



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 14
DE POLITICA MONETARIA
celebrada el 20 de febrero de 2001

En Santiago de Chile, a 20 de febrero 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 del Consejero don Jorge Desormeaux Jiménez.

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

Asisten también los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Angel Nacur Gazali;
Gerente de División Estudios, don Felipe Morandé Lavín;
Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de Análisis y Operaciones Internacionales, don Sergio Lehmann Beresi;
Secretaria Ejecutiva Gabinete de la Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo;
Jefe de Prosecretaría, doña Cecilia Navarro García.

También se encuentra presente, especialmente invitado, el Coordinador de Política Económica del Ministerio de Hacienda, don Rodrigo Valdés Pulido.

I. Resolución sobre Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 13, celebrada el 18 de enero de 2001.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo el Proyecto de Acta de la Sesión N° 13, celebrada el 18 de enero de 2001, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

II. Resolución sobre Minuta del Acta correspondiente a la Sesión N° 12, celebrada el 12 de diciembre de 2000.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo la Minuta del Acta de la Sesión N° 12, celebrada el 12 de diciembre de 2000, la que se aprueba sin observaciones.



BANCO CENTRAL DE CHILE

III. Informe de Política Monetaria.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Pablo García, inicia su Informe señalando que uno de los puntos destacados es que las expectativas de mercado apuntan a una reducción de la tasa de política monetaria durante el primer trimestre. Esto se ve tanto a través del resultado de la encuesta de expectativas, como la evolución de las tasas de interés de mercado. Aparentemente el mercado ve que la confirmación de la desaceleración en Estados Unidos con menores tasas de interés internacionales y además el elemento que es la fortaleza reciente del peso, apuntaría a la posibilidad de esta reducción de la tasa de política monetaria durante el primer trimestre.

Respecto a la inflación, se espera que se ubique por debajo de 4% a fines del primer cuatrimestre del año, esto es en abril, lo que es algunos meses antes de lo que se esperaba hace un tiempo.

Adicionalmente, las expectativas de crecimiento para la actividad y el gasto son moderadas para el primer semestre, tanto las que están en el Informe como las expectativas del sector privado y por lo tanto, la opinión del mercado es que la inflación está bajo control y, por lo mismo, hay espacio para esta reducción de la tasa de política monetaria. De hecho, si se supusiera que la inserción reciente del tipo de cambio, que no estaba incorporada en el escenario central del Informe persistiera en los próximos trimestres, la inflación podría desacelerarse en forma más pronunciada en éste y el próximo año.

Hay que considerar que las expectativas de crecimiento del sector privado, que se deducen de la encuesta de expectativas del mes de febrero, son más pesimistas que las que estaban en el Informe que se presentó a mediados de enero. Sin embargo, se estima que todavía no hay antecedentes suficientes que lleven a corregir esta proyección de crecimiento para este año.

En el terreno internacional, el presente comportamiento del precio del petróleo permite suponer que el precio del crudo se va a ubicar algo por encima de la trayectoria central que se tenía antes, pero esto no pone en peligro la trayectoria de la inflación.

Un elemento novedoso es que el premio soberano en Chile se ha reducido en forma sustancial y esto puede ser uno de los factores detrás de la fortaleza del peso. Es muy temprano aún para asegurar que se vayan a sostener en el tiempo estos dos fenómenos.

Evolución Reciente de la Inflación.

Durante el mes de enero la inflación anual experimentó un repunte respecto a lo que se tenía en diciembre, producto de efecto de los combustibles, pero para febrero se espera una variación mensual de 0% y en los próximos meses la inflación anual estaría cayendo bajo un 4%.

El precio de los combustibles ha descendido en el último tiempo, pero los movimientos más recientes han sido bastante volátiles y, en todo caso, ahora se espera que haya estabilidad en el precio interno de los combustibles durante los próximos trimestres. El precio del petróleo se mantendría en niveles similares a los actuales, esto es US\$26 como precio promedio para este año.



Escenario Internacional

Se confirma que la desaceleración de Estados Unidos va a llevar a que el crecimiento sea de 2% para este año, debido a que es algo más intensa que la prevista en el Informe de enero, que a su vez se basaba en el Consensus Forecast solamente del mes de enero. El Consensus Forecast de febrero incorporaba en forma más clara esta desaceleración, con lo cual el crecimiento mundial estaría llegando a entre 3,5% y 3,6%, que también es algo por debajo del Informe de enero, pero ya en ese momento se anticipaba que se iba a producir un ajuste de esta magnitud. Lo relevante es que para el año 2002 se mantiene la proyección de 4,2% para el crecimiento mundial.

Respecto a los términos de intercambio, si bien esta desaceleración prevista para la economía mundial ha impactado negativamente en el precio del cobre, todavía las expectativas apuntan a que el promedio, para este año, se ubicaría en 86 centavos de dólar la libra, producto del comportamiento de los inventarios. A su vez, en los últimos días el precio del petróleo ha revertido el aumento reciente y los precios futuros indicarían un valor para el crudo en torno a los US\$26 por barril promedio para este año, algo superior a lo que se consideró en el Informe para el año 2002, que era de US\$24 por barril.

En relación a las tasas de interés internacionales, las últimas cifras conocidas para la economía americana, junto con anuncios que ha hecho la misma Reserva Federal, permiten anticipar una nueva reducción de la tasa de política de Estados Unidos entre 25 y 50 puntos base en el mes de marzo. También se podrían producir reducciones adicionales durante el primer semestre.

Un dato relativamente novedoso respecto a lo que se esperaba hace algún tiempo es que el Banco Central Europeo no ha reducido aún sus tasas de interés a pesar de que a principios de año se esperaban reducciones bastante sustanciales, alrededor de 50 puntos base durante el primer semestre.

El premio soberano para la economía chilena se ha reducido en forma sustantiva en las últimas semanas, ubicándose recientemente en alrededor de 180 puntos base, esto es, por debajo del promedio para el año que está en el Informe que, debiera indicar alrededor de 190 puntos base. La caída acumulada, que es alrededor de 30 puntos base, es de fines del año pasado. Esto también se ha reflejado en caída de los premios soberanos de otras economías emergentes.

Con relación a la economía doméstica, el sector del comercio durante el último trimestre del año pasado tuvo un cierto repunte, pero para el año 2001 se anticipa un crecimiento moderado de las ventas y el consumo.

Las importaciones de bienes de consumo que reflejan tanto las desviaciones de consumo como la acumulación de inventario, tuvieron una tendencia declinante durante el año 2000 y se espera que esto se revierta en línea con lo que aparece en el Informe del mes de enero. Las ventas de autos nuevos también muestran esta trayectoria declinante durante el año 2000.

El comportamiento del empleo finalizó el año 2000 con una tasa de desocupación de un 8,3%. Esto, junto con una caída bastante intensa de la fuerza de trabajo es lo que permitió que se presentara una disminución de la tasa de desocupación más allá de los factores estacionales tradicionales de fin de año.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El componente no habitacional de la inversión sigue mostrando dinamismo. La caída en noviembre se ha revertido en los últimos datos y se ve que tanto las importaciones de bienes de capital como los permisos de edificación de establecimientos, muestran un sostenido crecimiento desde principios del año 2000, que se espera continúe durante el año 2001.

Mercados Financieros en Chile

Los mercados financieros han anticipado una reducción de la tasa de política monetaria, esto se aprecia en la reducción de las tasas de fluctuación en los documentos del Banco Central que han mostrado una sostenida caída desde diciembre y si se lee las implicancias de ésto sobre la curva de retorno y sobre las expectativas de tasas, implicarían una reducción adicional a la tasa de política monetaria. Para el caso de las tasas de más largo plazo también este comportamiento se puede asociar a lo que ha ocurrido con la evolución de la tasa externa relevante, debido tanto a la caída del spread soberano como a la caída de la tasa real indizada de bonos del gobierno de Estados Unidos. Esto ha producido una reducción importante de esta tasa externa relevante.

En relación a los agregados monetarios, el M1A ha tenido un comportamiento bastante volátil en los últimos meses, pero si se observa la trayectoria, en realidad es de estabilidad desde mediados del año 2000 y esta volatilidad ha sido bastante intensa sobre todo en diciembre, enero y febrero, pero aquí no hay ningún cambio de tendencia.

Las colocaciones a empresas muestran un continuado dinamismo, pero esto todavía no se percibe con las colocaciones de consumo que de hecho, por lo menos en la información que se tiene a diciembre, aún continúan cayendo.

El tipo de cambio nominal ha mostrado una importante apreciación desde mediados de enero, lo cual puede ser consistente con las perspectivas más ciertas de disminuir las tasas de interés externas, así como consistente con la caída en los premios soberanos de la economía chilena.

Conclusiones

Se deducen expectativas de rebaja adicional a la tasa de política monetaria durante el primer trimestre del año, esto tanto de la encuesta mensual como de la trayectoria de las tasas de interés de mercado.

Respecto a las perspectivas de inflación, se espera una caída del incremento anual de los precios tal cual el Banco Central viene prediciendo desde el año pasado. Esta perspectiva de inflación anual se podría ubicar debajo del 4% en abril. Más hacia adelante, las expectativas privadas para la inflación total se han reducido y para el caso de la inflación subyacente, medida por IPCX, se encuentran alineadas con las proyecciones que entregó el Banco en el Informe de enero.

Para el caso del crecimiento, todavía no se reúnen antecedentes suficientes para modificar las proyecciones para los próximos 8 trimestres, pero hay que notar que las expectativas privadas son hoy día más pesimistas que las que se entregaron en el Informe de enero.

mech
El Presidente ofrece la palabra para comentar el Informe.





BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic, expresa que está de acuerdo con el diagnóstico del Informe que indica que continúa el escenario de menor crecimiento mundial que se había previsto como un escenario de riesgo en la última reunión de política monetaria y también que se observan menores spreads de deuda soberana que lo que se esperaba entonces. Agrega que actualmente hay más convergencia respecto a las proyecciones de crecimiento en Estados Unidos que lo que había en el mes de enero, en el sentido que se espera, en general, un crecimiento bajo en el primer semestre, bastante más alto en el segundo semestre y un crecimiento en torno al 2% en el año completo. Lo que sale en el Consensus Forecast que es una proyección de 2% para Estados Unidos es similar a lo que están esperando en promedio los bancos de inversión.

El segundo punto que hace notar es que, tal vez por esa misma menor incertidumbre, al menos en parte, ahora hay una percepción de riesgo por parte de los inversionistas menor que la que había en ese tiempo y ésta ha sido la otra noticia importante, han caído los premios de la deuda soberana. Sin embargo, señala que tampoco se puede cantar victoria todavía; en particular, porque hay un elemento de preocupación que es la situación de Turquía donde se ha sabido, en las últimas semanas, que habían algunos problemas. Hoy se sabe que el gobierno ha sido capaz de colocar bonos sólo a una tasa de interés de 144% y son bonos cortos, de 1 a 4 meses. Esto significa alrededor de mil puntos bases más que la tasa de interés a la que se estaba emitiendo la deuda de Turquía hace un par de semanas. Hay en Turquía dificultades políticas que crean dudas respecto a la capacidad del país para cumplir sus compromisos con el Fondo Monetario Internacional y para financiar y pagar oportunamente la gran deuda pública que tiene acumulada. Por lo anterior, destaca el señor Jadresic que la situación central en materias financieras para países emergentes es mejor, pero sigue habiendo riesgos importantes como lo ilustra el caso de Turquía.

El Presidente se refiere al caso de Turquía comentando que sólo durante el día lunes perdió cinco mil millones de dólares de reservas, y eso fue lo que, tal como ha señalado el señor Jadresic, llevó a una violenta elevación de las tasas de interés nominales y reales. Eso, dice, probablemente explica la reversión que se ha visto en los últimos dos o tres días en los spreads soberanos, que venían bajando hasta niveles, en el caso de Chile, del orden de 175 puntos base y ahora repuntaron, estando hoy día en 186 o 188 puntos base de riesgo soberano. Agrega que el aumento del riesgo soberano de Chile fue muy inferior al de todo el resto de los países latinoamericanos, siendo en el caso nuestro de 10 puntos base; en el caso de Argentina, Brasil y México de 30 ó 40 puntos y en un caso 50 puntos base, de modo que en ese sentido es claro que el mercado ya empieza a hacer una distinción entre Chile y el resto de los países.

El Vicepresidente señor Marshall señala que no está de acuerdo con el Informe en cuanto a que la única explicación para la reducción de las tasas largas, sea la reducción de la tasa internacional equivalente. No tiene una hipótesis alternativa, pero tiene la impresión de que no se debe a ese único aspecto.

Interviene el Presidente solicitando ver nuevamente el gráfico sobre tasas de interés, porque le parece que la baja comienza en el mes de mayo del año pasado, mucho antes de la baja de la tasa de interés y en eso, cree que el señor Marshall tiene razón. Al observar el gráfico, efectivamente ve que la tasa de interés del PRC8 alcanza su máximo en el mes de mayo y de ahí comienza a bajar. Por consiguiente, la explicación de la baja de las tasas de largo plazo no sólo está relacionada con las tasas internacionales, sino que con otros elementos también.

Continúa el señor Marshall con un segundo comentario, diciendo que en el Informe no se menciona el cambio o eventual cambio de las expectativas privadas posterior a la publicación del Informe de Política Monetaria y se hace la pregunta de ¿cómo debieran modificarse las tasas o la estructura de tasas de interés si el mercado toma el Informe del Banco Central y lo cree? Piensa que también puede haber una explicación por ese lado. No



BANCO CENTRAL DE CHILE

sabe si manifestarlo directamente, pero tiene la impresión de que lo que se desprende del Informe de Política Monetaria del Banco Central de enero es probablemente tasas de largo plazo más bajas, sin tener una hipótesis distinta, pero le daría también a eso algo de credibilidad.

En tercer lugar, se refiere a lo mencionado por el señor García en dos ocasiones y que también está en el Informe: el hecho de que las expectativas privadas sobre el crecimiento sean más bajas que las del Banco Central. No le queda claro el efecto que ello pueda tener, porque el sector privado tiene expectativas de crecimiento más bajas.

Termina diciendo el señor Marshall que tiene esos tres elementos de duda respecto del Informe y en lo demás comparte el diagnóstico que se ha hecho.

El Presidente agrega una observación sobre el último punto y señala que convendría hacer la pregunta: ¿cuál sería la expectativa de tasa de interés del mercado, si el mercado tuviera la misma expectativa que el Banco Central en materia de crecimiento?

El señor Marshall se refiere a un punto adicional que es el siguiente: el mercado, si se toman los análisis hechos en las últimas semanas, habla mucho de una reducción en el ritmo de crecimiento. Aparentemente el mercado toma la tasa de crecimiento del IMACEC de diciembre, y lo que dice es "actualmente estamos experimentando una reducción en el ritmo de crecimiento de la actividad económica". Esto, a juicio del señor Marshall, va a ser un problema que requerirá de explicación, porque ahora está el IMACEC de diciembre, pero dentro de un mes, en marzo, van a estar las nuevas cifras de crecimiento, tanto del año pasado como del año en curso. Y es muy probable que tanto la cifra de crecimiento del año pasado, como la del año en curso, sean menores que la actual, por lo tanto, el mercado o la opinión pública no va a lograr distinguir entre qué es lo que está cambiando respecto del crecimiento que se venía experimentando y qué es lo que está cambiando en la base de las tasas, o sea, se va a producir una confusión. Manifiesta sobre este punto, si tuviese que leer el Informe de Estudios, diría que la tendencia desestacionalizada de nivel muestra un crecimiento relativamente estable los dos o tres últimos trimestres, o sea, no se está en presencia de un cambio de segunda derivada respecto del crecimiento, a pesar de que el mercado está interpretando que la segunda derivada cayó. Piensa que existe ahí un problema de diagnóstico en el cual es importante enfatizar respecto que lo que se está observando es un ritmo de crecimiento estable. Esa es su afirmación.

El Presidente hace una aclaración, manifestando que le había pedido al Gerente de División de Estudios que trajera una propuesta de acción en materia de forma de comunicación de las nuevas cifras que saldrán en marzo. Señala que a ambos le pareció que lo mejor era separar las dos cosas y discutirlo el próximo martes, pero es un tema que se va a poner en tabla para discutir en materia de comunicación, porque efectivamente estima que hay problemas. Agrega que hay que buscar la manera de transmitir al mercado la información de la forma más clara y convincente posible y para eso, el señor Morandé va a presentar una propuesta que será discutida el próximo martes.

El señor Ministro de Hacienda estima que el punto que se está discutiendo es analíticamente muy importante. Señala que en el Ministerio de Hacienda tienen la misma



BANCO CENTRAL DE CHILE

impresión: el Banco Central tiene hoy día una credibilidad altísima, lo que se refleja en que el mercado toma la proyección del Banco Central en materia de inflación, que se deduce de los diversos Informes de Política Monetaria, como básicamente certera. Más aún, se tienden a desarrollar expectativas respecto de movimientos de tasas de interés en función de la información que ocurre con posterioridad al Informe y en comparación a los supuestos del mismo. En concreto, la reducción de tasas de interés en Estados Unidos, la baja de los spreads, la mayor apreciación del tipo de cambio respecto del supuesto de tipo de cambio real constante en nivel de \$575 que tenía el Informe de enero afectan las expectativas de cambios de tasas. Todo esto, afirma, tiene una gran importancia en términos de leer correctamente la curva de rendimiento, por cuanto lo que se hace es tomar la palabra del Banco Central como un benchmark, y con un alto grado de credibilidad, se evalúa el curso futuro de la política monetaria, en función de cómo vayan evolucionando las variables que descansan detrás de la proyección. Y es por eso, dice, que sin adelantarse a la reunión, parece que el consenso hoy día, si bien no unánime por lo menos mayoritario, está en torno a una reducción de 25 puntos base de la tasa de referencia.

No obstante, señala, lo que llama la atención es que el mercado no coincide necesariamente con las proyecciones de crecimiento del Banco, sino que en general tiene una proyección algo inferior. Ahí hay una realidad un tanto sorprendente, en el sentido de que no deberían suceder ambas cosas a la vez. De alguna forma esto introduce un problema de políticas públicas no menor, toda vez que cualquier movimiento de tasa de interés que no estuviera justificado por la evolución de los hechos empíricos, a partir del último Informe de Política Monetaria, en concreto, una reducción de tasas mayor, sería leída como un reconocimiento tácito por parte del Banco de que cualquiera de los supuestos clave detrás de las proyecciones están desalineados. El que más le preocupa, desde luego, es el supuesto crecimiento. Si es que se cree que una de las cosas que determina fuertemente el crecimiento es la expectativa de crecimiento, uno podría encontrarse con un dilema no menor en términos de que validar una expectativa de crecimiento menor, por la vía de una reducción de tasa mayor a la esperada pudiera terminar siendo contraproducente. Entonces, si como lo insinúa el Informe, existe un proceso de revisión no acabado de las perspectivas de crecimiento, hay que ser extremadamente cuidadoso en términos de escoger el momento y la acción de política que acompaña a esa revisión para no producir efectos contraproducentes.

El Gerente de División Estudios, en relación a estos comentarios, señala que en la trayectoria de tasas de interés de largo plazo de los últimos meses juegan dos tipos de factores: los externos que son los que presentan estos gráficos en cierta forma, donde ha habido, por lo menos a partir de hace un mes y medio atrás, una caída importante en el costo de financiamiento externo y una trayectoria más larga en materia de inflación con factores internos que están vinculados al hecho muy posible de que el mercado ha ido asimilando con cierta lentitud que el crecimiento de la economía puede estacionarse en cifras más cercanas a 5% que en cifras más cercanas a 6% ó más y por tanto, son coherentes con tasas de interés más bajas. Es difícil decir qué es lo que el mercado espera, porque el mercado es un ente absolutamente ficticio y muy heterogéneo y de hecho hay bastantes diferencias dentro de las personas que opinan en lo que se denomina mercado. Si eso es difícil, más difícil todavía es prever cuál es el modelo que el mercado tiene en la cabeza para hacer su función. Hay una diferencia hoy día importante en lo que es la proyección de crecimiento que sale de los modelos nuestros y del juicio del Consejo del Banco en sus proyecciones oficiales, de lo que el promedio del mercado anticipa para el crecimiento por lo menos de este año y que no parece una relación uno a uno con las tasas de interés donde la proyección parece no ser muy distinta.

Señala que hay algo que mencionar en este sentido y que va más allá de la diferencia de modelo que pudiera existir y es que en la proyección del mercado se incorpora la posibilidad de que las tasas de interés del propio Banco Central no sean constantes a través



BANCO CENTRAL DE CHILE

del tiempo, que es el ejercicio que se hace en el mismo Banco. Aquí se supone que la tasa en los siguientes ocho trimestres se mantiene en el actual nivel y eso da una proyección. El mercado no toma ese supuesto, sino que toma un supuesto distinto donde las tasas de interés pueden ir cambiando, en este caso en particular, cuando uno tiene las expectativas de tasas de interés hacia adelante va con una tendencia al alza.

Por último, cree el señor Morandé que hay una cierta incorporación dentro de las expectativas de mercado en el sentido de que hay una reducción del producto potencial que es un poco más larga en el más largo plazo, que tal vez la que se está considerando en los propios modelos, de modo que allí puede haber también una diferencia entre los modelos del Banco que, si bien han ido incorporando un ajuste en esta dirección, no lo es todavía en una perspectiva más larga, respecto de lo que el mercado está suscribiendo.

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

El señor Morandé señala lo siguiente:

El Informe de Política Monetaria de enero pasado, en su análisis de riesgos, planteaba un sesgo a la baja en la proyección de inflación que se derivaba, a su vez, del riesgo de que se diera un escenario de crecimiento en los próximos 24 meses inferior al contemplado en el escenario central. Este balance de riesgos negativo en el caso del crecimiento se debía, por su parte, al riesgo relevante de que la economía mundial se desacelerara más rápidamente que lo previsto, sin que las reducciones de tasas de interés internacionales previstas compensaran el efecto a la baja sobre el desempeño de la actividad económica en el país. Transcurridos poco más de 30 días desde entonces, la información adicional permite confirmar una corrección a la baja en la proyección de crecimiento de la economía mundial. Sin embargo, también se ha materializado una reducción significativa del riesgo soberano de la economía chilena, factor que tiende a compensar ese menor crecimiento mundial en cuanto a la proyección del crecimiento de la economía chilena. Por lo tanto, no se ha podido verificar todavía la concreción del escenario alternativo al central mencionado en el Informe de Política Monetaria de enero y por ahora se mantienen las proyecciones de crecimiento de la actividad económica nacional para los siguientes ocho trimestres.

Un elemento no anticipado que ha aparecido con relativa fuerza en las últimas cuatro semanas, es una apreciación del peso más allá de la prevista. Si bien esto puede ser un fenómeno eminentemente transitorio, propio de la volatilidad inherente a un régimen de flotación, también se puede deber a la reducción más allá de lo anticipado de los premios soberanos. De mantenerse una trayectoria de estabilidad del tipo de cambio real en los siguientes ocho trimestres, pero partiendo de una base más apreciada -como la actual-, entonces es posible proyectar una reducción de la inflación hasta tasas algo por debajo de 2,5% hacia fines de 2002, a pesar de un precio del petróleo hoy estimado ligeramente por encima de lo previsto en el Informe de Política Monetaria de enero.

En este contexto, las opciones de política monetaria que aparecen como más evidentes son las de mantener o reducir la tasa de interés de política. Los argumentos a favor de mantener serían que aún no existe evidencia suficiente que ratifique la materialización del escenario alternativo de crecimiento presentado en el Informe de enero, y que la reciente apreciación del peso es un movimiento de corto plazo de una variable que es eminentemente volátil, por lo que sus implicancias tienen que tomarse con cautela. Estas dos consideraciones llevarían a no modificar las perspectivas para la inflación, por lo que no correspondería una reducción de la tasa de interés de política monetaria en lo inmediato.

A su vez, el principal argumento a favor de una reducción, en este momento, de la tasa de política monetaria radica en su sintonía con las expectativas de mercado, las cuales se han

Handwritten signatures and initials in the bottom left corner.



BANCO CENTRAL DE CHILE

reflejado en sustanciales reducciones de las tasas de interés a todos los plazos. Es importante consignar que el mercado lee la información interpretando su eventual impacto sobre el diagnóstico y decisiones de política de la autoridad monetaria. En este sentido, aunque las expectativas privadas no están perfectamente alineadas con las proyecciones presentadas en el último Informe –siendo más pesimistas en cuanto a crecimiento y, en menor medida, respecto a inflación– aparentemente el mercado ha interpretado que la reciente fortaleza del peso, junto con la desaceleración de la economía mundial, permiten un relajamiento monetario. Luego, un ajuste a la baja en la tasa de política monetaria podría llevarse a cabo sin que el Banco Central de Chile incurra en grandes riesgos porque, precisamente, el mercado ya tiene asimilada una pronta reducción de la tasa de política monetaria.

Sin embargo, el argumento de sintonía con el mercado no debe ser sobreemfatizado. En efecto, a veces es conveniente sorprender, de forma de aumentar la potencia de la señal de política. Pero también es cierto que el propio Banco Central debe tener un convencimiento importante de la necesidad de dar esta señal fuerte, de forma de no perder credibilidad. En efecto, el peso de probar la necesidad de no actuar sobre la base de lo esperado por el mercado recae en la propia autoridad monetaria. Por supuesto, si el Banco Central estima que el diagnóstico del mercado contiene falencias o es errado, la decisión de política no tiene por qué seguir las expectativas privadas.

Una serie de consideraciones estratégicas informan la decisión de política hoy. En primer lugar, si el Consejo estima probable que la tasa de política monetaria se ajustará pronto a la baja de todos modos, es mejor hacer ese ajuste ahora y no en marzo. De otro modo, habría que entrar hoy a explicar finamente por qué no se redujo la tasa de política monetaria, en línea con las expectativas de mercado, por ejemplo puntualizando públicamente que, por ahora, ni el escenario central ni el balance de riesgos de enero han cambiado con la última información. Luego, si después se opta por una reducción en marzo, el mercado puede tener problemas para interpretar correctamente el proceso de toma de decisiones.

En segundo lugar, es relevante considerar que las expectativas de crecimiento para este año no se corrigieron al alza, sino que a la baja, después de la entrega de las proyecciones oficiales del Banco, y que es probable que la inflación total sea bajo 4% hacia fines de abril, o sea, antes de lo proyectado.

La tercera consideración relevante es que la percepción mayoritaria del mercado es de una reducción de 25 puntos base y no de 50 puntos base, a pesar que, de persistir la reciente apreciación del peso y afianzarse en los próximos ocho trimestres, se podría sostener una rebaja mayor.

Como elementos de segundo orden y puntuales, que avalarían comunicacionalmente una reducción de la tasa de política monetaria, se puede mencionar que en el día de ayer se divulgó el reducido crecimiento del IMACEC de diciembre 2000. En todo caso, esto ya fue dado a conocer implícitamente en la proyección de crecimiento para el año 2000 presentada en el Informe de enero. Por otro lado, es probable que la inflación de febrero sea muy cercana a cero.

Respecto del impacto de un movimiento de 25 puntos base en la tasa de política monetaria, hay un cuadro que muestra la incidencia estimada que tendría sobre crecimiento, tipo de cambio e inflación, en base a los mismos multiplicadores utilizados en las rondas de proyección del Informe. Estos indican que, hacia el segundo año, una reducción de 25 puntos base en la tasa de política monetaria aumenta el crecimiento económico en tres décimas –algo más de un efecto uno a uno– e incrementa la inflación en dos décimas –algo menos de un efecto uno a uno–. La magnitud supuesta del traspaso de depreciación a inflación es la misma que se ha incorporado en las proyecciones de los últimos Informes (entre 30% y 40% hacia fines del segundo año).

2001



Simulación de una tasa de política monetaria nominal (TPMN)

Aún tomando la opción de mantener la actual tasa de política monetaria de UF más 4,75%, la caída en la inflación esperada por el mercado para éste y el próximo año, indicaría una reducción de 25 puntos base en la tasa de política monetaria nominal, llegando a 8,50% de acuerdo al procedimiento descrito en la reunión del 14 de noviembre pasado.

Por su lado, una reducción de la tasa de política monetaria en 25 puntos base, llevaría a un ajuste de la tasa de política monetaria nominal hasta 8,25%.

Finalmente, una reducción de 50 puntos base en la tasa de política monetaria se asocia también a un ajuste de 50 puntos base (y no de 75 puntos base) de la tasa de política monetaria nominal, hasta los mismos 8,25%, producto de la mayor inflación proyectada en el horizonte tras una reducción de esa magnitud en la tasa real.

El Presidente ofrece la palabra para comentar las opciones de política monetaria.

El Consejero señor Desormeaux discrepa de los escenarios que plantea la División de Estudios, en el sentido de que se deduce de los antecedentes entregados, que las opciones son bajar 25 puntos base o 50 puntos base. Cree que hoy, salvo que se cambiara el objetivo de inflación del Banco Central, es difícil justificar la mantención de las tasas en su nivel actual.

Explica que en la reunión de enero se planteó que los resultados mostraban un sesgo a la baja en el crecimiento y en la inflación, lo que ha sido también considerado por las expectativas privadas; los cambios más significativos que se han observado desde entonces hasta el momento son el cambio del precio del petróleo hacia arriba, y del tipo de cambio en la dirección de la apreciación, predominando este segundo efecto, lo cual fortalece el sesgo a la baja.

Se refiere a la proyección de inflación para el año 2002 que hoy día está entre 2,3% y 2,4% y si las expectativas del sector privado sobre crecimiento son las correctas, la inflación está más bien anclada cerca del 2%. Señala estar de acuerdo con la propuesta de bajar la tasa de interés en 25 puntos base. Le parece que es una medida prudente.

Y por si faltara alguna justificación, recuerda que el Ministro de Hacienda ha dado un argumento muy interesante en el sentido de que una baja agresiva hoy día sería, además de una medida arriesgada, una decisión que de alguna manera constituiría un reconocimiento de las expectativas privadas, que son menos optimistas en materia de crecimiento económico y desde ese punto de vista podría ser una medida contraproducente al reafirmar dichas expectativas

El Vicepresidente señor Marshall comparte la idea de bajar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base.

El Presidente manifiesta que como lo planteó en la sesión anterior, se está en una situación de un grado de incertidumbre más alto que el que se ha enfrentado antes, porque se entró a un terreno que no es conocido: un terreno de nivel de tasas de interés que bate todos los récords en términos de baja de tasas, un estado de inflación que se espera que se mantenga batiendo todos los récords en niveles bajos en 100 años y un sistema cambiario que transfiere el costo de la incertidumbre al sector privado y por lo tanto, sincera toda la



incertidumbre que hay. Todos estos son cambios estructurales, en cierto sentido, que presentan una situación relativamente compleja de predecir.

Por eso, piensa que, particularmente en las circunstancias actuales, se tiene que tomar muy en cuenta las expectativas del mercado, teniendo en consideración de que esas expectativas pueden ser equivocadas, pero todo lo que se observa en los propios análisis apunta a la misma dirección de esas expectativas, en materia de tasas de interés y por lo tanto, le parece razonable que se actúe en la misma dirección, pero sobre todo, ve que el movimiento de las de más largo plazo, que es lo que más interesa desde el punto de vista del manejo general de la economía, ha sido persistentemente hacia abajo y ese movimiento sin duda tiene que ver con las expectativas que el mercado tiene sobre esas tasas de interés. De modo que si se quiere afianzar ese movimiento de las tasas largas de interés, que es un propósito importante en las tareas en las circunstancias de hoy, dado que Estudios coincide, en cierto sentido, con las expectativas del sector privado, le parece que se deberían validar esas expectativas y reducir en 25 puntos base la tasa de interés.

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

14-01-010220 – Tasa de Instancia Monetaria

El Consejo acuerda reducir la tasa de interés de política en 25 puntos base, desde UF más 4,75% a UF más 4,50%.

Los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustan también en 25 puntos base.

El señor Ministro de Hacienda señala que, tal como lo expresó hace un momento atrás, le parece que un movimiento prudente de la tasa de interés como han expresado los señores Consejeros, el señor Presidente y el señor Vicepresidente, es lo apropiado en la actual coyuntura.

Felicita al Banco y a su personal por cuanto le pareció que el Informe de Política Monetaria, que ha sido tradicionalmente transparente y claro, tiene esta vez particularmente esas características al establecer de un modo muy didáctico un cambio en la atmósfera económica vis a vis el Informe de Política Monetaria y presenta, por tanto, de una forma muy amigable al lector el cómo se abren las opciones frente al curso de los acontecimientos. Expresa su acuerdo con la decisión del Consejo.

No obstante lo anterior, manifiesta una preocupación no menor, significativa, relevante, respecto de la medición más gruesa, más estructural de la inflación contenida en el Informe de Política Monetaria. Recuerda que en la sesión anterior, dada la citación a un Consejo de Gabinete, se tuvo que retirar antes de que terminara, pero claramente le hubiera gustado una reducción mayor a los 25 puntos base que se produjo, toda vez que tiene dos aprensiones fundadas, por lo cual invita al Banco a que, en el curso del tiempo que queda hasta el próximo Informe de Política Monetaria, puedan tener un intercambio técnico lo más riguroso y científico posible a objeto de acercar perspectivas.

Su visión es que se pudiera estar en presencia de dos sesgos que desafortunadamente apuntan en la misma dirección. El primero, es que le parece que en el contexto de los supuestos que utiliza el Informe, esto es un tipo de cambio real constante al nivel de \$575 de enero, un precio del petróleo de US\$ 25 por barril y un crecimiento del gasto de 7,2% y de la actividad del 5,5%, la tendencia dura de la inflación es algo más moderada que la que estaba presente en la última proyección. Esa es su lectura técnica de la realidad del proceso inflacionario, entre otros factores, por la escasa propagación que han



BANCO CENTRAL DE CHILE

tenido los shocks de costos, la enorme credibilidad de la política monetaria y, no menos importante, por las ya no sólo promesas sino que realidades, de una conducción fiscal que ha sido en extremo prudente, incluyendo una señal salarial sin precedentes.

En segundo lugar, tiene la impresión de que los supuestos están algo sesgados hacia arriba, en el sentido de su impacto sobre la inflación. Señala que, si bien es cierto el tema del petróleo ha sido analizado en esta reunión y no tiene observaciones respecto de un cambio marginal de US\$25 a US\$26 por barril, lo que sí le parece es que la proyección de crecimiento está sobreestimada. Tiene la impresión de que la economía está encaminada a un crecimiento más débil que el 7,2%.

Por lo tanto, ambos factores estarían llevando a que en el contexto del Informe de Política Monetaria la economía creciera menos que lo proyectado y que la inflación fuera, en forma compuesta, inferior también a lo proyectado.

Desea, en todo caso, desdramatizar este escenario en el sentido que se está hablando de implicancias que, si bien no son marginales, tampoco son de un orden de magnitud significativo. No obstante, como lo ha expresado en varias oportunidades en esta reunión, sí le preocupa desde el punto de vista de la economía política por cuanto en su lectura, haciendo una abstracción de la reducción de tasas de hoy día, la mantención de una tasa de 4,75% podría dar lugar, en el contexto de la política fiscal que se propone mantener, a una situación de un cierto déficit secular de demanda y teme que en la realidad los déficit seculares de demanda no son políticamente sostenibles, ya que tienden, desgraciadamente, a ser llenados por la acción de una política fiscal más activa.

Indica que si su diagnóstico técnico respecto de la proyección de inflación, de la proyección de crecimiento y el efecto compuesto de ambas variables, fuera el correcto, se podría estar arriesgando, en relación al escenario que supone el Banco, una mezcla de economía monetaria y fiscal y un consiguiente tipo de cambio real más apreciado que el que podría dar lugar con la mezcla alternativa de política. Y ése es un tema que le preocupa, en términos del potencial de crecimiento.

Señala que el esfuerzo que se ha hecho por parte de la política fiscal, tanto por el lado de la credibilidad, como por el lado de lograr un espacio para el sector privado y por la vía de bajas tasas de interés y tipo de cambio real relativamente estable, logra un ciclo de expansión basado en exportaciones e inversión, que cree es lo más importante de toda la discusión que hoy día se tiene en materia de potencial de crecimiento de mediano plazo de la economía. Le parece que esta discusión es de mucho mayor importancia que la discusión tantas veces carente de fundamento empírico y teórico que tan sueltamente se hace respecto de proyectos de ley como el de evasión tributaria. Agrega que cuenta con sólidos estudios técnicos sobre el impacto de los distintos cambios que propone la ley sobre la asignación de recursos y sobre la eficacia marginal de la inversión, que estarían muy contentos de compartir con el Banco Central para que vean la justificación técnica que tiene el proyecto.

Termina reenfatizando el punto inicial: cree que el sincerar o juntar ambas perspectivas, ya sea si la realidad termina siendo más cercana a lo que el Banco Central cree o bien lo que el Ministerio cree, debe ser hecho con extremada cautela, en un contexto de una oportunidad adecuada. Si la realidad fuera más cercana al Banco Central, obviamente no va a requerir de nuevas modificaciones. Si la realidad terminara siendo más cercana a lo que estaban planteando ellos, requeriría un cambio en el nivel de cruce de la tasa de interés que necesariamente debe ser hecho con extremada cautela en el caso, obviamente, que el Banco Central concorra con esa perspectiva, a efectos de no producir un efecto de deterioro sobre las expectativas. Cree que el manejo de este tema es extremadamente delicado, se vive una sensación de equilibrio múltiple en que en definitiva se crece lo que la gente cree que se va a crecer y por tanto, es particularmente delicado manejar esta situación. Cree, por lo tanto, que lo que requiere es desdramatizar la situación y un trabajo técnico muy acucioso.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Presidente dice tener la mejor voluntad y el deseo de hacer ese trabajo técnico y que recibe con agrado todos los comentarios, observaciones y sugerencias que se quieran hacer a los trabajos que realiza el Banco Central. De hecho, dice, ha habido un buen contacto a nivel técnico, que espera que continúe y que tome en cuenta lo que aquí se ha dicho, para hacer un estudio serio de estos temas y resolverlos como dice el Ministro, con la fineza y prudencia extrema que un tema de esa naturaleza requiere.

IV. Comunicado.

El Presidente propone el siguiente texto para el comunicado:

- “ El Consejo del Banco Central resolvió hoy, en el marco de su reunión mensual de política monetaria, reducir la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, desde UF más 4,75% a UF más 4,50%. Los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustaron también en 25 puntos base.

Como es habitual, el Consejo analizó en esta reunión la evolución reciente de la economía y sus perspectivas para los próximos veinticuatro meses.

En las últimas semanas se ha consolidado un ajuste a la baja en las proyecciones de crecimiento de la economía mundial para este año, lo cual, además, anticipa menores tasas de interés en los mercados relevantes. Esta reducción previsible en el costo del financiamiento externo se ha visto apoyada por una disminución en el spread soberano de nuestro país. La apreciación reciente del peso se relaciona con estos antecedentes.

En el ámbito interno, la actividad económica muestra una velocidad de crecimiento estable, compatible con las proyecciones para el año en curso, a pesar de la volatilidad de los indicadores mensuales. Se prevé que la inflación, por su parte, mostrará una reversión en la tendencia creciente observada el año pasado a partir del actual trimestre y un pronto regreso al interior del rango meta.

En consecuencia, se ha perfilado un escenario de menores presiones inflacionarias en Chile. Los mercados financieros han hecho una lectura similar, por lo que las tasas de interés a todos los plazos se han reducido con respecto a enero pasado.

Los antecedentes anteriores apoyan la resolución de reducir la tasa de política monetaria en 25 puntos base. Esta decisión es plenamente coherente con una inflación proyectada que converge gradualmente al centro del rango meta dentro del horizonte de proyección.

El Banco Central continuará usando la política monetaria con flexibilidad, de modo de confrontar las desviaciones que se proyecten en la trayectoria de inflación respecto de la meta establecida.”

 El Consejo aprueba el texto del Comunicado.





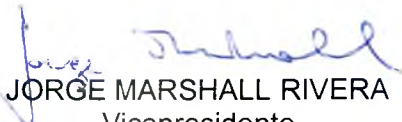
BANCO CENTRAL DE CHILE

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

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de agosto de 2001, para el día 9 de ese mes.

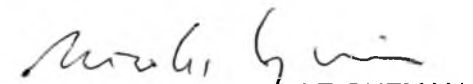
mas

Se levanta la Sesión a las 17,20 horas.


JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente


CARLOS MASSAD ABUD
Presidente


JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero


NICOLAS EYZAGUIRRE GUZMAN
Ministro de Hacienda


MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe

mas