

MINUTA

Acta correspondiente a la Sesión Ordinaria de Política Monetaria N° 32 9 de mayo de 2002

ASISTENTES

a) Consejeros, señores:

Carlos Massad Abud
Jorge Marshall Rivera
María Elena Ovalle Molina
Jorge Desormeaux Jiménez
José De Gregorio Rebeco.

b) Otros participantes, señores:

Camilo Carrasco Alfonso (Gerente General);
Miguel Angel Nacur Gazali (Fiscal y Ministro de Fe);
Rodrigo Valdés Pulido (Gerente División Estudios);
Luis Oscar Herrera Barriga (Gerente División Política Financiera);
Pablo García Silva (Gerente de Análisis Macroeconómico);
Sergio Lehmann Beresi (Gerente de Análisis y Operaciones Internacionales);
Ricardo Vicuña Poblete (Gerente de Información e Investigación Estadística);
Cecilia Feliú Carrizo (Secretario Ejecutivo del Gabinete de la Presidencia);
Cecilia Navarro García (Jefe de Prosecretaría).

c) Asisten también el señor Ministro de Hacienda don Nicolás Eyzaguirre Guzmán y como invitada especial, la Asesora Macroeconómica del Ministerio de Hacienda, señora Bernardita Piedrabuena Keymer.

1. ACUERDO : Se acuerda reducir la tasa de interés de política monetaria en 75 puntos base, situándola en 4,0% anual.
2. MATERIA : Reunión Mensual de Política Monetaria correspondiente a mayo de 2002.
3. GERENCIA : División de Estudios.
4. POLITICA : Análisis de la coyuntura económica y evaluación de la política monetaria.
5. MINUTA: La sesión se inicia con la presentación de la Gerencia de División Estudios correspondiente a la Reunión Mensual de Política Monetaria de mayo de 2002:

RESUMEN DEL INFORME

- Entre enero y mayo del presente año, el Banco Central ha reducido la tasa de política monetaria de 6,5% a 4,75%. Esta acción de política está basada en una disminución sustantiva y amplia en las perspectivas de inflación de mediano plazo, desde diciembre del año 2001, la que fue acompañada por una inflación efectiva —total y subyacente— menor a la prevista. En efecto, hasta hace algunos meses se esperaba una aceleración adicional de la inflación del IPCX, lo que no se ha materializado, manteniéndose la variación anual de los precios en torno al centro del rango meta. Además de la disminución en los precios del petróleo ocurrida a fines del año pasado, en esto ha contribuido de forma importante la estabilidad en el mercado cambiario, lo que le ha quitado presión a los márgenes de comercialización, bastante

comprimidos en el transcurso del 2001. La evolución del gasto doméstico estuvo considerablemente por debajo de lo anticipado, en particular durante el cuarto trimestre del año pasado, lo que ha dificultado la recuperación de estos márgenes.

- Aunque desde hace algunos meses ya se reconocía el efecto de la incertidumbre provocada por el deterioro de la situación de Argentina y por los atentados de septiembre sobre los componentes del gasto más volátiles —inventarios, compras de bienes durables e inversión en maquinaria y equipos— su caída superó las estimaciones previas. En todo caso, la mayoría de los indicadores indirectos muestran que, aparentemente, se detuvo la caída de las existencias ocurrida durante el cuarto trimestre del año pasado, especialmente aquellas de origen importado. Asimismo, después de varios meses con una trayectoria plana, la producción industrial con destino al exterior ha tomado una senda de mayor dinamismo, lo que es consistente con el término del proceso de fuerte desacumulación de inventarios de dicho sector en los últimos trimestres. El componente de maquinaria de la formación bruta de capital fijo, en tanto, habría detenido su descenso, lo que se deduce de las ventas de bienes de capital de la industria y las importaciones de bienes de capital. No obstante todo lo anterior, aún no se configura un cuadro de recuperación manifiesta de las fuertes reducciones de estos componentes del gasto en meses anteriores.
- Una parte de los focos de incertidumbre que aparecieron durante la segunda mitad del año 2001 se ha despejado, particularmente la evolución de Estados Unidos, sin embargo persisten grados de duda por la situación económica regional. Además, los efectos en actividad por la situación que enfrentó la economía global el año pasado siguen apreciándose en los primeros meses de este año, en particular las fuertes caídas de la producción industrial agregada y los flujos de comercio. Ello llevó a que, no obstante que las principales economías evitaron caer en recesión técnica, el impacto sobre los términos del intercambio de Chile fuera particularmente severo. De hecho, el precio del cobre marcó mínimos históricos en el curso del segundo semestre de 2001, con lo que los términos del intercambio alcanzaron un nivel 8% más bajo que el promedio del año 1998, cuando se vieron los efectos de la crisis asiática. A pesar de ello, la actividad en Chile mantuvo un ritmo positivo de crecimiento, gracias al importante dinamismo de las exportaciones, en especial las no tradicionales, apoyado por la combinación de políticas macroeconómicas y la depreciación acumulada del tipo de cambio real en los últimos años. Esto permitió más que compensar el efecto de la caída del comercio global en el volumen exportado.
- El panorama internacional para 2002-2003 se avizora más promisorio que lo previsto en enero pasado, aunque los cambios de mayor relevancia son significativos para la evolución de la economía chilena en el mediano plazo. Durante los últimos meses se ha consolidado una mejoría en las perspectivas de crecimiento de la actividad mundial, especialmente en Estados Unidos. Las proyecciones de crecimiento para esta economía se incrementaron en prácticamente dos puntos porcentuales, por sobre lo previsto a principios de año. Las medidas de política fiscal y monetaria en los Estados Unidos, en un ambiente económico de alta flexibilidad, parecen haber evitado un deterioro mayor en las expectativas privadas lo que, junto con las favorables perspectivas para la evolución futura de la productividad, han sostenido la confianza de los hogares y del consumo. Aunque el Banco Central Europeo actuó con cautela, también se aprecia un mayor optimismo en las perspectivas de crecimiento para la zona europea. Incluso para Japón las proyecciones de consenso indican crecimiento para el próximo año. En suma, el panorama para las principales economías del mundo prácticamente ha vuelto a la situación previa a los atentados terroristas de septiembre último, esperándose este año un crecimiento mundial a paridad del poder de compra (PPC) de 2,7%.
- Sin embargo, el mejoramiento del crecimiento ponderado de los socios comerciales de Chile es bastante menor para este año, llegando sólo a 1,1%, un par de décimas más que lo esperado hace unos meses, debido al marcado deterioro de las perspectivas de crecimiento en Argentina y otros países de la región. En este sentido, los efectos de la crítica situación por la que atraviesa la economía transandina han cambiado su importancia relativa, pasando de una situación de temor a un contagio financiero más significativo, hasta noviembre de 2001, a la disipación de ese riesgo, pero también a la manifestación de los efectos adversos en el ámbito comercial.

- Las exportaciones a la vecina nación, durante los tres primeros meses de este año, cayeron en torno a 60% mientras que el flujo de turistas disminuyó a cerca de la mitad del año pasado. Una proyección anual y combinada de estos dos efectos tienen una incidencia directa de aproximadamente 0,3 puntos porcentuales en el crecimiento del PIB. Los problemas de la economía argentina también han tenido un efecto negativo sobre la capacidad de generación de renta de empresas chilenas con operaciones en Argentina, lo que se ha reflejado en disminuciones en su valor patrimonial. Se estima que la disminución en las utilidades devengadas de las inversiones en Argentina afecta directamente al ingreso nacional del año 2002 en aproximadamente 0,2% del PIB, lo que se debe agregar al efecto directo por menor actividad. Estas cifras, en todo caso, representan probablemente una cota superior. En el pasado, el sector exportador ha mostrado bastante flexibilidad, por lo que se puede esperar que los efectos en el comercio sean de carácter transitorio en la medida que se logre encontrar otros mercados (internos o externos) para estos productos o servicios. Además, en el curso del año 2003 se espera que el crecimiento del PIB de los socios comerciales se acelere a 3,2%, más en línea con el escenario de crecimiento global.
- Los desarrollos del escenario internacional también han impactado, aunque de forma leve, en el precio del cobre. Se espera que el precio promedio en el año se ubique en US\$0,73 por libra, con un incremento hacia el año 2003 y el año 2004. En todo caso, esta evolución del precio del metal rojo se ve más que compensada por perspectivas poco promisorias para el precio del petróleo durante este año, el que desde hace unos meses muestra incrementos de importancia. Además del cumplimiento de los recortes de producción por parte de la OPEP y de otros productores no miembros del cartel, ha contribuido a este aumento la inestabilidad en el Medio Oriente y en otros importantes productores. Para el conjunto del año se espera un precio promedio del barril de petróleo Brent de US\$24, tres dólares por encima de las proyecciones previas. Con esto, los términos del intercambio se mantendrán en promedio en niveles similares a los del año pasado, para repuntar algo menos que 4% promedio anual durante el año 2003 y 2004.
- Las condiciones financieras que enfrentan los mercados emergentes se han vuelto más positivas que lo esperado a principios de año, lo que se ha reflejado en que durante un tiempo los spreads soberanos de economías tales como México, Brasil y Corea mostraron una tendencia declinante, al igual que los de los bonos soberanos de Chile. Esta trayectoria, no obstante, se ha revertido levemente en las últimas semanas. Asimismo, si bien las perspectivas para los flujos de capitales hacia economías emergentes han mejorado, se ha acentuado la escasez de flujos de inversión extranjera directa hacia economías latinoamericanas, evidenciando el mayor riesgo relativo de la región.
- Junto al gradual predominio de los factores favorables del escenario internacional se espera que exista un impulso de origen doméstico en el crecimiento de la actividad. Este deriva del relajamiento monetario de los últimos meses, de la característica contracíclica de la política fiscal, así como de la recuperación progresiva o normalización de algunos componentes del gasto que tuvieron fuertes contracciones durante la segunda mitad del año 2001.
- El mayor grado de expansividad de la política monetaria se ha apreciado en las tasas de interés de los distintos instrumentos del Banco Central, las que han llegado a niveles históricamente bajos. El crecimiento de las colocaciones se mantiene algo más dinámico que a principios de año, en particular las colocaciones de consumo durante marzo que respondieron a las ofertas del sistema. Por su lado, el crecimiento del dinero se encuentra acorde con el ritmo de crecimiento de la actividad, los precios y el nivel actual de las tasas de interés. Tal como se destacó hace algunos meses atrás, su inusual crecimiento del año pasado no se debió a una expansión excesiva de la oferta sino que a un problema de base de comparación que ha desaparecido.
- La política fiscal, en tanto, de acuerdo con el potencial contracíclico de la regla de superávit estructural, continuará aportando al impulso de demanda agregada, a través del crecimiento del gasto público con impacto macro cercano a 5%. La inversión pública crecerá 11%.

- En este escenario se espera que la recuperación de los componentes del gasto más volátiles siga una trayectoria gradual, considerando que persistirá algún nivel de incertidumbre originado en la situación regional. Dada su naturaleza fluctuante, sin embargo, no se puede descartar que el proceso de recuperación de estos componentes del gasto siga una trayectoria más acelerada. En cualquier evento, para sostener una evolución más dinámica del gasto durante un período prolongado se requiere que los demás componentes de la demanda interna, mayoritarios en la participación en el gasto, acentúen la senda de crecimiento que han mostrado durante los últimos trimestres.
- De esta manera, se prevé que tanto el consumo privado y la inversión en construcción sigan una trayectoria de moderada aceleración durante los próximos períodos, en línea con el impulso macroeconómico. Por el momento, el consumo de bienes habituales se mantiene creciendo a tasas del orden de 2%, apoyado en la creación de empleo privado en los últimos trimestres móviles. Es previsible, además, que muestre una leve aceleración durante los próximos trimestres considerando la menor duración promedio que en el margen está mostrando el desempleo, las mejores expectativas que muestran los agentes económicos y la positiva evolución de las colocaciones de consumo. Por su parte, la actividad en el sector inmobiliario se ha visto favorecida por el cierto mayor dinamismo de las ventas en el curso del primer trimestre, respecto del segundo semestre del año pasado, y por el impulso generado por la inversión pública, a pesar de la notoria caída de los permisos de edificación.
- Por último, la mejoría del entorno internacional y el nivel del tipo de cambio real permitirán sostener el crecimiento de los volúmenes exportados, aunque a un ritmo ligeramente inferior al esperado hace algunos meses, debido a la profundidad de la crisis de Argentina. Parte de este efecto implicará redireccionar envíos a otros mercados, lo que normalmente toma un tiempo en materializarse. Por otro lado, se espera que la caída de las exportaciones y la producción de cobre de los primeros meses de este año se revierta durante el segundo semestre, puesto que refleja esencialmente los planes de reducción de producción anunciados a principios de año por los principales productores. Con todo, la expansión de los volúmenes exportados totales se proyecta en 4%, esperándose que retomen una trayectoria más dinámica durante los años 2003 y 2004. Estas cifras aún no consideran el impacto positivo que tendrá la ratificación del acuerdo de libre comercio que se ha negociado con la Unión Europea.
- Las cifras globales muestran que, aunque se espera que se mantenga el crecimiento de las exportaciones, la demanda interna, por su evolución en el segundo semestre, provocará la mayor contribución al crecimiento durante este año. Este escenario no difiere sustancialmente del que se esperaba en enero pasado, aunque la tendencia de aceleración del PIB y del gasto han tendido a posponerse respecto de lo esperado en esa ocasión.
- En síntesis, luego de tres trimestres en que la economía ha tenido un reducido nivel de expansión, y en que la demanda interna sufrió una contracción, se prevé que la actividad comience una fase de gradual aceleración, consistente con una tasa de inflación en el centro del rango meta, en el horizonte habitual de política. Como se mencionó, son tres los motivos principales que sustentan este panorama: el mayor impulso que la política macroeconómica está ejerciendo sobre la economía, las mejores perspectivas de crecimiento de la actividad mundial, con efectos más acentuados durante el próximo año, y una paulatina recuperación de algunos componentes de la demanda doméstica que mostraron fuertes ajustes durante la segunda mitad del año 2001.
- A pesar de este panorama relativamente optimista, diversos factores ponen un límite a una aceleración explosiva de la demanda doméstica. Los términos del intercambio y el ingreso nacional tendrán una menguada recuperación este año, la tasa de desempleo se reducirá sólo gradualmente, y no se espera que se incremente de forma relevante el interés de los inversionistas internacionales por elevar sus posiciones de inversión directa en economías de Sudamérica.
- En el primer trimestre de este año el gasto se ubicó algo por sobre el nivel del cuarto trimestre

del año pasado. Ello, a pesar de que la variación interanual sigue siendo bastante negativa, del orden de $-2,4\%$, por la elevada base de comparación y el efecto de días no trabajados en Semana Santa. La actividad, en tanto, ha persistido con una expansión gradual, con lo que se estima que el PIB durante el primer trimestre habría crecido $1,7\%$ con relación a igual período del año pasado. Para el segundo trimestre se proyecta un repunte del gasto y la actividad, que crecerían $1,3\%$ y $2,6\%$ anual, respectivamente.

- Por los factores que se mencionaron anteriormente, se espera un afianzamiento de estas tendencias de aceleración del gasto y de la actividad durante el segundo semestre, llegando a tasas de crecimiento trimestral marginalmente mayores a las esperadas en el Informe anterior. En la medida que se mantenga la estabilidad en los mercados emergentes y se dé sin sobresaltos el repunte de la actividad mundial, y bajo el supuesto metodológico que la tasa de interés se mantiene constante en $4,75\%$ durante los próximos ocho trimestres, se proyecta que la economía chilena crecerá $2,9\%$ durante el año 2002. Por otro lado, el crecimiento del gasto interno se ubicaría en torno a $3,5\%$, por encima del crecimiento del PIB. En este escenario base, la demanda interna continuará aumentando su contribución al crecimiento agregado, acercando la economía al potencial durante los próximos 24 meses, con un crecimiento promedio anual del PIB de $4,7\%$ y del gasto de $5,5\%$. Se espera para el año 2003 un crecimiento del PIB de $5,5\%$ y una expansión del gasto de $5,8\%$.
- La débil recuperación de los términos de intercambio durante este año mantendrá el saldo de la cuenta corriente en cifras algo mayores a las del año anterior, entre $-2,0$ y $-2,5\%$ del PIB. La mayor aceleración del gasto interno previsto para los próximos dos años, respecto del crecimiento del PIB, no presionará la cuenta corriente de forma permanente, gracias a que se espera que los términos de intercambio muestren una recuperación importante en ese horizonte. Hacia el año 2003, el déficit de la cuenta corriente se ubicaría en torno a 2% del PIB.
- Las holguras de capacidad seguirán acotando las presiones inflacionarias subyacentes, las que también se ven mitigadas por la estabilidad del peso y tasas de desocupación todavía elevadas. De hecho, se estima que durante el horizonte de proyección la brecha de capacidad se ubique algo por sobre lo estimado anteriormente, del orden de 4% . Por el lado de la inflación externa no se estima que se produzcan menores presiones inflacionarias relevantes por la depreciación del peso argentino, adicionales a las que ya se observan en la trayectoria esperada del tipo de cambio nominal en Chile. Ello, debido a que parte sustancial de las importaciones desde Argentina corresponden a productos cuyo precio se determina en dólares.
- La ausencia de presiones inflacionarias se aprecia en la diferencia entre la trayectoria reciente y previsible de la inflación IPCX desde hace un tiempo. Hace unos meses se esperaba que la inflación IPCX se acelerara hasta cifras del orden de $3,5\%$ a mediados de año. Por el contrario, lo que hoy se observa son perspectivas de mantención en torno a $2,5\%$ anual en el curso de los próximos trimestres, lo que es consistente con una trayectoria estable del TCR-5 en el transcurso de los próximos 24 meses, respecto de su nivel de los primeros tres meses de este año, acomodando un leve incremento en los costos laborales unitarios por el mayor crecimiento de la ocupación. Con esto, la inflación del IPCX alcanzaría $2,8\%$ a fines de este año, $2,7\%$ a fines del próximo, y $3,0\%$ durante el primer trimestre del año 2004, fin del horizonte de proyección habitual de ocho trimestres. En promedio, durante los próximos 24 meses, la inflación subyacente llegará a $2,7\%$.
- El incremento en el precio del petróleo ha afectado también la trayectoria esperada para la inflación, pero sólo en el corto plazo. Con esto, aunque con bastantes altibajos en los próximos meses, se espera una convergencia relativamente rápida entre la inflación del IPC y la del IPCX. Se proyecta que la inflación del IPC se ubique en torno a $2,7\%$ a fines del año 2002 y 2003, acelerándose hasta $2,9\%$ a comienzos del año 2004. En promedio, durante los próximos ocho trimestres, alcanzaría un promedio de $2,6\%$.
- Las proyecciones de este informe se basan en el escenario que el Consejo estima como de mayor probabilidad. Como es habitual, en torno a este escenario central se pueden identificar diversos escenarios alternativos, que implican riesgos tanto para la inflación como para el

crecimiento.

- En la actualidad, existen riesgos relevantes asociados a la evolución de la economía internacional. En efecto, hasta ahora las mejores perspectivas se han reflejado sobre todo en cambios en proyecciones, sin que exista aún un conjunto sólido de antecedentes concretos que revele que la economía mundial está en una senda de crecimiento sostenido. Existe, además, el riesgo que se produzca una corrección brusca en precios de activos, del abultado déficit de la cuenta corriente de Estados Unidos y del precio del dólar. Por otro lado, es posible que la recuperación mundial se afiance y, de hecho, sorprenda con un vigor hasta ahora inesperado. En ausencia de un cambio drástico en precios de activos, estos escenarios definen rangos para las variables clave del escenario internacional, asociadas a, aproximadamente medio punto porcentual de crecimiento mundial. Ello puede redundar en cambios de la misma magnitud en la inflación internacional, además de tener efectos leves en las perspectivas para los precios de los commodities. En principio, este tipo de escenarios tiene efectos en la misma dirección tanto en inflación como en crecimiento. Es decir, un escenario más optimista para la actividad global induciría a un mayor crecimiento y una mayor inflación, y viceversa. En el caso particular en que se dé un cambio precipitado en las condiciones que enfrenta la economía de Estados Unidos, es esperable que los efectos sobre la actividad mundial sean mayores. Al mismo tiempo, sin embargo, el efecto de este desarrollo se vería amortiguado por la disponibilidad de flujos de capital hacia otras economías, mientras que la eventual depreciación del dólar tendría un efecto positivo sobre la inflación internacional relevante.
- En el escenario internacional tampoco puede descartarse nuevas sorpresas derivadas de la situación de Argentina, lo que podría tener efectos sobre las perspectivas de crecimiento de otros países de la región. En el frente optimista, un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional limitaría los efectos financieros que han sufrido otros países de la región. Una profundización de la crisis, por el contrario, podría afectar la capacidad de la región para atraer inversión y ahorro externo.
- En segundo lugar, sigue latente la incertidumbre sobre el precio del petróleo. La volatilidad en este mercado se ha visto aún más acentuada recientemente por las turbulencias del Medio Oriente, con lo que el rango de escenarios posibles es amplio. Dada la actual coyuntura se estima que los escenarios alternativos para el precio del petróleo presenta algunas asimetrías: una disminución en torno a US\$3 por barril respecto del escenario central es un rango razonable, mientras que una conflagración en el área donde se concentran los mayores productores de petróleo tiene el potencial de generar alzas mayores, aunque existen antecedentes para esperar que aún en este caso los efectos en el precio tengan límite. En ambos eventos, el cambio en el precio del crudo conllevaría efectos adicionales sobre otras variables relevantes, en particular crecimiento mundial e inflación. El efecto sobre la inflación en Chile sería de mayor magnitud en el corto plazo, tomando en cuenta que la ponderación directa de los combustibles en el IPC alcanza cerca del 4%, aunque en el mediano plazo, en la medida que se mantenga la credibilidad de la meta inflacionaria, es menos relevante, en parte debido al impacto sobre los términos del intercambio y el ingreso disponible privado.
- Finalmente, la debilidad del gasto interno y de la actividad en los últimos trimestres no es atribuible completamente al peor desempeño del escenario internacional durante el año 2001. La situación de mayor desánimo también tiene una contraparte doméstica, en que la percepción de los agentes económicos sobre las posibilidades futuras atenta contra la dinámica actual de la demanda interna. En este sentido, el escenario central supone que esta situación se revierte gradualmente, en línea con el mejor panorama para la economía mundial y nacional, y que la recuperación del gasto, en especial la de aquellos componentes más volátiles, resulta ser consistente con este mejor escenario. Nuevamente en esta dimensión existen riesgos que son difíciles de cuantificar, si bien ellos incidirían en el mediano plazo en direcciones similares en las proyecciones de crecimiento e inflación. Por el momento, los datos efectivos de la economía son consistentes con un punto de inflexión en el gasto, no existiendo certeza respecto a la velocidad de recuperación de los próximos trimestres.
- Escenarios más pesimistas para el crecimiento se asocian a un escenario mundial menos

dinámico, una situación regional en que se incrementa la incertidumbre, y a la no validación del escenario de mejores expectativas por el lado doméstico, situación que podría dilatar la aceleración de gasto. Escenarios más positivos se relacionan a un despegue más acelerado de la economía internacional, con mejores perspectivas para los términos de intercambio que en el escenario central, y a una aceleración más sostenida del gasto interno apoyado por las mejores expectativas de los agentes. Se estima que los riesgos que se materialice un escenario más negativo son mayores o iguales que los riesgos que se materialice el escenario contrario.

- En el frente inflacionario, en tanto, el precio del petróleo continúa generando escenarios alternativos. A esto se suma el efecto que tendrían los riesgos que enfrenta el escenario de actividad, los que generalmente tendrían efectos del mismo signo sobre la inflación, con excepción de los riesgos de origen regional que habitualmente operan en direcciones contrarias. En todo caso, por el momento, los antecedentes no permiten distinguir un escenario particular de riesgo de inflación como más probable.
- Por lo anterior, el Banco Central continuará atento a la evolución de los distintos indicadores económicos y durante los próximos meses analizará con especial atención la velocidad de recuperación de la demanda interna, la evolución de las perspectivas de crecimiento mundial y de nuestros socios comerciales y la trayectoria más probable del precio del petróleo.

A continuación, los participantes de la reunión analizaron las condiciones actuales de la economía y sus perspectivas a futuro, a partir de la presentación realizada por la División de Estudios.

- Existe una opinión generalizada entre los asistentes a la reunión que la economía se está moviendo por una senda más débil de la que se había previsto, que no se ven presiones inflacionarias en el horizonte de proyección y que realmente no hay elementos en la actualidad que puedan constituir una amenaza en la situación inflacionaria, salvo algunas presiones por el lado de los costos como sería el caso del petróleo.
- En este ámbito, se señala que se esperaba que sólo en julio el IPC se superaría el 3% anual, y en la actualidad, con el resultado de abril, se estima que todo el año se estará bajo 3%. Más aún, se preveía que podría bajar de 2% entre agosto y septiembre. Además, se manifiesta que la inflación subyacente fue sorpresivamente baja en abril, lo que estaría haciendo que el IPCX esté llegando a 3% anual antes de lo anticipado. En base a ello se estima que se ha corroborado un escenario más débil que el del mes pasado.
- A lo anterior se acota que existe un escenario internacional, donde si bien es cierto el desarrollo de las economías de mayor desarrollo ha estado de acuerdo a lo proyectado, hay un deterioro a nivel regional que es mayor y con posibilidades de que continúe acentuándose hacia adelante. Existe la preocupación especial de la posibilidad que un agravamiento de la crisis argentina pudiera arrastrar a Brasil. En otras palabras, se está descubriendo que no hay una recuperación de la actividad a nivel de socios comerciales, lo que se ha traducido en un deterioro de expectativas.
- Otro participante de la reunión hace ver que hay razones transitorias que explican la mayor debilidad que presenta la recuperación de la economía en la actualidad. Se manifiesta que lo nuevo es que no hay presiones inflacionarias visibles y tampoco hay riesgos inminentes en esta variable. La brecha de capacidad ociosa, la tasa de desempleo que permanece en niveles del 8% y el moderado déficit en cuenta corriente, permite decir que los riesgos de una aceleración inflacionaria están bastante alejados en el tiempo, y por el contrario, los riesgos de enfrentar eventualmente presiones deflacionarias son más cercanos. Se considera que esta razón es la que facilita implementar un mayor relajamiento monetario, sin dar mayor énfasis en los resultados de la actividad real de los últimos dos trimestres, pues las proyecciones vigentes tienen implícitas la recuperación de las tasas de crecimiento hacia el segundo semestre del presente año.

OPCIONES

- En la reunión de abril de política monetaria, el Consejo decidió mantener la tasa de política monetaria en 4,75% anual. Si bien se evaluó la posibilidad de disminuir la tasa de interés, se consideró que los antecedentes disponibles no eran concluyentes. Se especificó que no se descartaban movimientos en la tasa de política monetaria en los meses venideros, en la medida que el escenario futuro difiriera del previsto.
- Desde la última reunión de política monetaria se han acumulado nuevos antecedentes y se ha llevado a cabo una completa ronda de proyecciones. Respecto de lo primero, la información más relevante se menciona a continuación.
- En el plano internacional se ha verificado que el mejoramiento del escenario relevante es aún frágil. Si bien en Estados Unidos el crecimiento del primer trimestre de este año ha sorprendido, su composición acota el optimismo previo. En el ámbito regional, se acrecienta la incertidumbre respecto del curso que seguirá la situación de Argentina y Brasil, mientras los spreads soberanos han tendido a aumentar marginalmente y se espera que los flujos de inversión directa continúen exiguos.
- El tipo de cambio sigue dando señales de relativa estabilidad, fluctuando entre los \$650 y \$660 por dólar. El precio del petróleo, por su parte, se ha mantenido en niveles elevados, aunque acotados gracias a que la situación de conflicto en el Medio Oriente no ha escalado.
- Respecto de la actividad doméstica, marzo fue un mes con resultados notoriamente peores a los esperados. Tanto los datos de desempleo como de producción industrial fueron negativos. Así, el crecimiento anual del primer trimestre de este año será de 1,5%, mientras que el gasto disminuirá en torno a 2,5% en comparación a igual trimestre del año anterior. Ambas cifras son menores en medio punto porcentual respecto de lo esperado en la reunión de política monetaria pasada, y, aunque no cambian la perspectiva de un retorno del gasto iniciado a fines del año pasado, sí moderan la velocidad con que se está dando. Esto se manifiesta, por ejemplo, en una velocidad negativa del PIB durante el primer trimestre.
- Las mediciones de expectativas privadas muestran resultados disímiles. Mientras las encuestas a consumidores consignan un mejoramiento en las perspectivas económicas, lo que podría apuntalar una recuperación del consumo, las proyecciones de crecimiento de los analistas, en línea con la información disponible de marzo, se han estancado.
- Por el lado inflacionario, la información de abril mostró un aumento del IPC de 0,4%, dos décimas por debajo de lo proyectado hace un mes. Más relevante, sin embargo, fue el comportamiento del IPCX y del IPCX1, que tuvieron variaciones de 0% y -0,1%, respectivamente, contra variaciones esperadas a fines del mes pasado en el rango 0,2-0,3%. Con esto, se espera que la inflación anual fluctúe entre 2,2 y 2,6% en los siguientes meses, mientras que la subyacente transitará desde 3% a 2,5%. Las expectativas de inflación del sector privado a 12 meses fluctúan entre 2,5% (diferencial de tasas) y 3% (encuesta).
- En síntesis, la mayoría de la información acumulada durante marzo es negativa, y si bien cualitativamente no cambia el cuadro macroeconómico que se describió hace un mes —los indicadores de gasto en general muestran disminuciones en 12 meses, pero sus niveles desestacionalizados señalan que el punto más bajo habría ocurrido durante el segundo semestre del año pasado — la evidencia sí indica que la velocidad a la cual esta recuperación se está materializando es menor que la prevista. En el frente inflacionario, en tanto, la situación se ve aún más despejada que durante el mes pasado.
- Respecto de los resultados de la ronda de proyecciones, cabe destacar que, en el escenario central y bajo el supuesto de política monetaria constante, la inflación se mantiene por debajo del centro del rango meta durante los dos próximos años, convergiendo a 3% sólo hacia fines del horizonte de proyección.

- Por lo tanto, considerando que no se prevén presiones inflacionarias relevantes, y la inflación en promedio se mantiene por debajo del 3%, una reducción de tasas se justifica si se considera apropiado apurar la convergencia de la actividad al pleno empleo y de la inflación al centro del rango meta, o bien reducir los riesgos de que la inflación se acerque al 2%, en un escenario de deterioro adicional de las expectativas y del gasto. En este contexto se sugiere considerar como opciones de política dos alternativas: disminuir la tasa de interés en 50 puntos base o disminuirla en 75 puntos base.
- Se considera que un recorte menor a los 50 puntos base es un movimiento algo tímido en vista de los antecedentes disponibles y de lo que espera el mercado: un movimiento de entre 50 y 75 puntos base, esperando un IMACEC algo mayor al efectivo. Más aún, un recorte de 25 puntos base podría generar expectativas de nuevos recortes de tasas. Por otro lado, un recorte de 100 puntos base, de una sola vez, probablemente no sería bien comprendido toda vez que un movimiento de esa magnitud es consistente sólo con la aparición de un cambio radical del panorama de corto plazo, algo que por ahora no ha sucedido.
- Se justificaría una reducción de 50 puntos base en la medida que se piense que los antecedentes disponibles, aunque negativos, no modifican sustancialmente la velocidad prevista de la recuperación. Esto sería consistente, por ejemplo, con un escenario de crecimiento más lento, pero que incluya la percepción de riesgos balanceados para la inflación y el crecimiento. Sería consistente, también, con la idea de que es necesario mayores antecedentes antes de incrementar resueltamente el empuje monetario.
- Se justificaría una reducción de 75 puntos base si se piensa que es necesario dar un impulso aún más resuelto a una débil velocidad de recuperación, en que además se configuran riesgos de que el mayor optimismo que se observa de parte de algunos agentes no se vea validado por las cifras efectivas. Sería consistente, por ejemplo, con la idea de que, además de un crecimiento menor, existe un balance de riesgos negativo por el lado del crecimiento, con consecuencias deflacionarias. Sería consistente, también, con la idea de que no vale la pena esperar más antecedentes antes de resolver una rebaja más agresiva.

ACUERDO

El Consejo acuerda por unanimidad reducir la tasa de interés de política monetaria en 75 puntos base, desde 4,75% anual a 4,00% anual. Asimismo, los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustan en 75 puntos base.