



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 23
DE POLITICA MONETARIA

celebrada el 6 de septiembre de 2001

En Santiago de Chile, a 6 de septiembre de 2001, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Carlos Massad Abud, con la asistencia del Vicepresidente don Jorge Marshall Rivera y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina, señor Jorge Desormeaux y señor José De Gregorio Rebeco.

Asisten también los señores:


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

I. Resolución sobre Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 22, celebrada el 9 de agosto de 2001.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo el Proyecto de Acta de la Sesión N° 22, celebrada el 9 de agosto de 2001, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

II. Resolución sobre Minuta del Acta correspondiente a la Sesión N° 21, celebrada el 12 de julio de 2001.

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





III. Exposición.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, señala que en los últimos meses, la inflación ha mostrado vaivenes pronunciados, manteniéndose en todo caso dentro del rango meta. Más allá de efectos asociables a productos específicos, el crecimiento de los precios hasta ahora ha sido coherente con la evolución de la actividad y el gasto, la trayectoria de los precios externos en dólares, el ritmo de expansión de los costos laborales y el precio de los combustibles.

Aunque también con altibajos en la información más reciente, en general se aprecian indicios de que la desaceleración del crecimiento de la producción y el gasto observada a partir de mediados del año pasado debiera tocar fondo en el curso del segundo semestre de este año. Hace varios meses que la producción y las ventas de la industria muestran un mayor dinamismo, a pesar de la existencia de valores para el mes de julio que parecen menos auspiciosos. Los agregados monetarios más líquidos crecen a tasas anuales muy elevadas, de dos dígitos, algo atemperadas recientemente por los efectos de la nominalización de la tasa de política monetaria y por la mayor efervescencia cambiaria. El mercado del crédito se viene comportando de acuerdo con su patrón histórico, con un dinamismo creciente que sigue con rezago el crecimiento de la actividad. Todo ello hace previsible, para este segundo semestre, un crecimiento de la economía mayor que el 3,5% registrado en la primera mitad del año, junto con una trayectoria estable, pero volátil, de la inflación anual en el corto plazo.

La expansión del gasto interno seguirá determinada en los próximos trimestres por el consumo privado, el que sigue entrapado por la incertidumbre que acarrea el elevado nivel de desempleo, induciendo un comportamiento más cauto de los hogares. Es difícil explicar con precisión las razones de la escasa creación de empleo en los últimos años, principalmente en el sector industrial, debido a la falta de información estadística detallada. Pero no hay duda que un factor detrás de este fenómeno es la conocida rigidez a la baja que muestran los salarios en Chile. En efecto, a pesar del deterioro de la economía mundial y de la persistencia de la desocupación en niveles elevados, el costo de la mano de obra, en términos reales, no ha cesado de crecer a un ritmo relativamente elevado. En forma adicional, no es descartable que esfuerzos por lograr una mayor eficiencia en las empresas, particularmente en el sector industrial y el comercio, hayan impactado en los niveles de ocupación. Ambos factores deberían ser transitorios, por lo que difícilmente se puede argumentar que la desocupación se mantendrá en niveles como los actuales en forma permanente. Sin embargo, la recuperación de tasas de desempleo bajas requerirá de crecientes grados de flexibilidad en los mercados de factores, como el laboral y el de capitales, y de la remoción de distorsiones regulatorias varias en los mercados de bienes. Esto será a su vez clave para un rebrote en la confianza de los hogares en cuanto consumidores.

La inversión, en cambio, debiera mostrar una recuperación algo más dinámica, especialmente en su componente de construcción. Esto, en parte, debiera ser el resultado de las bajas tasas de interés prevalecientes durante todo este año. Los aumentos observados en las últimas semanas son mayormente atribuibles a efectos transitorios de la nominalización. En general, la mayoría de las tasas de interés de mercado han reaccionado a las sucesivas reducciones de la tasa de política monetaria desde principios



BANCO CENTRAL DE CHILE

de año. El precio relativo de estos instrumentos se determina libremente en el mercado, por lo que su retorno relativo, en circunstancias normales, refleja las expectativas de ganancias o pérdidas de capital asociadas a los movimientos de las tasas de interés de corto plazo y las condiciones de arbitraje internacional.

Un segmento donde el traspaso de las decisiones de política monetaria ha sido menos evidente es el de las colocaciones no reajustables a plazos más cortos. Este segmento del mercado es pequeño, por lo que difícilmente afecta la transmisión de la política monetaria al resto de la economía. Más bien, el aumento del riesgo de clientes pequeños en el último año, tanto por la situación del empleo como por la contracción de la demanda interna, estaría detrás del aumento en los *spreads* de estas colocaciones. No obstante, grados crecientes de información y competencia en los mercados, y una mayor flexibilidad en la repactación de las obligaciones, son deseables y apoyan la eficiencia de la economía como un todo. En todo caso, la reciente nominalización de la política monetaria provee, a través de la tasa de política nominal, una referencia relevante para la operación de estos mercados, lo que ya se ha tendido a reflejar en menores *spreads* en las operaciones no reajustables.

El componente más dinámico de la demanda agregada en los últimos tiempos ha sido, de lejos, las exportaciones no tradicionales. En efecto, durante el primer semestre de este año, el volumen exportado creció un 18%, luego de haberlo hecho en un 9,5% en 2000. Esto ha sido en una proporción importante fruto de la significativa depreciación real que ha experimentado el peso desde 1999 y es doblemente destacable porque ocurre aun cuando en los últimos meses el entorno internacional que enfrenta la economía chilena se ha deteriorado marcadamente. En efecto, a pesar que la desaceleración del crecimiento en los Estados Unidos parecía transcurrir dentro de lo esperado, las últimas cifras indican que el repunte se retrasó; además, su impacto sobre el resto de la economía mundial ha sido mayor. En la zona euro, pero particularmente en Japón, se aprecia una fuerte corrección a la baja en las perspectivas de crecimiento para éste y el próximo año, reduciéndose el crecimiento promedio esperado de los socios comerciales de Chile en torno a un punto porcentual respecto de lo estimado hace unos meses.

No obstante el crecimiento en cifras de dos dígitos del volumen exportado, la economía chilena no ha estado inmune a la desaceleración del comercio mundial. Dicho fenómeno se ha reflejado en una fuerte caída en los términos del intercambio este año, que se estima cercana a 6%. En una economía pequeña y abierta como la chilena, los precios relativos y las decisiones de gasto de los agentes por necesidad deben reflejar las fluctuaciones del entorno internacional. La caída en los términos del intercambio, aunque parcialmente moderada por el funcionamiento del Fondo de Estabilización del Cobre (FEC), de hecho reduce el ingreso nacional. La demanda por bienes y servicios no transables también se reduce, por lo que los salarios reales (al menos en dólares) deben compensar en parte esta menor demanda por trabajo. Los márgenes de comercialización, al ser procíclicos, también acomodan en forma parcial estos cambios en precios relativos. La depreciación real del tipo de cambio obedece en parte a estos fenómenos de ajuste, aunque siempre es difícil discernir con precisión la parte de los movimientos observados en el tipo de cambio que corresponden a cambios en las variables fundamentales.

Esto ha sido particularmente cierto en el último tiempo, debido al empeoramiento en las condiciones financieras de algunas economías emergentes que, de hecho, ha contrarrestado el impulso expansivo sobre la economía mundial de la reducción de tasas

[Handwritten signature]



BANCO CENTRAL DE CHILE

de interés en los países industrializados. El escenario de mayores turbulencias regionales ya no es sólo una posibilidad, formando parte de los supuestos del escenario central en el corto plazo. Tanto Turquía como Argentina han sufrido embates por la incertidumbre respecto de su situación y Brasil ha visto su moneda depreciarse y su riesgo soberano incrementarse. En Chile, el grueso del efecto se ha concentrado en la notoria depreciación del peso, mientras que el premio soberano se ha mantenido prácticamente constante. Las consecuencias de la depreciación del peso sobre el resto de la economía y sobre la política monetaria deben evaluarse a la luz de desarrollos recientes en el comportamiento de los precios, el marco de las políticas actuales y el estado de las variables fundamentales de la economía chilena.

Respecto del primer punto, en los últimos años se ha observado el bajo grado de traspaso de los aumentos del tipo de cambio hacia la inflación. Un elemento detrás de lo anterior es la apreciación del dólar en los mercados internacionales, la que se ha traducido en una menor inflación externa en dólares. Además, los precios de bienes durables producidos en Asia, importantes en la canasta de importación, tienden desde hace un tiempo a caer en términos absolutos. En el plano interno, el reducido traspaso a precios del mayor valor del dólar se basa también en la reducción de márgenes de intermediación por mayores presiones competitivas en el comercio detallista local, en un contexto de una actividad económica creciendo por debajo del potencial. A ello se suma, en forma relevante, la estabilización de la tasa de inflación anual, sustentada en la credibilidad de la política monetaria basada en metas de inflación, en un adecuado manejo de las políticas macroeconómicas en general y la política de flotación cambiaria. En el escenario base de este Informe se considera que, en lo sustancial, se mantienen vigentes estos factores, aunque se supone una reversión gradual y muy parcial de algunos de ellos (como los reducidos márgenes de intermediación y la baja inflación externa en dólares).

El bajo traspaso de depreciación a inflación no es una característica exclusiva de la experiencia chilena. Se ha dado también en otras economías con esquemas cambiarios y monetarios similares al chileno. La flotación cambiaria, que opera desde 1999, está diseñada precisamente para que el tipo de cambio, determinado libremente por el mercado, sea la variable de ajuste frente a las turbulencias financieras o de los términos de intercambio que pueda enfrentar una economía pequeña y abierta. Ello permite al Banco Central tener autonomía en la conducción de la política monetaria con el fin de mantener la inflación dentro del rango meta. La credibilidad en el logro de esta meta provee el ancla nominal de la economía y el comportamiento de las expectativas de inflación en los últimos meses revela que la depreciación del tipo de cambio no la ha afectado mayormente.

Por otro lado, la continua inestabilidad en los mercados financieros internacionales incrementa la incertidumbre y posterga las decisiones de inversión y consumo. Finalmente, el mismo escenario internacional más adverso desnuda varias falencias en el funcionamiento de los mercados internos, algunas consuetudinarias (como la falta de flexibilidad en los salarios reales en pesos) y otras que son más atribuibles a problemas de regulación (o exceso de la misma) acumulados en el pasado o previstos para el futuro. Dichas falencias también inciden en las decisiones de consumo e inversión privada. En suma, estos factores hacen que las presiones de demanda interna en el mediano plazo son hoy día menores que las previstas hace unos meses, lo que tiene como contrapartida una depreciación más persistente del tipo de cambio real.

Todo ello ocurre, sin embargo, en una situación de solidez de las cuentas externas, con un déficit en cuenta corriente estimado en 2,6% para este año y en 2% durante 2002 y 2003,



en el contexto de una economía que ya había acumulado una depreciación del tipo de cambio real de más de 20%, desde su punto de mayor apreciación a fines de 1997 hasta mayo de este año.

En este contexto se ubican las medidas adoptadas por el Consejo el día 16 de Agosto de 2001, las que tienen por objetivo dar mayor estabilidad a los mercados financieros en el país en escenarios de persistencia de las condiciones externas negativas, aumentando la oferta de instrumentos de cobertura de riesgo cambiario y liquidez en moneda extranjera. Esto se hace sin establecer objetivos para el nivel del tipo de cambio, lo que es congruente con el régimen de flotación.

El Consejo estima que el peor contexto internacional explica una parte importante de las variaciones recientes del peso, pero que dicho deterioro debería tender a revertirse gradualmente en el horizonte de proyección. Las proyecciones de crecimiento e inflación en este Informe se elaboran suponiendo que, en el horizonte de ocho trimestres, el tipo de cambio real tiende a apreciarse respecto del promedio del mes de agosto. Esto está en línea con algunas medidas de las expectativas de mercado, que indican que una parte de la depreciación reciente es de carácter transitorio, así como con el resto de los supuestos del escenario base.

No obstante el deterioro reciente del entorno internacional, las perspectivas de una recuperación del ritmo de crecimiento de la economía mundial hacia 2002 y 2003 se mantienen, aunque algo menguadas, en las proyecciones de consenso. Esto lleva a que en el escenario central de este Informe se supongan valores de 2,8% y 3,1% para el crecimiento de nuestros socios comerciales en los siguientes dos años, respectivamente.

En suma, considerando las perspectivas de recuperación de la economía mundial y un avance gradual en la demanda interna, el escenario central contempla para el presente año un crecimiento en Chile que llegará a 3,8%, alcanzando 5,0% en 2002 y 5,3% en 2003. A su vez, el gasto interno crecerá a tasas de 2,1% este año, pero en torno a 6,5% el próximo bienio. Las cuentas externas se verán afectadas en 2001 por la caída prevista en los términos del intercambio, con lo que el déficit en cuenta corriente alcanzará un 2,6% del PIB, como ya se señaló. En 2002 y 2003 esto se revierte y el déficit de la cuenta corriente se reduce a niveles en torno a 2,0% del PIB. Las proyecciones de este Informe se realizan, como es habitual, bajo el supuesto metodológico que la tasa de política monetaria se mantiene constante en su nivel actual, de 6,5% nominal.

El crecimiento durante este año estará claramente por debajo de las previsiones del mercado y del Banco Central realizadas el año pasado. La corrección a la baja se debe, en lo fundamental, a que el escenario macroeconómico externo que enfrenta la economía chilena, desde mediados del año pasado, ha sido ciertamente menos promisorio de lo que se podía anticipar a principios del año 2000. El *shock* petrolero fue más intenso y duradero de lo previsto, afectando el ingreso disponible de los hogares. Esto, junto a la desaceleración rápida de la economía mundial, la permanencia de los términos de intercambio en niveles bajos y las frecuentes turbulencias en los mercados financieros internacionales, han conformado un entorno poco favorable para el crecimiento económico local. No obstante, es también claro que hay factores en el país que han incidido sobre la desaceleración de la demanda interna observada desde el segundo trimestre del año pasado y que tienen una dinámica propia más allá del entorno externo.

Handwritten signature and initials in the left margin.



BANCO CENTRAL DE CHILE

La inflación se ha mantenido muy cercana al centro del rango meta en los últimos meses, aunque la elevada cifra de agosto significó un repunte puntual importante. Como es habitual, un rol importante han jugado los precios de los diversos combustibles. Hasta ahora, el precio del petróleo *Brent* ha seguido una trayectoria algo por debajo de lo previsto en el Informe de mayo, con lo que se espera que se mantenga en niveles cercanos a los actuales, promediando el barril US\$26 este año y US\$24 durante 2002 y 2003. Esta trayectoria es consistente con los recortes de producción anunciados por la OPEP. Una disminución brusca adicional en los precios internacionales de los combustibles no se manifestará completamente en los precios a público en Chile, puesto que el FEPP está cercano a operar acumulando recursos.

En el corto plazo, se estima que las tasas de inflación del IPC y del IPCX alcancen cifras de 3,1% y 3,4% en el último trimestre del presente año, respectivamente. Más hacia adelante, los distintos supuestos del escenario base hacen previsible que la inflación, tanto medida por el IPC y como por el IPCX, se mueva hasta el límite superior del rango meta hacia mediados del próximo año, antes de volver a estabilizarse en torno a 3% cerca del fin del horizonte de política. Se estima que la inflación del IPC se ubicará en 3,6% en el cuarto trimestre de 2002 (3,5% a diciembre de ese año) y 3,0% hacia el último trimestre de 2003, mientras que la inflación del IPCX llegará a 3,6% en el cuarto trimestre de 2002 y 3,0% en el último trimestre de 2003.

Esta trayectoria de la inflación es coherente con diversos factores. En primer lugar, a pesar de que aparentemente el traspaso de depreciación a inflación ha sido bajo hasta ahora, éste no es nulo, lo que se manifestará probablemente en una aceleración de la inflación anual hacia mediados del próximo año. Ello no es fuente de preocupación por cuanto sería un efecto de una sola vez. Además, el escenario central supone un tipo de cambio real que tiende levemente a la apreciación respecto al promedio alcanzado en el mes de agosto. En segundo lugar, el deterioro del escenario internacional, en particular en los términos del intercambio, tiende a disminuir las presiones inflacionarias de mediano plazo, las cuales seguirán contenidas a pesar de la aceleración previsible de la actividad durante el segundo semestre y los próximos años. Tercero, la reducción del precio del petróleo no generará reducciones adicionales en la inflación más allá de las que ya se han observado. Finalmente, las expectativas de inflación de mediano plazo se ubican claramente dentro del rango meta y cercanas a 3%.

Como siempre, todas las proyecciones que entrega este Informe están en sintonía con los eventos que el Consejo estima como más probables durante los siguientes ocho trimestres, y que constituyen el escenario base de proyección. Sin embargo, es posible que la economía durante los próximos dos años siga caminos diferentes a los previstos, lo que configura una serie de escenarios alternativos y, también, el balance de riesgos. Estos eventos alternativos se asocian al entorno internacional y a la evolución de la economía interna.

Entre los primeros, se destaca la incertidumbre asociada a la situación en las economías emergentes. Aunque gran parte del escenario negativo considerado en Informes anteriores se ha ido materializando durante el segundo y tercer trimestres, es claro que la situación podría sufrir un deterioro mayor. Esto, probablemente, se vería acompañado por una depreciación transitoria adicional del peso. Por otro lado, el *timing* y magnitud del impacto sobre inflación de la depreciación reciente del peso puede estimarse sólo



BANCO CENTRAL DE CHILE

gruesamente, añadiendo grados de incertidumbre adicionales a los que ya existen sobre la trayectoria del tipo de cambio.

Si bien Estados Unidos ha mantenido un crecimiento positivo, aunque bajo hasta ahora, y se espera que crezca a tasas razonables durante el segundo semestre, la economía mundial se ha desacelerado en forma bastante intensa en lo que va del año, no descartándose aún un cuadro recesivo. El escenario alternativo está conformado, entonces, por una desaceleración más prolongada del crecimiento mundial, ahora y en el 2002, que mantendría en niveles deprimidos los precios de los principales productos de exportación, acotando el crecimiento del gasto interno.

En el ámbito doméstico, a pesar de señales incipientes que indican que la actividad entrará en una senda de aceleración durante el segundo semestre, aún es temprano para asegurar un crecimiento sostenido del gasto. De hecho, el crecimiento de la producción industrial y las importaciones se resintió en julio, alterando la tendencia alcista que traía de meses anteriores.

La ocurrencia de estos escenarios alternativos, tanto a nivel externo como interno, puede ciertamente modificar las proyecciones de inflación y crecimiento. El Consejo estima que, a la luz de la información disponible hasta ahora, el balance de riesgos para la actividad está levemente sesgado a la baja. Aún es alta la incertidumbre sobre la persistencia de la aceleración de la actividad económica interna, así como también son muy inciertos la velocidad de crecimiento de la economía mundial en los próximos años y el escenario de términos de intercambio.

Por otro lado, existe el riesgo de que las turbulencias regionales se exacerbén, presionando por una mayor depreciación del peso respecto de lo estimado en el escenario central. Además, como se mencionó anteriormente, la relativa incerteza frente al momento y magnitud precisa del traspaso de un fenómeno de este tipo a los precios internos puede, en determinadas circunstancias, inducir a un aumento de las expectativas de inflación de mediano plazo. Con estos antecedentes a la vista, el Consejo estima que el balance de riesgos para la inflación se encuentra sesgado al alza.

Es importante notar que estos balances de riesgos para la inflación y el crecimiento no implican que, necesariamente, pueda darse un escenario de mayores presiones inflacionarias junto con menor crecimiento económico. Más bien, estos escenarios alternativos se ven conformados por conjuntos de eventos relativamente independientes, como son la evolución de la economía mundial como un todo y las perspectivas financieras en las economías de la región, y se construyen suponiendo que la TPM se mantiene constante en su nivel actual.

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

[Handwritten signature and initials in the left margin]



El Presidente ofrece la palabra a los asistentes.

La Consejera señora Ovalle felicita a la División de Estudios por los progresos que ha experimentado el Informe de Política Monetaria. Señala que es un informe muy completo en el que se han incluido, tanto en recuadros como en anexos, temas importantes como la nominalización, el Nuevo Año Base, los objetivos de la política monetaria y mecanismos de transmisión de ésta, así como también las principales medidas tomadas este año. Se aborda en forma más amplia que en ocasiones anteriores lo que está pasando con el tipo de cambio, la depreciación reciente y su tendencia futura. Le parece bien que se hayan incorporado en forma más explícita las proyecciones a través de tablas en el resumen ejecutivo.

Sin embargo, dice, hay comentarios que se hicieron en el transcurso de las reuniones de diagnóstico que cree conveniente considerar a futuro, como por ejemplo, el fuerte crecimiento de la productividad versus el comportamiento del empleo que no se explican por factores cíclicos; la posibilidad de obtener cifras de desocupación por sector dentro de Santiago; si hay aumento de desocupación en mano de obra calificada que no está sujeta a salario mínimo ni a rigideces laborales; y, otro asunto que llamó la atención, fue el poco desarrollo de la incidencia de la demanda interna en el crecimiento. Cree que estos puntos deben considerarse en los próximos Informes.

El Vicepresidente señor Marshall señala que no le deja tranquilo el IPC del mes pasado; no obstante, entiende que las proyecciones se fundan en los elementos existentes y no cree que sea el momento de cambiarlas. Se refiere a la opinión predominante en la reunión de diagnóstico que sostuvieron ayer y entiende que es también la de la División de Estudios considerar el IPC de 0,8% como algo totalmente factible dentro de las proyecciones, o que se distancia muy poco de los eventos que estadística y económicamente se puedan esperar, pero piensa que desde el punto de vista de la generación de expectativas, debiera haber una actitud más activa por parte del Consejo.

El Gerente de Investigación Económica, señor Schmidt-Hebbel, manifiesta que comparte lo que acaba de decir el señor Marshall y desea complementarlo con lo siguiente. Desde la reunión de política monetaria de agosto, se han producido tres hechos novedosos ("news") que afectan la evaluación de la política monetaria. En primer lugar, se observó una tasa de variación del IPC de agosto que fue inesperadamente alta y que, en el margen, refleja y agrega mayores presiones inflacionarias y que han llevado a una revisión de las proyecciones de inflación hacia arriba. Pero además hay dos noticias que van en la dirección contraria para las implicancias de política monetaria analizadas en esta reunión. Primero, se observa una mayor debilidad de la economía doméstica, reflejada tanto en niveles de gasto como de producción menores que los proyectados hace un mes atrás. Segundo, se proyecta una mayor debilidad de la economía mundial, presentándose, en particular, una mayor probabilidad de un escenario de riesgo a la baja. Señala que le pareció particularmente importante la evaluación a ser presentada en el próximo World Economic Outlook del Fondo Monetario Internacional (que se filtró al Financial Times durante este fin de semana). En dicho documento, el FMI no cambiaría su proyección base para el crecimiento de Estados Unidos y del mundo, pero dejaría establecido que un escenario de recesión mundial tendría una probabilidad de realización mucho mayor que la estimada con anterioridad.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Señala el señor Schmidt-Hebbel que a la luz de estos tres antecedentes, estima que se está enfrentando una situación en la cual, manteniendo la tasa de política en su nivel presente, los riesgos para la inflación están balanceados. Sin embargo, las probabilidades de desviaciones (hacia arriba o abajo) respecto del escenario base (de nuestro análisis y del IPOM de septiembre) son muy superiores a las observadas en reuniones previas. Esta situación debería reflejarse a nivel del comunicado, subrayándose que los riesgos de desviaciones significativas respecto del escenario base, hacia un lado u otro, son hoy día significativamente mayores, lo que llevaría a que el Banco vigilaría muy intensamente lo que suceda en las siguientes semanas, para eventualmente corregir su política monetaria en una u otra dirección.

El Presidente señor Massad manifiesta que la sensación de hoy día es que apareció una nueva nube en el horizonte que es el IPC de agosto. Es una nube complicada, porque no da señales claras y las hipótesis para abordar este tema son tan diversas que van desde que no va a influir de modo alguno, hasta hipótesis que señalan que éste es el principio de una influencia muy fuerte que puede llevar a una aceleración inflacionaria en los meses próximos, básicamente por la vía del efecto depreciación. Señala que elegir entre esas hipótesis no es tarea fácil; sin embargo, dado el actual ritmo de la economía y su eventual riesgo de mayor debilidad hacia el futuro, la implicación de política que tendería aceptar hoy un escenario pesimista de inflación hacia el futuro, podría ser muy dañina, en términos del *trade-off* con otros aspectos de la economía. Por lo tanto, si no se tiene una visión clara de qué es lo que viene, lo que se tiene que hacer es reconocer que hay un riesgo mayor del que había antes y estar muy atentos a cómo se desarrolla ese riesgo hacia adelante para tomar, oportunamente, las resoluciones de política con los instrumentos que sean necesarios para enfrentar la situación de la nueva información que aparece para el mes de agosto.

Agrega el señor Massad que su impresión es que todavía quedan por desarrollarse algunos eventos que no han mostrado completamente sus efectos. Uno de ellos es la situación argentina, que no termina de llegar a una solución o a una crisis final y que va a influir tanto en la depreciación del peso como, eventualmente, en los niveles de actividad si se convierte en un problema a nivel financiero internacional y que se sumara una situación más complicada en Turquía, que también parece estar en el horizonte. Señala que ese elemento va a estar presente permanentemente, por varios meses, y que hay que seguir también con mucha atención, para ver cómo enfrentarlo. En todo caso, dice, el anuncio que se hizo el 16 de agosto de intervención en los mercados cambiarios y los montos asignados para ese propósito, que podrán verse fortalecidos por la emisión del bono soberano, constituyen elementos de freno a una sobredepreciación del peso siempre que no esté motivada por circunstancias fundamentales; y puede ayudar a hacer que los resultados de agosto, que se manifestaron también en materia cambiaria, no sean elementos tan repetitivos hacia el futuro.

Hace presente el señor Massad que el balance de la situación hoy día es que el grado de incertidumbre que ya existía, ha crecido, porque se agrega esta información de agosto sobre la variación de precios que ha causado tanto revuelo en el mercado. Señala que tiene la impresión que la cifra de agosto no ha logrado desanclar las expectativas y basa esta opinión en la reciente encuesta efectuada por el Banco Central, que muestra que se mantiene la confianza en que el Banco utilizará sus instrumentos razonablemente para que la tasa de inflación esté dentro del rango meta, y en comentarios de diversos analistas de mucho prestigio que así también lo han señalado públicamente. Hasta ahora, dice, no hay evidencia de desanclaje de expectativas, o lo que es lo mismo, de pérdida de confianza en el Banco Central. Esto es un elemento que permite mirar con cierta tranquilidad el futuro, pero no hay ninguna duda que el grado de incertidumbre es mayor y que hay que ser extremadamente cuidadosos para seguir toda la información que permita determinar si se está produciendo



BANCO CENTRAL DE CHILE

algún grado de cambio de expectativas. Si eso ocurriese, se debe actuar con el instrumento que es la tasa de interés. Habría que comunicar que el Banco Central tendrá que actuar en tal forma, si eso ocurre, tomando en cuenta que la prioridad más relevante es mantener la inflación dentro del rango meta.

El Consejero señor Desormeaux cree que no hay duda que lo que se está observando hoy día no es una presión sobre los precios, explicada por el crecimiento de la demanda, eso está claro en la presentación de la División de Estudios. Señala que si hay alguna evidencia recientemente, es de debilitamiento de la economía internacional y de una continua debilidad de la demanda interna; es claramente un shock más bien de costos, pero que está afectando naturalmente los precios por la dimensión que tiene y porque ocurre en forma simultánea con una política que no es neutral, de parte del Banco Central, sino expansiva, y ahí está el riesgo que, ante un shock de oferta como éste, en la práctica mantener una política expansiva no neutral de parte del Banco Central pueda desanclar las expectativas. Agrega que este efecto debiera ser temporal y anularse a sí mismo, pero naturalmente que hay un riesgo en mantener, al mismo tiempo, la política monetaria con un carácter no neutral y eso, naturalmente, hay que discutirlo más adelante, cuando se vean las opciones, de manera que el Banco Central pueda combinar su compromiso con el ancla nominal, y al mismo tiempo dar la mayor posibilidad a la economía para la expansión de la demanda que se espera tenga lugar.

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

Al respecto, el señor Morandé señala lo siguiente:

El Informe presentado revela, como punto central, que la inflación seguirá una tendencia levemente creciente en los siguientes tres trimestres, hasta casi alcanzar el techo del rango meta, antes de volver rápidamente a 3% hacia fines del horizonte de política. Esto es el resultado de un traspaso gradual de una parte de la depreciación del peso a precios finales, a partir de una recuperación de márgenes de intermediación conforme se vaya viendo un mayor dinamismo de la demanda interna. La información más reciente de la inflación indica que esta recuperación de márgenes pudiera adelantarse en el caso de bienes con baja elasticidad respecto de la demanda o con regulaciones que dificultan la competencia. Este fenómeno, sin embargo, no altera mayormente la trayectoria proyectada de la inflación, aunque sí eleva el riesgo de un efecto al alza de las expectativas de inflación y algún cuestionamiento a la posibilidad de mantener la inflación dentro del rango meta si no se cambia la tasa de política monetaria más temprano que tarde.

La proyección de actividad económica, por su parte, muestra una curva ascendente aunque la información más reciente no ha confirmado en forma definitiva que el repunte se haya iniciado. Se mantiene en este sentido un conjunto encontrado de indicadores, donde en el lado positivo sigue destacando el crecimiento del dinero, el crédito (con más parsimonia) y la actividad de algunos sectores (aunque con altibajos). En el lado negativo, resalta las caídas recientes en el valor de las importaciones y los indicadores de consumo.

Considerando sólo las proyecciones de inflación y crecimiento de la actividad contempladas en el escenario central, las opciones de política monetaria seguirían abiertas, al igual que el mes pasado. Sin embargo, el balance de riesgos que presenta el Informe acota las opciones a



mantener y **aumentar**. En efecto, si bien en el escenario central persisten las holguras de demanda interna en los trimestres venideros e incluso se agrega un sesgo a la baja en el crecimiento en un escenario alternativo, la opción de **disminuir** aparece como desaconsejable en vista del sesgo al alza en la proyección de inflación por encima de una trayectoria que ya contempla un aumento hasta casi el techo del rango meta. Puesto de otra manera, el punto es que ha aumentado la posibilidad de un aumento en las expectativas de inflación de corto y mediano plazo, lo que puede acarrear efectos de segunda vuelta sobre la inflación que amenazarían el rango meta.

Si la opción de **relajar** no es plausible, la opción de **aumentar** la tasa de política monetaria automáticamente adquiere más fuerza por las mismas razones. Sin embargo, y a pesar de la sorpresivamente alta variación del IPC en agosto, no hay todavía evidencia definitiva de un cambio sustancial en las expectativas de inflación de mediano plazo en el mercado. En este sentido, será importante verificar en las semanas y meses siguientes el comportamiento de estas expectativas tanto en la información de la encuesta mensual *ad-hoc*, como en la información que entregan los mercados financieros a través de las tasas de interés. Por ahora, y respecto de la decisión a tomar en esta oportunidad, parece aconsejable la opción de **mantener**.

El Presidente ofrece la palabra a los asistentes.

El Consejero señor Desormeaux señala que, en este minuto, la política monetaria tiene un carácter expansivo y las expectativas están ancladas, es algo que es fruto de la credibilidad que ha acumulado el Banco Central, pero se está corriendo un riesgo y ese riesgo es que, si en el mes de septiembre se vuelve a tener una cifra elevada como ésta, se va ir perdiendo credibilidad. Cree que si el Banco Central no reacciona, posteriormente esto puede costar una reacción más enérgica que la que se podría haber tenido si se hubiera actuado en forma anticipada. Su impresión es que el Banco Central indudablemente tiene que dar a conocer, de la manera más clara posible, su compromiso con la meta, lo que puede estar a nivel de las declaraciones o a nivel de las acciones y aquí hay dos formas en que lo puede hacer: una, quitándole parte del carácter expansivo a la política monetaria, endureciéndola y la otra, es a través de actuar sobre el mercado cambiario. Señala que de allí viene la presión que ha estado originando esta inflación elevada en el mes de agosto y que indudablemente la determinación del Banco Central también puede reflejarse a través de una intervención más enérgica en dicho mercado. Estima que una combinación que comience por endurecer la acción en el mercado cambiario en el corto plazo, a la espera de tener más información, y posteriormente usar el instrumental de la tasa de interés, aparece, probablemente, como la mejor forma de proceder.

El Consejero señor De Gregorio estima que hay bastante acuerdo sobre que, indudablemente, el IPC no es lo suficientemente estable como lo era en el escenario que contemplaba al momento de tomar su decisión de política monetaria. Señala que no existen evidentes presiones de demanda, y como se señalaba anteriormente y en reuniones previas, el escenario más probable es de márgenes más comprimidos, aunque se hayan adelantado algunos traspasos del tipo de cambio a precios, que se esperaba que empezaran a ocurrir más adelante. Cree que por ahora la situación nacional no presenta grandes cambios y desea señalar que el escenario internacional se está deteriorando y la política monetaria en países industrializados se está relajando y es lo que se espera que siga ocurriendo, de manera que de alguna u otra forma, más allá de permitir relajar más la política monetaria, preferiría una señal



más bien de prudencia en un escenario de mayor presión inflacionaria. Respecto al punto de actuar en el mercado cambiario, habría que reafirmar la idea de que hay que seguir regularmente interviniendo y tener mucha cautela en no tratar de empezar a perseguir precios ni tratar de doblarle la mano a la inflación a través de una apreciación del tipo de cambio.

El Presidente señor Massad dice compartir, en general, lo que se ha manifestado en esta reunión y sólo desea agregar un comentario relativo a la información que se obtiene en materia de precios a lo largo del mes. Cree que sería complicado tener en septiembre una sorpresa de magnitud parecida a la que se tuvo en agosto, por lo que estima que se tendría que hacer un esfuerzo especial durante este mes y tal vez, también, durante un par de meses más, en tener información tan anticipada como sea posible de lo que está ocurriendo en materia de precios en el mercado, de modo de poder adoptar oportunamente las medidas necesarias.

En relación a las intervenciones del mercado cambiario, cree que a pesar de que se presenta una aparente diferencia de puntos de vista, estima que hay un acuerdo de fondo en el sentido que la acción en el mercado cambiario tiene que mantenerse por ahora, hasta tener un poco más de información respecto de qué es lo que está ocurriendo en ese mercado, y actuar en consecuencia, pero le da gran importancia a hacer un esfuerzo especial por tener información en materia de precios durante este mes, octubre y noviembre, para ver si se presenta una presión que se está acumulando hacia adelante. En consideración a lo señalado manifiesta estar de acuerdo con la mantención de la tasa.

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

23-01-010906 – Tasa de Instancia Monetaria.

El Consejo acuerda mantener la tasa de interés de política monetaria en 6,5% anual. Asimismo, los tramos de la línea de crédito de liquidez permanecen inalterados en los niveles prevalecientes desde la reunión anterior.

IV. Comunicado

El Presidente propone el siguiente texto para el comunicado:

“ El Consejo del Banco Central resolvió mantener la tasa de interés de política monetaria en 6,5% anual en el marco de su reunión mensual de política monetaria realizada el día de hoy. Los tramos de la línea de crédito de liquidez también permanecen inalterados en los niveles prevalecientes desde la reunión anterior.

Las perspectivas inflacionarias a 12 y 24 meses se mantienen dentro del rango meta, aunque con una tendencia al alza en el plazo de dos a tres trimestres, antes de caer hacia 3% en el segundo cuarto de 2003. Asimismo, existen indicios que permiten anticipar un cuadro de mayor crecimiento de la actividad económica hacia el cuarto trimestre del año en curso, en relación a la primera mitad del año, a pesar de un entorno externo desfavorable. Las cuentas externas se prevén sólidas este año y los siguientes, no obstante la importante caída de nuestros términos de intercambio.



La fuerte depreciación experimentada por el peso en meses recientes, tanto por la aflictiva situación financiera de países vecinos como por el deterioro de la economía mundial, tendrá un efecto al alza sobre el nivel de precios que se proyecta acotado. Ello afectará transitoriamente la tasa de inflación, la que en todo caso se prevé dentro del rango meta. Es más, es muy probable que parte de este efecto se disipe y la inflación converja a 3% en menos de 18 meses. Sin embargo, es necesario observar cuidadosamente el desarrollo de la inflación en los meses venideros, de modo que las expectativas de inflación de mediano plazo del mercado se mantengan dentro de esta trayectoria, anclada en torno al centro del rango meta.


El Banco Central seguirá atentamente los acontecimientos en todos los mercados relevantes, de modo de usar sus instrumentos de política con flexibilidad para cautelar la estabilidad de precios."

El Consejo aprueba el texto del comunicado.

V. **Fecha Sesión de Política Monetaria del mes de marzo de 2002.**

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de marzo de 2002, para el día 12 de ese mes.

Se levanta la Sesión a las 17,10 horas.



JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente



CARLOS MASSAD ABUD
Presidente



JOSE DE GREGORIO REBECO
Consejero



MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera



MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe

