modo importante por la base de comparación. Este aumento en el precio de los combustibles y del tipo de cambio provocó una revisión al alza en la inflación de los próximos tres meses, estando por ahora el efecto del mayor tipo de cambio concentrado en las tarifas de los servicios regulados.

Las expectativas privadas consideran que, en suma, los acontecimientos más recientes, si algo indican, son perspectivas de crecimiento claramente más débiles y presiones inflacionarias algo menores en el mediano plazo. Aunque las expectativas de inflación han tendido a mantenerse por debajo del centro del rango meta, no se aprecian expectativas claras de una reducción adicional de la tasa de política monetaria en el corto plazo.

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA

I. Escenario Internacional

El panorama internacional relevante para Chile para 2002-2003 se deterioró significativamente durante julio. En Estados Unidos se ha producido un fuerte empeoramiento del precio de las acciones, una caída en la confianza de los agentes y un incremento en la aversión al riesgo de los inversionistas. Considerando además los ajustes a la baja en las cifras de actividad recientemente entregadas, se esperan reducciones en las proyecciones de crecimiento para la economía norteamericana. Esto significaría una evolución más lenta hacia el año 2003 en el caso de Japón, Europa y Asia emergente, dado que el crecimiento de estos países ha estado liderado por el sector externo. Paralelamente, los eventos en la región se han tornado cada vez más complejos, ensombreciendo el escenario externo que enfrenta la economía chilena, tanto por sus efectos en la actividad económica de algunos socios comerciales, como por las consecuencias adversas en los mercados financieros internacionales.

Las proyecciones de crecimiento mundial se sitúan en 2,5% en 2002 y 3,3% en 2003. El crecimiento ponderado por los principales socios comerciales, tendría un ajuste aún mayor, ubicándose en 0,6% en 2002 y 2,1% para 2003, 0,5% y 1% menos de lo que se preveía en el Informe de Política Monetaria de mayo. Estas correcciones se basan en las menguadas perspectivas para el dinamismo de la economía de los Estados Unidos.

Desde abril pasado, el precio del petróleo se ha caracterizado por la estabilidad en torno a US\$25 el barril, sólo interrumpida recientemente por los conflictos del Medio Oriente. Para los



próximos meses se espera que el precio se mantenga oscilando en los niveles actuales, con lo que finalizaría el año con un promedio de US\$24 el barril. Para el año 2003, se espera una reducción del promedio anual a US\$23 el barril. Estos valores representan la mantención respecto de los previstos hace unos meses.

Por su parte, las malas noticias respecto de la velocidad de recuperación de la economía mundial, reflejada también en los mercados accionarios, han significado un cambio importante en el precio del cobre en las últimas semanas. Se estima que en este nuevo escenario los precios continuarían bajo los US\$0,70 por libra en 2002, promediando el año en US\$0,70, tres centavos menos de lo proyectado hace un mes y en mayo. Hacia 2003, se observaría un aumento gradual en el precio, en línea con la recuperación de la actividad mundial, que llevaría a promediar en torno a US\$0,77 la libra del metal rojo, cinco centavos por libra menos de lo previsto recientemente. Los términos de intercambio no han tenido un deterioro aún mayor, gracias al comportamiento de otros precios de *commodities* y al dinamismo aún previsto para las economías asiáticas.

Durante las últimas semanas, los mercados financieros de Estados Unidos han mantenido la preferencia por alternativas de inversión más seguras, lo que ha significado la disminución de los rendimientos de los bonos de mayor plazo, junto con el incremento del precio del oro, el que recientemente ha alcanzado su nivel máximo de los últimos tres años. Estos acontecimientos conllevan a un retraso en las expectativas de incremento en la tasa de política en Estados Unidos, no descartándose, incluso, nuevos recortes. En relación con la zona euro, la positiva dinámica de precios, y la aún lenta actividad, han postergado también hacia el año 2003 las expectativas de aumento en la tasa de interés de política.

Los mercados financieros emergentes mantienen el deteriorado panorama de los meses previos. En Brasil el panorama político ha empeorado aún más por la importante depreciación que ha sufrido recientemente la moneda local y las dudas respecto de apoyo financiero internacional. En Argentina, la ausencia de soluciones a la crítica situación del sistema bancario, junto con el cuestionamiento a la independencia monetaria y la falta de un ordenamiento de las cuentas fiscales, no permiten vislumbrar un mejor panorama en términos de crecimiento. A lo anterior, se suma la delicada situación de Uruguay.

Como consecuencia de lo anterior, los *spreads* soberanos han continuado incrementándose, aunque en forma más moderada que lo verificado durante junio. Este aumento se ha visto compensado, en parte, por la reducción de los rendimientos en Estados Unidos.

Las proyecciones de flujos de capitales para economías emergentes durante el año 2002 de JP Morgan de fines de julio, muestran un ajuste a la baja de 8% respecto de lo considerado en el Informe de Política Monetaria de mayo. Destacan los flujos esperados hacia América Latina, con el mayor ajuste a la baja (-22%), y la recuperación de los flujos hacia las economías emergentes de Asia, con un incremento de 1%.

Hacia el año 2003, los flujos hacia economías emergentes también muestran un ajuste a la baja (-4%), principalmente por la salida de capitales proyectada para Argentina.

II. Mercados Financieros

Tasas de Interés y Agregados Monetarios

Las tasas de interés de los documentos reajustables del Banco Central de largo plazo experimentaron una baja de más de 40 puntos base durante julio. Esta trayectoria se ha acentuado en la última semana, con caídas del orden de 45 puntos base para los ocho años, llegando a tasas de UF+3,5% y UF+4,5% para los PRC-8 y PRC-20, respectivamente, valores considerados como mínimos históricos. Esta evolución responde a un ajuste a la baja en las expectativas sobre la actividad económica, influida directamente por el deterioro del panorama



externo, el que también se ha reflejado en las menores tasas de los papeles de la economía norteamericana. A lo anterior se adiciona que en la actual coyuntura internacional los inversionistas institucionales nacionales manifiestan una mayor preferencia por carteras más seguras en sus inversiones.

Acorde con estas expectativas y con la última reducción de la tasa de política monetaria, las tasas de interés de los documentos nominales también se han ajustado a la baja, con disminuciones del orden de 90 puntos base a lo largo de julio. De esta manera, las expectativas respecto de la tasa de política monetaria indican la mantención en torno a los niveles actuales hasta marzo de 2003. Igual conclusión se extrae de la encuesta de expectativas de agosto.

Los agregados monetarios continúan con una trayectoria de expansión en doce meses con tasas sobre el 10% durante julio. Las colocaciones totales registraron un crecimiento durante el mes, destacando la expansión de aquellas hipotecarias y en moneda extranjera. El aumento de las primeras se explica, en gran medida, por el alza en la compra de viviendas nuevas, especialmente del segmento entre 600 y 2.000 UF.

Las tasas de interés de las operaciones de mercado han continuado traspasando las rebajas de la tasa de política monetaria. Esto ha sucedido con mayor intensidad en el plazo de más de 90 días a un año, el que en julio mostró un descenso en sus tasas de colocación de más de 100 puntos base. Este fenómeno se ha observado en mayor magnitud en las tasas de colocación para montos superiores a 5.000 UF.

Este traspaso se aprecia también en las tasas de las letras de crédito. En efecto, los instrumentos con tasas de emisión menor al 6% mostraron niveles cercanos a 5,8%, en tanto que las con tasas superiores a 6%, se situaron en niveles de 6,3%, valores entre diez y veinte puntos base inferiores a los de junio. En el caso de los bonos corporativos, no se observa todavía un traspaso claro de las reducciones de las tasas de interés de los instrumentos de largo plazo del Banco Central.

Tipo de Cambio y Mercados Bursátiles

Durante julio el **TCO** mostró una depreciación promedio del orden de 3%, aunque con vaivenes que lo llevaron a alcanzar un máximo de \$707 por dólar a fines de mes.

Aunque se detecta una elevada correlación entre el real brasilero y el peso chileno, principalmente intradiaria, los niveles alcanzados en el curso de este año difieren marcadamente. Se estima que el tipo de cambio en su nivel actual refleja de forma adecuada la magnitud del deterioro de las condiciones externas, principalmente por la situación regional y la caída en el precio del cobre. En todo caso, la aprobación del Acuerdo para la Promoción del Comercio por el Congreso en Estados Unidos ha sostenido el valor del peso chileno, precisamente en momentos en que las turbulencias foráneas arreciaron con mayor fuerza.

Debido a la incertidumbre respecto al nivel de largo plazo para el tipo de cambio, es difícil interpretar las expectativas privadas en adelante. Por un lado, los contratos futuros simplemente reflejan diferenciales de tasas de interés, los cuales en el corto plazo se han mantenido estables, indicando por tanto trayectorias de depreciación similares a las previstas hace un tiempo. Por su parte, el diferencial entre el PRC-8 y el T-NOTE indexado se ha abierto sustantivamente, hasta 100 puntos base, lo que es consistente con expectativas de apreciación real del peso respecto al dólar en el mediano plazo. Esto es coherente con el resultado de la última encuesta de expectativas, la que indica valores de \$680 por dólar en los próximos once meses.

El mercado bursátil nacional también ha reaccionado con intensidad a las noticias. El deterioro de las bolsas en Estados Unidos se reflejó en la trayectoria del IPSA, notándose sí una mayor



resistencia durante la última semana al deterioro de las perspectivas de crecimiento en Estados Unidos gracias a la aprobación del Acuerdo para la Promoción del Comercio y la entrada en vigencia de los multifondos.

Los efectos regionales continúan afectando a las empresas que mantienen inversiones en Argentina y Brasil, las que presentan una caída cercana al 2% en el mes. Asimismo, los ADR de las empresas chilenas también han sido castigados en los mercados internacionales, con caídas de 5,5% en el mes y de 21% en lo que va corrido del año.

III. Actividad y Empleo

Restando aún parte de la información definitiva, se corrige a la baja la estimación de actividad del segundo trimestre, hasta un crecimiento en doce meses de 1,7%, y que se compara con el 2,1% que se estimó a comienzos de julio. Parte de esta corrección se origina en un *shock* transitorio que afectó a la minería del cobre, cuyo impacto se apreció en la actividad de junio. Éste se relaciona con la producción de variedades del metal de calidad inferior a la inicialmente programada e incorporada en la estimación (este factor provocó que el Imacec de junio fuese alrededor de 0,5 puntos porcentuales inferior a la estimación previa). Con ello, durante el segundo trimestre, la velocidad de expansión anualizada de la actividad (trimestre a trimestre) sería 3,5%.

La demanda interna, en cambio, muestra un leve mejoramiento en relación con lo estimado hace un mes. Se espera que en el segundo trimestre el gasto interno tenga una caída de 0,2%, que se compara positivamente con el descenso de 0,4% estimado en julio. Las razones detrás de este mejoramiento en la demanda se deben a un aumento algo mayor al inicialmente esperado en las importaciones de bienes, comportamiento que fue especialmente visible en la última semana de junio. Considerando esta información, la demanda interna acumularía una velocidad de crecimiento trimestre a trimestre anualizada de 3%.

Para el tercer trimestre, las estimaciones disponibles indican que el PIB y el gasto tendrían variaciones de 2,0 y -0,1%, por lo que se espera una desaceleración de la demanda interna en el trimestre en curso. Ello implicará que en el tercer cuarto del año, el PIB muestre una velocidad de crecimiento trimestre a trimestre inferior a la del trimestre pasado. La demanda interna, por su parte, luego de crecer cerca de 3,5% trimestre a trimestre en la primera mitad del año, anotaría una expansión menor durante el trimestre en curso (1,6% trimestre a trimestre). La importante caída que se verificó en las importaciones en julio (-21%), es uno de los principales elementos detrás de esta trayectoria de la demanda en el trimestre actual.

Demanda interna

La información del segundo trimestre permite apreciar que, aparentemente, se produjo la reacumulación de existencias prevista hace un tiempo, incluso quizás con algún mayor dinamismo. En particular, las importaciones de consumo tuvieron un buen desempeño, especialmente si se comparan con los niveles de fines del año pasado, mientras que se mantuvo la diferencia entre los niveles de producción y ventas de la industria.

En todo caso, las perspectivas para el trimestre en curso son claramente menos alentadoras. En primer lugar, por el lado de la industria, las mayores existencias se vieron acomodadas, más que por un aumento de la producción, por una desaceleración de las ventas, mientras que por el lado de las importaciones, la información parcial de julio muestra una aguda reversión respecto al mes anterior.

El menor dinamismo que muestran en el margen los indicadores de consumo privado está detrás de lo anterior. Las ventas de vehículos nuevos (que en parte reflejan acumulación de existencias) se mantienen planas desde fines del primer trimestre, después de revertir

[Handwritten signature]



parcialmente las caídas de la segunda mitad del año pasado. Aunque las ventas del comercio (CNC) y de la industria (INE) de bienes de consumo durable muestran a junio un crecimiento sostenido, han tendido a comportarse con algún rezago, por lo que se espera una desaceleración en el tercer trimestre.

Los indicadores de consumo habitual muestran una desaceleración más evidente. Las ventas de supermercados de la CNC cayeron nuevamente, tanto medidas en doce meses, como respecto del mes previo, una vez descontado el factor estacional. Aunque el símil del INE diverge claramente en sus niveles, también muestra una desaceleración en los últimos meses. Detrás de este comportamiento del consumo habitual, se encuentra la evolución del ingreso disponible. Éste no ha logrado una trayectoria que sirva como base de despegue al consumo, factor que está directamente ligado a la persistencia del desempleo.

La inversión en maquinaria es otro componente del gasto que mostró una recuperación durante el primer trimestre, pero que ha tendido a mitigarse con las últimas cifras. Las ventas de bienes de capital (INE) crecieron 21%, reflejando, relativamente, mayor demanda externa y no formación de capital doméstico. Se espera que las importaciones de bienes de capital, después de un modesto primer semestre, muestren una fuerte contracción en julio.

Para el sector inmobiliario se prevé un dinamismo algo más sostenido en el tiempo, gracias al menor costo de financiamiento. La información a junio confirma el crecimiento de las ventas desde principios de año y el incremento en los *stocks*, luego de algunos meses de descenso. En promedio, el tiempo para vender el stock existente alcanza a 14 meses durante el primer semestre, que se compara con el nivel que mostraba a mediados del 2001. A su vez, aunque los permisos de edificación tienen comportamientos disímiles, en el agregado revelan una recuperación que hace prever que se mantendría el dinamismo del sector en los próximos trimestres, revirtiendo la caída reciente en los despachos de materiales de construcción.

Sector externo

Una expansión de 10% tuvieron las exportaciones de bienes en el segundo trimestre. El mayor incremento en volúmenes se dio en la categoría de exportaciones resto (no tradicionales), que aumentaron 14%. Esta trayectoria continúa con el ciclo expansivo que las exportaciones no tradicionales han tenido en los últimos trimestres, ello pese a la caída importante en sus precios (-12%). Los precios de las restantes categorías de envíos, también tuvieron descensos en el segundo trimestre, todas ellas en torno a 6%.

El volumen de las importaciones, por su parte, creció 2,9% en el trimestre, observándose el mayor aumento en el de bienes de consumo (12%). Los precios de las compras al exterior cayeron 5%, con descensos similares en todos los ítem.

De esta forma, y considerando la evolución de los servicios, el segundo trimestre cerraría con una caída de 2,5% en doce meses de los términos de intercambio (TDI). Aunque, respecto del trimestre precedente, esta disminución sería sustancialmente menor (-7,5% en 2002.T1), señalando así una recuperación en el nivel de los TDI. Con todo, el primer semestre acumularía una caída promedio de 5% en los términos de intercambio.

Mercado Laboral

Durante el segundo trimestre la ocupación continuó con un comportamiento plano. El crecimiento anual de la ocupación total alcanza sólo a 1%, explicado principalmente por el incremento en los subsidios a la contratación durante junio. Los programas gubernamentales, por su parte, se encuentran en plena fase de expansión al interior del año, con un crecimiento de más de 60 mil plazas entre mayo y junio de este año, esperándose un incremento adicional de 50 mil en julio.



A pesar del estancamiento de la ocupación, la tasa de desempleo ha continuado cayendo, tanto en el margen como respecto al año pasado (9,5 v/s 9,7%). Esto es producto de la fuerte caída de la tasa de participación, que alcanza su nivel más bajo desde 1993.

Por su parte, de acuerdo a la Universidad de Chile, el tiempo promedio de desempleo, eliminados los factores estacionales, acentuó la trayectoria decreciente registrada desde septiembre de 2001, mientras que las horas trabajadas registran un leve incremento para el Gran Santiago.

Por su parte, el único sector que muestra un incremento relativamente sostenido del empleo es la construcción, que, por su tamaño relativo, no tiene la capacidad suficiente para impulsar la creación de empleo a nivel agregado. A su vez, el índice de vacantes, que venía creciendo sostenidamente desde principios de año, durante julio mostró una disminución en su trayectoria de tendencia.

IV. Precios y Costos

En julio el IPC aumentó 0,4%, cifra acorde con las proyecciones realizadas a lo largo del mes. Esta variación se explicó, en lo principal, por el aumento en los precios del rubro transporte (gasolina y tarifas de la locomoción colectiva). Los restantes rubros mostraron incrementos concordantes con los patrones estacionales habituales, salvo el grupo de los productos perecibles, que tuvo un aumento superior concentrado en el subgrupo de hortalizas. Con esto, la inflación en doce meses subió a 2,6% en julio, afectada de modo importante por la base de comparación que incluye la variación negativa de igual mes de 2001. Por su parte, el IPCX aumentó 0,2% y el IPCX1 0,1%, acumulando incrementos anuales en torno a 2,6% en ambos indicadores.

Las expectativas del mercado ratifican la ausencia de presiones inflacionarias esperadas en los próximos trimestres. A un año plazo se mantienen en los niveles de meses anteriores, en torno a 2,5%. A dos años plazo el último dato disponible de hecho también indica 2,5%, algo por debajo del promedio esperado en junio. Por su parte, la encuesta de expectativas de agosto señala para doce meses plazo una inflación de 2,6%, la que para dos años llega a 3,0%.

Durante junio, el crecimiento de las remuneraciones nominales continuó mostrando la tendencia decreciente registrada desde comienzos de año, producto de la evolución de la inflación a partir del cuarto trimestre del año 2001. Así, el Índice de Remuneraciones por hora y el Índice del Costo de Mano de Obra registraron incrementos en doce meses de 4,4% y 4,5, respectivamente.

Lo anterior determinó una trayectoria similar en el crecimiento de los salarios reales, los cuales vuelven a retomar la trayectoria decreciente luego de haber registrado un leve aumento durante el período anterior.

PERSPECTIVAS

Escenarios de Inflación

El aumento en el precio de los combustibles y del tipo de cambio provocó a lo largo de julio una revisión al alza en la inflación de los próximos tres meses, estando por ahora el efecto del mayor tipo de cambio concentrado en las tarifas de los servicios regulados. En efecto, se anticipa que la tarifa de la locomoción colectiva aumente nuevamente (\$10) el 15 de agosto, lo que provocará una incidencia de aproximadamente 0,15 puntos porcentuales entre agosto y septiembre. Con esto, el trimestre agosto-octubre tendrá una inflación promedio mensual en torno a 0,4-0,5%. Asimismo, a fines de octubre el incremento anual del IPC será de alrededor



de 2,3%. Similar nivel mostrará la inflación en doce meses del IPCX, 2,4%. El IPCX1, en tanto, culminará el trimestre con una crecimiento alrededor de 2,1%.

El Presidente ofrece la palabra a los asistentes para comentar sobre la información entregada.

No hay comentarios al respecto, por consiguiente, el Presidente solicita al Gerente de División Estudios que presente las opciones de política monetaria.

Al respecto, el señor Valdés señala lo siguiente:

1. En la reunión de política monetaria de julio, el Consejo decidió reducir la tasa de política monetaria en 75 puntos base a 3,25% anual. La decisión se fundamentó en un marcado deterioro de las perspectivas de crecimiento de la economía, tanto por la evolución esperada de algunos socios comerciales como por la debilidad de la demanda interna. Este escenario era coherente con una evolución de la inflación que se mantenía convergiendo a 3% en el horizonte relevante, a pesar de que el tipo de cambio se ubicaba en torno a \$698. El supuesto de trabajo, en todo caso, era que la economía global continuaría en una senda de crecimiento similar a la esperada unos meses antes, aunque se reconocían riesgos de una desaceleración.
2. Desde la última reunión de política monetaria se han acumulado antecedentes que confirman que las perspectivas para la actividad son sustancialmente más débiles que lo anticipado en el último Informe de Política Monetaria. En el ámbito interno, la evolución de la actividad sigue una senda notoriamente por debajo de lo previsto. Por ejemplo, el IMACEC de junio crecerá en torno a 0,6% —hace un mes se esperaba 1,6%— y el crecimiento nominal de las importaciones de julio serán el menor en 5 meses (-20,8%). Si bien el escaso dinamismo de la actividad puede en parte explicarse por factores puntuales de oferta, en el cuadro general es claro que el impulso que tenía la economía se ha deteriorado. De hecho, las proyecciones de crecimiento para este año se ubican en 2,2%. La economía, en todo caso, ha mostrado alguna flexibilidad al mantener un persistente aumento del volumen de exportaciones no cobre.
3. Con todo, las mayores noticias del último mes provienen del ámbito externo, donde se encuentra en estado de flujo un marcado deterioro del panorama de crecimiento global. Las perspectivas de crecimiento de nuestros socios comerciales para el año 2003 han disminuido desde 3% el mes pasado a 2,1%, el precio del cobre se ha ajustado fuertemente y existen posibilidades de una *rebaja* de tasas por parte de la Reserva Federal. En el plano regional las turbulencias se intensificaron durante las últimas semanas, y los problemas bancarios de Uruguay (que se suman a los de Argentina) generaron un nuevo foco de incertidumbre en la región: dudas respecto de la fortaleza de los sistemas financieros. El real, por su parte, ha estado bajo fuerte presión durante las últimas semanas a pesar de las perspectivas de un paquete de ayuda del Fondo Monetario Internacional, el que finalmente se materializó el día de ayer. Esto último es un evento de la mayor importancia, que debiera acotar la incertidumbre regional.
4. En el aspecto inflacionario no hay novedades mayores. Si bien los precios han aumentado algo más que lo previsto, esto se explica, en lo sustancial, por el efecto del tipo de cambio y los combustibles sobre precios regulados. De acuerdo a los distintos indicadores, los márgenes se mantienen comprimidos. Por último, las expectativas de inflación del sector privado muestran una pequeña disminución.
5. En este marco, se proponen para esta reunión de política monetaria las alternativas de mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual o disminuirla en 50 puntos base.



6. Es relativamente evidente que las noticias por el lado real, por sí mismas, ameritarían una rebaja sustancial de la tasa de interés, probablemente de 75 puntos base. En efecto, la cantidad de información negativa que se ha acumulado durante las últimas cuatro semanas es sustancial. Además, las implicancias deflacionarias de este panorama —a pesar de que podría involucrar que la depreciación observada sea más persistente que lo previsto hasta ahora— es coherente con esta acción de política.
7. Sin embargo, las turbulencias financieras que se han observado a nivel global y regional sugieren que una eventual rebaja de tasas debiese ser menor en magnitud que las usadas hasta este momento ante noticias comparables. De esta manera se propone, de concluirse que es necesario un recorte, descartar un movimiento de 75 puntos base y considerar una rebaja de 50 puntos base. Asimismo, se propone descartar una rebaja de 25 puntos base ya que es un movimiento tímido dadas las noticias acumuladas. Además, no es fácil comunicar el mensaje de que “sin turbulencias” se debería reducir la tasa de interés en 75 puntos base, pero con turbulencias lo adecuado es un “pequeño recorte”. En ese sentido, es más simple comunicar que el Banco Central privilegia una acción de política consistente con el menor crecimiento esperado (y las menores presiones inflacionarias derivadas), o, alternativamente, su estabilidad como cuestión principal.
8. La alternativa de mantener la tasa de política monetaria, en su nivel actual, puede considerarse como la opción más apropiada si se pondera más en la decisión el riesgo que conlleva el estado de turbulencia que se enfrenta. De hecho, es posible argumentar que un recorte de tasas arriesga una mayor volatilidad que, a su vez, podría tener un efecto contractivo que más que compense el propio efecto reactivador del movimiento de tasas (por ejemplo, por su efecto cambiario). Sin embargo, también es posible argumentar que una rebaja de tasas podría tener un efecto estabilizador en lo financiero, en la medida que ayude a consolidar la robustez del sistema (por ejemplo, reforzando la calidad de la cartera bancaria). Por otra parte, la opción de mantención se puede justificar como una postergación hasta disponer de mayor información, en particular, respecto de la evolución de la economía de Estados Unidos (lo que incluye un eventual movimiento de tasas por parte de la Reserva Federal). Hasta el día de ayer, la perspectiva de un acuerdo Brasil-FMI constituía una pieza de información clave que podía justificar la decisión de mantener la tasa de política monetaria en espera de una resolución. El anuncio, como se dijo, despeja una parte de la incertidumbre regional, aunque es pronto como para tener certeza respecto de sus implicancias.
9. Respecto de elementos de corte estratégico, cabe destacar que el mercado no espera un recorte de tasas. Esto sin tener toda la información que maneja el Banco Central sobre la economía doméstica, la que es más negativa que la esperada por el propio mercado. Hasta ahora, las expectativas tampoco incluyen la información del conjunto de medidas para Brasil.
10. Por último, cabe mencionar que la misma acción de recortar o no recortar la tasa de interés conlleva información respecto de la confianza que tiene el propio Banco Central o la autoridad sobre la solidez financiera de la economía. En este sentido, recortar la tasa de interés es consistente con la visión de que las turbulencias no ponen en riesgo la estabilidad de nuestro sistema financiero.

El Presidente ofrece la palabra para comentar las opciones.

El Gerente de División Internacional Subrogante, don Sergio Lehmann, manifiesta que el hecho de que en el día de ayer se haya llegado a un acuerdo entre el Fondo Monetario Internacional y Brasil respecto a ayuda financiera, cambia radicalmente el panorama,



al menos, el que se enfrentaba hasta ese momento. Fundamentalmente, porque tal como lo ha señalado el Gerente de División Estudios, se podría pensar que pasan a acotarse las incertidumbres relacionadas con la situación regional. Ello lo sugiere la magnitud del apoyo financiero del Fondo Monetario Internacional, el que disminuye significativamente las dudas respecto a la solvencia de Brasil, país que podría dar cumplimiento a sus obligaciones financieras internacionales. En la medida que vaya incorporándose esta nueva información, la percepción de menor incertidumbre podría irse consolidando entre los inversionistas internacionales.

Por otro lado, en relación a los Estados Unidos de América, las expectativas de mercado señalan que se recortaría la tasa de política. Si bien ello podría no ocurrir en la próxima reunión de la Reserva Federal la próxima semana, sí se espera un movimiento de 25 puntos base, en esa dirección, antes de finalizar el año. No obstante, esto se definirá de acuerdo con los indicadores económicos que vayan apareciendo en las próximas semanas o meses, respecto a la dinámica de crecimiento de Estados Unidos.

La otra situación importante, que también apunta a despejar las incertidumbres internacionales, está relacionada con el hecho de que el próximo 14 de agosto vence el plazo para que las empresas del referido país entreguen sus balances teóricamente revisados y libres de cualquier eventual información errada o alteración de los mismos. Con esto se despeja, en cierto grado, la incertidumbre respecto a la evaluación que los inversionistas hacen de las empresas estadounidenses. Eso también debería llevar a una mayor tranquilidad de los mercados, o al menos, reducir en alguna medida la volatilidad que hoy día se observa en las bolsas de todo el mundo. Como se sabe, éste es un tema pendiente que ha generado gran preocupación entre los inversionistas; en la medida que se sinceren los balances de las empresas, se despeja parte de la fuerte incertidumbre que hoy día se observa respecto al valor que efectivamente deberían reflejar las acciones.

Por último, señala el señor Lehmann que en términos generales, se enfrentaría una situación de menor incertidumbre internacional respecto a lo que se observaba hace tan sólo algunas semanas atrás. Asimismo, los indicadores de actividad doméstica se muestran más deteriorados de lo que se anticipaba, lo que deja algún espacio para reducir la tasa de interés de política monetaria.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, estima que hay dos puntos que son importantes. Uno, es el cambio respecto a lo que se puede ver en la actitud de Estados Unidos y el Fondo Monetario Internacional respecto a Latinoamérica hace diez días y lo que se deduce de la acción de ayer, que puede marcar un cambio de régimen. Si ésta no es la medida que se esperaba para traer mayor tranquilidad a los mercados financieros emergentes, es difícil pensar qué es lo que podría ser esa medida.

En segundo lugar, por lo mismo, la opción de mantener la tasa de política monetaria hoy día, cree que sería difícil de comunicar. Por otro lado, tanto las noticias domésticas que se van a conocer en un tiempo más, así como las correcciones al crecimiento mundial, son de magnitudes considerables y también eso dificultaría, a su entender, la comunicación de una tasa de política monetaria que no se modifica en el día de hoy.

El Gerente General, don Camilo Carrasco, manifiesta estar básicamente de acuerdo con lo que ha propuesto la Gerencia de División Estudios, en el sentido de que correspondería ahora hacer una disminución de 50 puntos base. Quizás, dice, echa de menos en el análisis poner un poco más de énfasis en lo que es inflación, atendido nuestro carácter de Banco Central y ése es el punto fundamental que debe preocupar. Ve que hay poco énfasis, especialmente cuando se trata de las opciones, donde los argumentos, en general, no tienen



que ver mucho con el bajo riesgo inflacionario que habria de hacerse esa rebaja en la tasa. Cree que es fundamental tener esto en cuenta.

El Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel, cree que se han dado muchos argumentos y bastante buenos a favor de mantener y también de bajar 50 puntos base la tasa de política monetaria. Desea agregar solamente tres consideraciones distintas a las realizadas y quizás a las que se realicen a continuación.

En primer lugar, todos los argumentos que se basan en la evaluación de noticias, vale decir, de los cambios relevantes durante el último mes, se basan en el supuesto implícito que el nivel de tasa de política monetaria, que se decidió hace un mes, a 3,25% vigente actualmente, se mantiene. Este supuesto no ha sido corroborado empíricamente en forma reciente, formalmente no se ha hecho desde el Informe de Política Monetaria de mayo, no tenemos en nuestras manos por razones que son muy atendibles y naturales con el proceso del ciclo de generación de nuevos escenarios bases asociados al IPOM, proyecciones de crecimiento e inflación que vayan más allá de diciembre de este año. En otras palabras, carecemos de una evaluación más cualitativa de los efectos a mediano plazo para la inflación, como señala el Gerente General, para el producto de la tasa actual o de una tasa de 2,75% nominal. Dada esa incertidumbre, cree que eso empuja a una opción, en el margen, un poco más conservadora.

La segunda consideración es que una tasa de política monetaria real ex-ante de cero o cercana a cero es muy expansiva en comparación con las tasas de interés vigentes internacionalmente, con tasas históricas chilenas sin precedentes y con la tasa de interés neutral estimada en 4,5% real promedio de una revisión de distintos estudios o 7,5% nominal estimada para el primer trimestre del año 2000.

Por último, las reducciones de tasas que se han realizado hasta la fecha, que estima fueron muy agresivas, pero a su vez muy justificadas, se han hecho a medida que se han corregido hacia abajo las proyecciones de crecimiento para el año 2003 implícitas, al menos, en el análisis en torno a 200 puntos base, 2,5% o algo así. Cabe preguntarse qué espacio queda para seguir bajando la tasa de política monetaria en el caso de enfrentar un escenario realmente adverso, recesivo, si es que en el futuro pudiera suceder eso. Se rebajaría en otros 325 puntos base, que fue la rebaja nominal desde enero hasta la fecha, si es que, por ejemplo, en vez de tener un crecimiento en nuestros escenarios de 3,5% real, se tuviera un crecimiento de 1%, para qué decir menos 2% o menos 1%. Es para este tipo de preguntas que se requieren proyecciones de inflación y crecimiento a mediano plazo. Cabe decir también que dichas proyecciones deberían estar basadas en una senda para la tasa de política monetaria endógena al ciclo. A 500 puntos base, la tasa neutral ya no se puede seguir proyectando con el supuesto de constancia de la tasa de interés.

Balanceando estos tres argumentos que empujan a una posición más conservadora y las noticias que han dado los asistentes sobre el empeoramiento de las condiciones internas y externas que justifican una posición más agresiva, propone considerar una reducción de la tasa de política monetaria de 25 puntos base.

El Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera, dice compartir con el señor Schmidt-Hebbel que existen, en estos momentos, algunas dudas o incertidumbres respecto de los parámetros estructurales de la economía sobre cuál es esa tasa de política monetaria neutral y a qué distancia de ella estamos. Cree que es difícil resolver eso a priori, en teoría, pero piensa que afortunadamente los riesgos de equivocarse en uno u otro sentido son, hoy día, bastante distintos. Cree que si efectivamente se estuviera en un escenario en que la tasa neutral es más alta de lo que se ha estimado y se está a una distancia muy considerable, hay bastante tiempo todavía para que eso se traduzca en un repunte significativo de la demanda y que ese repunte significativo de la demanda produzca una



aceleración de la inflación. Por lo tanto, aún cuando no se puede estar seguros de cuál es el nivel de esa tasa neutral, cree que los costos de equivocarse en un sentido u otro, son mucho mayores en términos de sobrestimar cuál es la tasa neutral y, por lo tanto, tener una política demasiado expansiva hoy día, porque va haber bastante tiempo para corregir eso, que viceversa, equivocarse en otro sentido, porque eso significaría una desaceleración adicional de la economía en forma más inmediata. Desde este punto de vista, aún cuando existe una incertidumbre respecto de cuál es esa tasa de política monetaria, cree que es difícil que se pueda resolver sobre la base de la historia de los años 90. De hecho, dice, se ha ido corrigiendo sucesivamente el nivel de esa tasa, pero cree que los costos de equivocarse en un sentido u otro, en esta coyuntura, son más bien por el lado de sobrestimar esa tasa, o sea, los costos de ser sobre expansivos en esta coyuntura son bajos versus la alternativa.

En relación al segundo punto al que se refería el señor Schmidt-Hebbel, que es el tema de qué pasa si la economía efectivamente se mueve hacia un escenario de recesión, y por consiguiente, qué espacio se va a tener para mover la tasa de política monetaria, señala que efectivamente es conocido que cuando se llega a los terrenos de inflación baja o nula o incluso deflación, la política monetaria comienza a perder potencia y efectivamente ése es un escenario peligroso. Por eso mismo, cree necesario también, para evitar los riesgos de llegar a una situación de esa naturaleza, que hay que precaverlos en forma anticipada, por lo que piensa que un movimiento, en estas circunstancias, en que probablemente nos movemos a una recesión o hacia una desaceleración en el crecimiento internacional y que eso podría tener un impacto significativo sobre nuestra economía, siendo conveniente cautelar ese riesgo en forma anticipada con una rebaja un poco más agresiva de la tasa de interés y le parece que una rebaja de 50 puntos base es apropiada en estas circunstancias.

El señor Pablo García explica que no se presentaron proyecciones de mediano plazo debido a que están en elaboración, pero de las simulaciones preliminares de los modelos, bajo el supuesto de un tipo de cambio de \$ 700, con una brecha entre 4% y 5% como punto de partida para el año 2001, con un crecimiento este año de 2,2% y en 3,5% y 4,5% para el próximo, lleva a que la inflación se estabiliza en torno a 2,5%, y solamente hacia fines del horizonte de proyección tiende a acercarse al 3% debido a perspectivas de recuperación de crecimiento en torno al 5% hacia 2004 y 2005. El menor crecimiento para el próximo año por menores términos de intercambio y menor crecimiento mundial, mantiene la inflación por debajo del centro del rango meta, en promedio para los próximos veinticuatro meses.

El Gerente de División Estudios, señor Valdés, dice que la razón es simple, señalando que las brechas se están ampliando.

El señor Ministro de Hacienda concuerda con el punto citado por el Gerente General. De no mediar una situación de alza muy significativa del tipo de cambio y dada la relativa estabilidad en los mercados cambiarios, no se puede tener aceleración inflacionaria, por lo menos persistente, mientras la economía no esté creciendo por arriba del producto potencial. No se ve muy plausible en el horizonte próximo tasas de crecimiento cercanas al potencial, por consiguiente, el riesgo de aceleración inflacionaria provendría de un eventual efecto de una modificación de la tasa de política monetaria sobre los mercados cambiarios, situación en donde la evidencia reciente es tranquilizadora.

Señala que de no mediar un cambio significativo en el riesgo país, es poco probable que se pueda tener una escalada persistente del tipo de cambio. Difícilmente se podrían imaginar noticias más dificultosas de absorber que lo ocurrido en Argentina, en Uruguay o en Brasil y tal como decía el documento del Fondo Monetario Internacional, parece haber un efecto por un tiempo que después se diluye, sin alcanzar a tener un impacto persistente sobre la inflación. De hecho, el desacople con el real se produjo relativamente en forma más rápida que el desacople con el peso argentino.



Naturalmente siempre está el riesgo de que, tal como le ocurrió a Uruguay, en un escenario suficientemente malo, terminara también con abatir el riesgo país. Sin embargo, sospecha que eso depende más de la política fiscal que del nivel de la tasa de interés. Incluso con prudencia fiscal, existe algún nivel de colapso regional que podría llevar el riesgo país hacia arriba, pero probablemente ese nivel de colapso no tendría un efecto inflacionario significativo.

Por lo anterior, siempre es posible conjeturar que ante cualquier movimiento monetario se pudiera tener una evolución adversa del tipo de cambio, pero no parece que la realidad apoye mucho esa conjetura. Más aún, la evidencia reciente muestra tres episodios muy potentes donde el tipo de cambio se ha comportado satisfactoriamente.

Manifiesta que le sería muy útil, en lo sucesivo, poder tener un poco más de perspectiva internacional sobre la política monetaria. Conjeturar respecto de cuál es la tasa neutral cuando ha habido tantos cambios estructurales entre los años 90 y ahora, puede ser un poco difícil de analizar. Por eso, sería conveniente tener una noción de si estamos excesivamente agresivos o no, comparando como lo están haciendo otros países que tienen riesgo país similar al nuestro, observando sus tasas de interés real y comparando con su tasa de interés ajustada por su posición cíclica.

Termina con una pregunta: ¿cuál es la evidencia de cuán efectiva está siendo la política monetaria sobre el gasto controlado por otros factores? ¿hay alguna evidencia como la prensa, que se dice especializada, de que ese efecto está siendo virtualmente nulo si se controla por otros factores, o no hay ninguna evidencia de ese tipo?

El Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés, señala que no tienen evidencia de eso y que es difícil tenerla porque existe un punto y muchas variables que tratar de explicar.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor García, señala que se puede apreciar que en el largo plazo hay una relación entre gasto interno y exportaciones netas dentro del PIB y del tipo de cambio real. Luego, un tipo de cambio real más depreciado es consistente con una composición del gasto sesgada hacia exportaciones netas en vez de demanda interna, lo que no indica causalidad como aparentemente se interpreta muchas veces en la prensa.

El Presidente dice que es muy difícil pensar que con las tasas mostradas de 6% de crecimiento de las exportaciones, mientras todo lo demás fuera cero, el efecto neto de toda esa situación fuera negativo. Es la mejor respuesta a lo que se requería.

El Consejero señor De Gregorio manifiesta que hará su intervención al revés de lo usual, aunque esto no marca un cambio de tendencia. Cree que hay espacios para una baja de la tasa de interés y sus argumentos son los siguientes:

- 1) Desde la reunión de política monetaria anterior, han habido los mayores cambios en las perspectivas para la actividad económica de los últimos tiempos: se han deteriorado las perspectivas de la economía mundial y las cifras de la economía nacional muestran un empeoramiento. Las noticias han sido muy negativas y no sólo causadas por algunos elementos puntuales, lo que sugeriría que hay una probabilidad no menor que la inflación puede quedarse en la parte baja del rango por un tiempo prolongado;



- 2) No hay razones que muestren un riesgo inflacionario significativo, incluidas las perspectivas cambiarias y, por lo tanto, hay espacio para bajar la tasa de interés;
- 3) Este momento es oportuno y postergar la baja para el próximo mes sería inconveniente. Hay un conjunto de razones para justificar que hoy es una buena oportunidad:
 - Las noticias, en particular de IMACEC, saldrán en unos días más y están por debajo de todas, o casi todas, las estimaciones de mercado. El mercado debe saber que aquí se trabaja con un anticipo, en materia de información, de varias semanas y se obtienen mejores proyecciones de corto plazo, y sería difícil explicar más tarde, si se produce un consenso, que se deberían bajar las tasas, porqué no se hizo este mes.
 - Es importante notar que hasta ayer el mercado no esperaba una baja hoy, pero sí se esperan bajas adicionales en la tasa de interés de política monetaria en el futuro cercano. De ser ese el caso, la sorpresa, más que una baja hoy, será por qué no se bajó sabiendo con anticipación las malas noticias de actividad. A esto se agrega el cambio de expectativas que se observan hoy.
 - La principal razón de cautela, hasta ayer, eran las turbulencias que ocurrieron en Brasil y Uruguay, pero el paquete anunciado del Fondo Monetario Internacional, despeja el camino para un recorte de tasas hoy.
 - Es probable que la Reserva Federal baje sus tasas en su próxima reunión. Ante esta posibilidad, se hace más recomendable bajar tasas. No cree que sea conveniente esperar a que la baja de la Reserva Federal ocurra, pues si bien se debe considerar en las decisiones del Consejo las condiciones financieras externas, ésta no es una relación mecánica.
 - El próximo mes se presenta el Informe de Política Monetaria al Senado con proyecciones de actividad corregidas sustancialmente a la baja, y no sería una buena señal bajar las tasas cada vez que se va al Senado. Esto no significa que no se pueda bajar tasas en la próxima reunión de política monetaria, pero una baja hoy ciertamente reduce dicha probabilidad y señala que el Banco está haciendo política monetaria con un saludable grado de anticipación, compartiendo además el desbalance de riesgo que se enfrenta hoy, que señalaba recién el señor Herrera.
- 4) La principal razón para no bajar tasas, despejada en parte la turbulencia externa, es que nos excedamos y tengamos una política demasiado expansiva y, por lo tanto, la conclusión sería que se deba terminar subiendo las tasas luego. Eso podría generar una inestabilidad con consecuencias negativas para la efectividad de la política monetaria. Sin embargo, no aprecia por ningún lado que en el horizonte cercano haya razones para pensar que se vaya a revertir con rapidez la actual instancia de política monetaria y, en este contexto, un adelantamiento del momento en que se comience a subir las tasas, el que ciertamente está bastante lejos dadas las perspectivas inflacionarias, es deseable desde el punto de vista de la efectividad de nuestras políticas.

Por último, sugiere el señor De Gregorio que en el caso que se apruebe una baja de la tasa de interés, en el comunicado se indique que el Banco prevé un menor crecimiento de la economía en el período 2002-2003, preparando así el terreno para el próximo Informe de Política Monetaria.



El Consejero señor Desormeaux manifiesta que hay un diagnóstico compartido y es que las condiciones externas y también el crecimiento y la evolución de la demanda interna en el país se han deteriorado, pero la verdad es que ésta es una realidad que está afectando a todos los países del mundo y la pregunta es por qué algunos países pueden bajar la tasa de interés y otros no. Se permite recordar que en la sesión anterior, de hace un mes atrás, él planteaba que la economía chilena es probablemente la única en América Latina que se puede dar el lujo de tener políticas monetarias y fiscales que sean estimulativas en forma simultánea, sin arriesgar la estabilidad. Señala que los niveles de la tasa de política monetaria chilena son solamente superados por un par de países asiáticos en cuanto a su nivel y cuando aquí se discute que el país puede perder la oportunidad de bajar las tasas, da la sensación de que ellas estuvieran altas. Las tasas de interés chilenas son extraordinariamente estimulativas, lejos las más bajas de la historia, y claramente esto es un mérito de todos los avances institucionales que ha hecho el país, incluyendo muy especialmente la regla fiscal del actual Ministro de Hacienda.

Manifiesta tener la sensación de que aquí se está en un límite en cuanto a lo que se les puede pedir a las políticas macroeconómicas. Otra manera de plantearlo: si se corrige nuestra tasa de política monetaria por el riesgo país, se tiene una tasa que apenas supera el 1% en términos nominales, la que expresada en términos reales es una tasa de interés negativa y eso es algo que no tiene nada de particular, pues puede ser muy conveniente para un país desarrollado que quiera tener una política estimulativa. Pero no se puede olvidar que somos un país emergente; que estamos ubicados en una zona en la cual hay una turbulencia marcada, enorme, y desde ese punto de vista, cree que también hay que considerar que al bajar la tasa de interés igualmente hay un riesgo. El riesgo más importante no es que haya menos actividad, sino que haya una volatilidad muy grande, un fenómeno que no sólo afecta a los tipos de cambio en América Latina, sino que ha generado corridas de depósitos casi generalizadas en la región, alza de premios soberanos que no se habían visto hasta ahora y todo esto, naturalmente, es una razón para la prudencia.

¿Cuál ha sido el desarrollo que hoy día lleva a tener una visión más optimista y a pensar que una baja de tasa podría no suponer riesgos para Chile? Fundamentalmente desarrollos que tienen que ver con la economía brasileña, este préstamo de 30 mil millones de dólares que el Fondo Monetario Internacional habría asegurado a Brasil y se señala que esto prácticamente elimina todo el riesgo proveniente de ese país.

Recuerda que hace un par de años también hubo un programa de rescate para Argentina que se llamó "el blindaje", por 40 mil millones de dólares y, en último término, no pudo evitar el desenlace que todos conocen. Ello porque, al final el éxito de un programa depende de las políticas internas de los países -y no quiere hacer una crítica de la política interna de Brasil de hoy día- la duda que hay es respecto a la política fiscal de Brasil en el futuro. Lo que se ha publicado, acerca de la reacción de los bancos de inversión frente a este préstamo, indica que no están para nada impresionados, puesto que ellos tienen la sensación de que Brasil ya ha tenido un deterioro marcado en materia de deuda y que a raíz de lo mismo se requiere un esfuerzo fiscal mayor: de cinco a seis puntos del PIB como tiene Turquía, señalaban los banqueros de inversión, y eso le hace pensar que la noticia que se ha recibido es un calmante por algún tiempo y como la política monetaria no está para reaccionar a fenómenos circunstanciales, sino que más bien opera a un plazo más largo, la verdadera respuesta se va a tener cuando el señor Ciro Gómez, el señor Luiz da Silva o tal vez el señor José Serra esté instalado en la presidencia de Brasil y se conozca su política de gobierno.

También hay incertidumbre proveniente de los Estados Unidos de América. No se sabe lo que ha pasado con la economía norteamericana después de las correcciones, tanto de las proyecciones económicas, de las cifras de crecimiento del año anterior, como el gigantesco ajuste bursátil. Ya no existe la misma seguridad que había antes respecto de los



grandes aumentos de productividad en la economía americana, porque esos también se han corregido a la baja. A eso se suma el tema de que el 14 de agosto va haber una serie de confesiones de parte de ejecutivos de empresas respecto de los "errores que han cometido", en su contabilidad. Señala que no espera mucho de eso y no ve que vaya a tener ninguna sorpresa ni positiva ni negativa en ese sentido. Lo que sí le parece es que francamente la incertidumbre no ha desaparecido, sigue siendo muy grande y, por lo tanto, su conclusión es que el país, hoy día, en lugar de estar preocupado de ver si le da un poco más de estímulo a la economía, lo que se sabe va a hacer poca diferencia, el énfasis debiera estar en los objetivos del Banco Central que son la estabilidad de precios y la estabilidad en los pagos internos y externos y cree que en ese sentido, hoy día es muy importante que el país se diferencie del panorama regional.

Piensa que bajando la tasa, este país no está contribuyendo a diferenciarse. Manteniendo la tasa, mostrando prudencia ante la incertidumbre y la volatilidad regional, de la misma manera que se tuvo prudencia con las reglas fiscales, cree que sí se está avanzando realmente en la dirección adecuada.

Le preocupa también la interpretación que pueda generarse de esto. Se ha dicho aquí que el mercado ahora anticipa una baja de tasa, pero la verdad es que en la reunión anterior ocurrió lo mismo. Aparecen artículos de prensa con noticias, indicando que es inminente una baja de tasa y posteriormente se producen correcciones en las expectativas y esta vez, aparece anunciada en el diario La Nación de hoy, justamente, de muy buena fuente, una baja de tasa de 50 puntos base. No le sorprende que el mercado y la curva de arbitraje sufran cambios. Lo que le preocupa es que este tipo de informaciones minan la credibilidad del Banco Central. De manera que, por la suma de todas estas razones, no cree que sea conveniente mover la tasa hoy día. No quiere decir que no sea conveniente moverla en el futuro, pero como fruto de una mayor información, y se sentiría mucho más cómodo tomando una decisión de esta naturaleza más adelante.

La Consejera señora Ovalle manifiesta que entre las dos opciones planteadas por la División Estudios, prefiere la mantención de la tasa, señalando que la argumentación para esta opción indica que es la más apropiada si se pondera, en la decisión, el riesgo que conlleva el estado de turbulencia internacional que se enfrenta. Como dice el Informe de la División Estudios, el ámbito externo se encuentra en un estado de flujo y se está a la espera de varios acontecimientos importantes, entre otros, la decisión de la Reserva Federal relativa a las tasas de interés y el acuerdo Brasil-FMI, que no hay duda que es una información clave, pero sólo se anunció ayer y no se puede apreciar la totalidad de sus efectos.

De hecho, dice, el Informe argumenta que un recorte de tasas puede arriesgar una mayor volatilidad que, a su vez, podría tener un efecto contractivo que más que compense el propio efecto reactivador del movimiento de tasas. Destaca, asimismo, que el mercado no espera un recorte de ellas, tal como lo indican la encuesta de expectativas y los analistas privados cuyas opiniones aparecen en los medios de comunicación. Por lo cual, una rebaja puede tener una influencia más negativa en las expectativas de crecimiento. Cree, por lo tanto, que es más prudente la mantención de la tasa, justificada ampliamente por la necesidad de disponer de mayor información, especialmente a lo ya mencionado sobre Estados Unidos y el acuerdo Brasil-FMI, con lo que no hay duda que se despeja, en parte, la incertidumbre regional, pero es pronto para tener alguna certeza respecto de sus implicancias. Además, coincide con lo planteado por el señor Schmidt-Hebbel sobre la necesidad de una evaluación, especialmente sobre la rebaja de tasas significativa que se hizo en la reunión de julio pasado.

El Vicepresidente señor Marshall señala que su preferencia es por reducir 25 puntos base. Cree que los datos que se tienen en la actualidad, en lo sustantivo confirman el diagnóstico de la reunión pasada. No comparte la idea de que en esta reunión se ha producido un cambio radical diferente al escenario que se planteó en la reunión pasada en donde se



señaló, expresamente, que se había modificado el escenario base. Señala que no se definieron, en ese momento, rangos específicos para las distintas variables como producto de este año o producto del próximo, y en la mente de cada uno había algún número cercano a lo que definitivamente hoy día se empieza a develar como un nuevo escenario en la perspectiva de construir el Informe de Política Monetaria. Por tanto, cree que la decisión que calificaría de agresiva del Banco, en la reunión pasada, respondió a ese cambio y, por consiguiente, hoy día lo que hay que analizar es si la oportunidad, en la actualidad, permite ir a una reducción mayor o tener una posición más de cautela.

Manifiesta que se inclina por la posición más de cautela, principalmente porque cree que gran parte del ajuste que ha existido en la demanda interna, durante los últimos meses o la ausencia de repunte en la demanda interna, es por temor de la gente y piensa que frente a ese tipo de temores, lo que hay que hacer es minimizar la probabilidad de ocurrencia de incertidumbres adicionales, por tanto, el efecto expansivo de una tasa menor hay que ponerlo en la balanza de la probabilidad de ocurrencia, ya sea de informaciones de prensa que pueden provenir de analistas, de bancos de inversión o del mercado financiero local. No hay que minimizar el hecho de que hubo analistas que criticaron fuertemente la reducción de tasa de la última reunión. Hay personas que repiten un análisis y la prensa no les da relevancia, pero al mes siguiente pueden repetir el análisis y entonces sí la prensa les da relevancia por alguna razón que no se conoce. Simplemente lo que quiere destacar, es que preferiría, en las actuales condiciones, seguir una opción más conservadora.

Respecto de los costos de equivocarse en una dirección o en la otra, cree que lo que se está discutiendo, en este momento, es la reducción de la tasa de este mes. No se está discutiendo sobre el nivel definitivo de las tasas en este país, entonces es posible que el camino de cautela o el camino un poco más conservador, por los temores que hay en materia financiera, se puede complementar con una reducción el próximo mes o tal vez no se efectúa reducción el próximo mes, o sea, cree que las tasas están suficientemente bajas como para poder darse el lujo de tomar una decisión un poco más agresiva ahora o postergar una parte de la reducción. En ese sentido, su preferencia es ir a una reducción de tasa de interés de 25 puntos base en esta reunión.

El Presidente señor Massad cree que el diagnóstico de la situación actual es bastante compartido y lo que se discute, básicamente, son los riesgos de moverse en una dirección o en otra. Piensa que hay bastante coincidencia en el hecho que no se están enfrentando riesgos en materia inflacionaria en el futuro previsible. Lo peor que pudiera ocurrir, según las proyecciones, es que se llegara a estar en el 3% hacia fines del período de proyección y, por lo tanto, eso significa que hay un margen para actuar con la tasa de interés.

Por otra parte, señala que la actividad se ve más débil de lo que se había previsto, no sólo internamente sino también a nivel internacional. Todas las proyecciones que se están viendo de tasa de crecimiento, van hacia abajo, lo que implica desde ese punto de vista también menores presiones inflacionarias.

Brasil ha sido un riesgo permanente y cree que ese riesgo no se puede descartar; el hecho que haya un acuerdo de financiamiento hoy día puede significar que por varios meses, dos, tres o cuatro meses, la situación en Brasil se vea como manejable, pero, sin hacer una predicción, el riesgo en Brasil se mantiene y es un riesgo presente. Ahora, si se tomara aquí, hoy, una acción de política monetaria, el riesgo de Brasil no nos obligaría a revisar esa decisión a corto tiempo, es decir, si se tomara hoy una decisión de política y se materializa el riesgo de Brasil, no nos obligaría a tomar la decisión contraria el próximo mes o al mes siguiente y, por lo tanto, hay un espacio por delante para enfrentar la concreción de ese riesgo que es muy probable que no ocurra dentro de los próximos meses.



Desea sí plantear un problema que puede ser relativamente complejo. Nosotros, dice, estamos en una tasa real de cero, en un país donde todavía hay una parte importante de los activos de las personas o pasivos bancarios que están en términos indizados. Cuando nosotros entramos a la zona tasa real negativa, se pregunta qué va a pasar con esos activos, los bancos van a decir a los depositantes: le pago UF menos tanto. ¿Qué va a significar eso como cambio en la composición de activos en el sistema bancario y con qué velocidad se puede producir ese cambio? Cree que es un tema que se debería explorar, muy cuidadosamente, a partir de ahora y se lo encarga al Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera.

Señala que esto es distinto a lo que ocurre en los Estados Unidos, en que los activos indizados son todos a muy largo plazo y son pequeños en relación al conjunto de los activos, o de lo que ocurre en cualquier otro país en el mundo, salvo Inglaterra, que también tiene papeles indizados en que todos los activos están expresados en términos nominales. Ahí, de hecho, el límite práctico de la tasa es cero nominal, mientras que cuando se está trabajando con tasas indizadas, o sea, con depósitos indizados o con activos indizados, el límite práctico, no teórico, es cero. Por lo tanto, cree que es muy importante que se observen cuidadosamente las implicancias prácticas de que el Banco Central anuncie una tasa de política monetaria cero o negativa, en términos reales, para el funcionamiento del sistema, para la forma en que se desplazan los activos en una dirección y otra. Teniendo esto como fundamento, cree que hay margen para bajar la tasa.

A continuación, el Consejo procede a votar.

El Consejero señor De Gregorio vota por reducir en 50 puntos base la tasa de política monetaria; el Consejero señor Desormeaux por mantener la tasa; la Consejera señora Ovalle por mantener la tasa; el Vicepresidente señor Marshall por reducir en 25 puntos base y el Presidente señor Massad por reducir en 25 puntos base. Existiendo empate entre la posición de mantener la tasa y la de reducirla en 25 puntos base, el Presidente hace uso de su voto decisorio a favor de esta última opción.

Asimismo, el Presidente solicita al Ministro de Fe Subrogante, don Jorge Carrasco, que la Fiscalía proponga una complementación al Reglamento para el Funcionamiento del Consejo, en que se comprendan las distintas situaciones susceptibles de producirse en las votaciones del Consejo.

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

36-01-020808 – Tasa de Instancia Monetaria.

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

Se retiran de la Sala el señor Ministro de Hacienda y la señora Bernardita Piedrabuena Keymer

IV. Comunicado

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

Los antecedentes acumulados desde la reunión anterior muestran un deterioro en las perspectivas de crecimiento de distintos socios comerciales, especialmente de Estados



Unidos, tanto para éste como el próximo año. Este panorama ya se ha reflejado en un menor precio de algunas materias primas, en particular del cobre.

Durante el último mes, los mercados financieros de la región continuaron enfrentando una fuerte volatilidad. Esta probablemente se tienda a aminorar luego de los anuncios de Brasil y el Fondo Monetario Internacional del día de ayer. Con todo, los indicadores financieros de la economía chilena se han comportado de acuerdo a los sólidos fundamentos que la distinguen.

En el ámbito interno, se ha mantenido la tendencia hacia presiones inflacionarias reducidas. Ello obedece tanto a la propia evolución de los distintos indicadores de costo como a los antecedentes que hacen prever tasas de crecimiento menores que las previstas anteriormente para los próximos trimestres. Este cuadro, ya anticipado en la Reunión de Política Monetaria anterior, justifica la adopción de una política monetaria más expansiva y es coherente con una inflación que se mantendrá en niveles acotados, consistentes con una convergencia al centro del rango meta en el horizonte de proyección.

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

El Consejo aprueba el texto del comunicado.

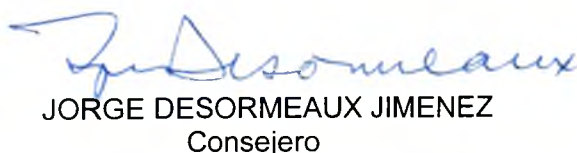
Se levanta la Sesión a las 17,45 horas.



JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente



CARLOS MASSAD ABUD
Presidente



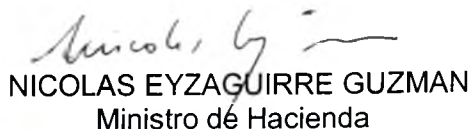
JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero



MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera



JOSE DE GREGORIO REBECO
Consejero



NICOLAS EYZAGUIRRE GUZMAN
Ministro de Hacienda



JORGE CARRASCO VASQUEZ
Ministro de Fe (S)