

MINUTA

Acta correspondiente a la Sesión Ordinaria de Política Monetaria N° 13 celebrada el 18 de enero de 2001

ASISTENTES

a) Consejeros, señores:

Carlos Massad Abud
Jorge Marshall Rivera
María Elena Ovalle Molina
Pablo Piñera Echenique
Jorge Desormeaux Jiménez

b) Otros participantes, señores:

Camilo Carrasco Alfonso (Gerente General);
Miguel Angel Nacrur Gazali (Fiscal y Ministro de Fe);
Felipe Morandé Lavín (Gerente de División Estudios);
Esteban Jadresic Marinovic (Gerente de División Internacional);
Luis Oscar Herrera Barriga (Gerente de División Política Financiera);
Klaus Schmidt-Hebbel Dunker (Gerente de Investigación Económica);
Pablo García Silva (Gerente de Análisis Macroeconómico);
Cecilia Feliú Carrizo (Secretaria Ejecutiva Gabinete de la Presidencia);
Cecilia Navarro García (Jefe de Prosecretaría).

c) Asiste el señor Ministro de Hacienda don Nicolás Eyzaguirre Guzmán

d) Asiste, especialmente invitado el Coordinador de Políticas Macroeconómicas del Ministerio de Hacienda, don Rodrigo Valdés Pulido.

1. ACUERDO : Se acuerda reducir la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, situándola en 4,75% sobre la variación de la Unidad de Fomento.

2. MATERIA : Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de enero de 2001.

3. GERENCIA : División de Estudios.

4. POLITICA : Reducir la tasa de interés de política monetaria de UF+5% a UF+4,75% sobre la variación de la Unidad de Fomento.

5. MINUTA : La sesión se inicia con la presentación de la Gerencia de División Estudios sobre la base del Informe de Política Monetaria correspondiente al mes de enero de 2001:

Puntos destacados:

En el último tiempo se han acumulado antecedentes relevantes respecto de la marcha de la economía internacional, la inflación, la demanda interna y el empleo, que anticipan una disminución de las presiones inflacionarias de mediano plazo respecto de lo considerado en los últimos meses.

El crecimiento de la actividad global durante el año 2000 fue de 5,4%, dos décimas por debajo de la proyección de septiembre último. Por su parte, la inflación anual a diciembre alcanzó a 4,5%, ello pese a que tanto el tipo de cambio, como el precio del petróleo, siguieron en el cuarto trimestre de 2000 una trayectoria por sobre la anticipada en septiembre.

- Los elevados niveles de desocupación, así como el actual ritmo de crecimiento del consumo y las ventas, siguen acotando el traspaso de la depreciación del tipo de cambio a la inflación y los efectos de segunda vuelta del alto precio del petróleo.
- En términos de escenario externo, en los últimos meses se ha observado una variación respecto de lo que se anticipaba en el Informe de Política Monetaria de septiembre. En lo más reciente, la desaceleración de la economía norteamericana se está desarrollando con mayor intensidad a la prevista, impactando los precios de los activos financieros y provocando una depreciación del dólar. Ello llevó a la Reserva Federal de los Estados Unidos de América (EE.UU) a iniciar anticipadamente un ciclo de reducciones de tasas de interés, el que además hoy se advierte como más pronunciado.
- Por otra parte, las perspectivas de flujos de capitales se ven menos optimistas que en septiembre. Los premios soberanos han permanecido en niveles altos, e incluso por sobre los observados a mediados del año pasado. Esto se ve, en parte, compensado a futuro por tasas de interés internacionales más bajas.
- El efecto neto de este escenario internacional sobre la economía chilena es difícil de cuantificar, pero se estima que el balance es menos promisorio para la actividad económica, en relación con lo estimado unos meses atrás.
- Al mismo tiempo, el descenso reciente en el precio del petróleo ha sido superior al previsto. Hoy se estima que, en los próximos años, el precio del barril de crudo se ubicará uno o dos dólares por debajo de las proyecciones anteriores.
- En el ámbito interno, factores como la persistencia de la desocupación en niveles altos han configurado un escenario de menor dinamismo esperado para el consumo privado. Los precios de los activos financieros y las expectativas privadas incorporan en la actualidad una reducción de la tasa de interés de política monetaria durante el primer trimestre de 2001.
- En definitiva, la suma de estos elementos externos e internos permiten anticipar que, durante los próximos dos años, la demanda agregada ejercerá un impulso menor sobre la actividad global al que se esperaba en septiembre.

I. Evolución Reciente de la Inflación

- Del total de la inflación del año 2000 (4,5%), prácticamente el 70% fue explicada por el incremento del precio de los combustibles y de las tarifas del transporte. Se espera que en el mediano plazo estos efectos se desipen, conforme el precio del petróleo se ubique, en promedio, por debajo del valor del año 2000. La inflación que excluye los precios de los perecibles y combustibles (IPCX), en tanto, finalizó el año en 3,4%.
- Durante las últimas semanas, los precios internos de los combustibles han aumentado. Cabe destacar que el escenario central de proyecciones supone la mantención del precio del petróleo Brent en niveles más cercanos a los vigentes en la actualidad, es decir, del orden de los US\$ 25 por barril.

II. Factores Relevantes para la Evolución Futura de la Inflación

- Dentro del escenario internacional, las perspectivas de crecimiento mundial para el año 2001 son inferiores a las señaladas en el Informe de Política Monetaria de septiembre, pero se mantienen en 4,2% para 2002. Esta modificación se debe a un crecimiento esperado para los

Estados Unidos de América (EE.UU.) menor en 0,5% para 2001.

- Los términos de intercambio se mantienen, en general, alrededor de lo que se esperaba anteriormente. El cobre mostraría un precio promedio de US\$86 centavos la libra (BML) el año 2001, cifra levemente por debajo de lo esperado en septiembre. Para 2002 debería ubicarse en su tendencia de mediano plazo, esto es, en torno a US\$ 95 centavos la libra. Las proyecciones del precio del petróleo se han ajustado levemente a la baja. El escenario base de proyección considera un precio promedio para el barril de crudo de US\$ 25 el año 2001 y US\$ 23 el año 2002. Con todo, el escenario de términos de intercambio es algo peor que en septiembre, con un incremento de 2% para el año 2001, manteniéndose en 3,7% el incremento esperado para el año 2002.
- Se espera, en general, un descenso de la inflación en 2001, consistente con la atenuación de los efectos de los altos precios del petróleo en el año recién terminado.
- Para las tasas de interés internacionales, luego del recorte de 50 puntos base en su tasa de interés de política decretado por la Reserva Federal de EE.UU. a comienzos de enero, el mercado prevé nuevos descensos. Por su parte, se esperan reducciones en la tasa de interés de política monetaria del Banco Central Europeo de 50 puntos base durante el año 2001. Este escenario de tasas de interés internacionales más bajas para los próximos ocho trimestres, se ve en parte compensado porque los premios soberanos de economías emergentes han persistido en niveles por sobre lo esperado en los meses previos. Para el caso de Chile, a futuro se espera una reducción hasta los 180 puntos base en 2002.
- En el ámbito interno, en el año 2000 la economía creció sostenidamente, estimándose que el PIB se expandió en 5,4%. La evolución de las tasas de variación anual confirma que tras crecer rápidamente en la segunda mitad de 1999, la economía moderó su ritmo de expansión trimestral durante la segunda parte del año. Igual situación pudo verse en la demanda interna, la que luego de tasas de expansión de dos dígitos en el primer semestre de 2000, moderó su crecimiento en el segundo semestre. Este comportamiento del gasto respondió a la importante acumulación de inventarios que se anotó en la primera mitad del año. Los componentes más permanentes, consumo e inversión fija, mostraron un crecimiento moderado durante el año. Para el caso de la inversión, las importaciones de capital continúan creciendo, con tasas de expansión de dos dígitos en los últimos cinco meses. Sin embargo, los permisos de edificación no habitacionales han sorprendido con una importante caída en noviembre.
- El descenso de las importaciones de consumo en el segundo semestre de 2000 confirmó el término de la acumulación de inventarios. Por su parte, las ventas del comercio minorista mostraron un aumento muy leve en el margen, que no permite anticipar cambios de tendencia. En el sector inmobiliario se aprecian mejores perspectivas por el lado de los aumentos en la venta de viviendas, junto a un acceso al crédito más ventajoso.
- En parte, la caída del empleo explica el lento crecimiento de las ventas y del consumo a lo largo del año 2000. Cabe consignar que el impacto en la tasa de desocupación sería mayor si la fuerza de trabajo no se hubiera reducido como lo hizo. Este peor escenario, es capturado por el Índice de Percepción Económica que continuó deteriorándose en diciembre, conforme los indicadores de consumo y empleo no mostraron un mayor dinamismo durante el segundo semestre de 2000. Similar situación ocurre con las expectativas de crecimiento del sector privado, las que se han deteriorado paulatinamente para el presente año. Para 2002 las primeras aproximaciones indican un crecimiento esperado de 5,5%.
- El dinero más líquido ha mostrado una trayectoria estable de los últimos meses, con algo más de dinamismo en diciembre. Los agregados más amplios y el crédito, por su parte, siguen creciendo a un ritmo algo mayor.
- De acuerdo a la evolución de la economía en 2000, se espera que la absorción de mano de obra sea gradual en los próximos dos años, sin que se generen presiones inflacionarias en este

sector, pues en el mercado laboral aún persisten holguras.

- En relación con las finanzas públicas, los supuestos contenidos en el presupuesto del año 2001 permiten la obtención de un superávit estructural de 1% del PIB, con un gasto con impacto macroeconómico que crecerá 8,0% nominal en el año.
- La evolución de la actividad, el empleo y el escenario externo, han propiciado un cambio en las expectativas del sector privado respecto de los mercados financieros,. La encuesta de expectativas de enero realizada por el Banco Central anticipa un descenso de la tasa de interés de política monetaria en el primer trimestre del año, para ubicarla en 5% a fines de 2001. Estas expectativas han sido internalizadas por los precios de activos financieros, pues las tasas de interés de los instrumentos del Banco Central han mostrado caídas sostenidas, que se acentuaron durante enero del 2001. La evolución de las tasas de interés de largo plazo en parte es coherente con los movimientos de las tasas de interés en el exterior durante las últimas semanas.
- En el mercado cambiario, durante el período septiembre-enero de 2000 el tipo de cambio nominal anotó una depreciación de 4%, superior a la presupuestada en septiembre. El tipo de cambio multilateral (TCM), que incluye un universo más amplio de monedas, tuvo un incremento algo menor, 3%. Al mismo tiempo, el tipo de cambio real creció 4,0% entre agosto y noviembre, mostrando actualmente valores similares al promedio del período 1994-1995.

III. Perspectivas para la Actividad Económica y la Inflación

Escenarios Alternativos para la Política Monetaria

- La persistencia del desempleo ha motivado una conducta más prudente por parte de los consumidores, a lo que se añaden perspectivas de crecimiento del ingreso disponible más moderadas. Esto muestra que las condiciones macroeconómicas en las que hoy se desenvuelve la economía son distintas a las históricas. Sus principales consecuencias son:

* El ritmo de crecimiento de la demanda será por ahora inferior al observado en la década pasada.

- Habrá un mayor peso relativo de los sectores productores de bienes transables en la composición del producto y un menor déficit externo.
- Persistirán los ajustes en precios relativos, como el tipo de cambio real y el nivel y estructura de las tasas de interés reales.
- Se espera una convergencia de los márgenes de comercialización hacia niveles más comprimidos que los históricos.
- La trayectoria esperada para el precio del petróleo apoyará la convergencia de la inflación al centro del rango meta dentro de los próximos ocho trimestres.
- Bajo el supuesto de trabajo de mantención de la tasa de política monetaria en su nivel actual, tanto la inflación IPC como la inflación IPCX descenderán hacia el límite inferior del rango meta.

Posibles Factores de Riesgo

- El balance de riesgos incorporado en el análisis incorpora algunos eventos alternativos que son independientes de la decisión de política monetaria. Entre ellos destaca una desaceleración más violenta de la economía mundial, o un precio del petróleo que se desvíe de la trayectoria

central.

- En el ámbito interno, la velocidad de reducción de la desocupación y del crecimiento del consumo presentan grados importantes de incertidumbre.
- Otro elemento relevante es la trayectoria del tipo de cambio real. No sólo la trayectoria central depende de la decisión de política monetaria, sino que además el sesgo en el balance de riesgos. En todo caso, hoy la incertidumbre es mayor, debido a un escenario internacional volátil.
- Por otro lado, si bien se ha avanzado decididamente en la aclaración de importantes aspectos, como la política fiscal, en otros ámbitos persiste la incertidumbre respecto del rumbo que tomará el resto de las políticas públicas.

IV. Conclusiones

- Se estima que, bajo las actuales circunstancias, existe un riesgo elevado de que con la actual orientación de la política monetaria la inflación IPC e IPCX descienda hasta el límite inferior del rango objetivo hacia fines del año 2002.
- En todo caso, el Banco Central deberá estar atento a la posibilidad de que alguno de los escenarios alternativos mencionados anteriormente tienda a imponerse, de forma de reaccionar con flexibilidad y prudencia frente a los eventos que, en una u otra dirección, puedan comprometer el logro de la meta de inflación.

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

- Se considera que la desaceleración más rápida que lo esperado en la actividad mundial y la reducción de las tasas de interés externas son elementos bien sustentados y compartidos por el mercado, en tanto que la situación de los flujos de capitales no es tan clara. Si bien los *spreads* soberanos actualmente son más altos que lo que se esperaba, por otro lado, las tasas de interés externas han estado cayendo y en magnitudes importantes. De esta forma, en términos netos, se indica que es difícil decir cuál es el efecto que prima sobre los flujos de capitales, por lo que no es claro que éstos sean menos favorables a lo que se esperaba hace algunos meses atrás. En todo caso, se está consciente que las perspectivas no son tan buenas como las que hubo en la primera mitad de la década de los años '90.
- Al combinar estos elementos y sus implicancias en el escenario doméstico, se concluye en el Informe que hay menores presiones inflacionarias. Para evaluar esta conclusión, se manifiesta que resulta útil ordenar cuáles son las noticias que se tienen, en relación con la discusión de diciembre y el Informe de Política Monetaria de septiembre.
- Respecto de diciembre, la inflación subyacente continúa siendo menor que la esperada, el crecimiento de la actividad continúa siendo más lento que lo esperado y hay una desaceleración de la economía mundial más rápida, todos elementos que apuntan a menores presiones inflacionarias. El único elemento de contrapartida es la disminución en las tasas de interés internacionales y, si se quiere, también una caída de los precios del petróleo de una magnitud relativamente menor, porque gran parte de esta caída era ya anticipada en el Informe anterior. El resultado de todo esto es que, si se toma la hipótesis que el efecto de la caída de tasas de interés externas y de la desaceleración más rápida de la actividad mundial tiene un efecto relativamente neutral, entonces hoy se perciben menores presiones inflacionarias de lo que se tenía entonces.
- Por otra parte, si se va más atrás y se compara respecto de septiembre, el cuadro es más o

menos el mismo, con la diferencia que además, respecto a las perspectivas que se tenían entonces, los *spreads* soberanos no caen, por lo que, si bien en el corto plazo lo anterior pudo tener un efecto inflacionario, tiene a la larga un efecto contractivo sobre la demanda interna y por lo tanto, también apunta a una proyección de menores presiones inflacionarias. En síntesis, se concluye que si se hace el balance de estos elementos, y salvo que se crea que la reducción de tasas de interés externas más rápidas de lo esperado y el menor precio esperado del petróleo compensan los demás elementos, efectivamente se concluye que hay ahora menores presiones inflacionarias.

- Otro de los asistentes a la reunión manifiesta que la nueva evidencia relacionada con la economía mundial ciertamente indica que hay señales de una desaceleración menos suave. Se indica que lo que ha sido más discutido últimamente es qué podría estar detrás de la reducción de tasas de interés en EE.UU., pues los datos de producción o ventas no son del todo concluyentes. Aparentemente se indica que lo que podría estar ocurriendo es que nuevamente existirían problemas de *apalancamiento*, el fenómeno que tanta volatilidad trajo el año 1998. Este descalce, al parecer, estaría más presente en el riesgo de crédito de las operaciones a más largo plazo de los bancos norteamericanos. La evidencia ha indicado que mientras más *apalancamiento* existe, las correcciones de precios de activos tienden a ser más bruscas.
- En este nuevo escenario, siempre existe la ambigüedad de dos riesgos contrapuestos cuando se desaceleran las economías industriales como EE.UU., los que se señalaron anteriormente: primero, por el lado del comercio y segundo, por el lado del flujo de capitales. De hecho, se indica que históricamente Chile y las economías emergentes, en general, no han exhibido tasas de crecimiento récord en medio de bonanzas del ciclo de las economías industriales, sino más bien en puntos medios, cuando ha habido condiciones de liquidez relativamente generosas.
- Se manifiesta que desde la crisis asiática, pasando por la crisis rusa, por las inestabilidades del Nasdaq y más recientemente en algunas economías emergentes, hay un escenario generalizado de incremento del precio del riesgo. Si esta hipótesis sobre el *apalancamiento* es cierta, no sería descartable el que, no obstante una reducción de los tipos de interés en EE.UU., la tendencia de movimiento del portafolio fuera predominantemente hacia títulos de renta fija de gobiernos de países desarrollados, más que hacia toma de posiciones de riesgo en economías emergentes. Además, complementando lo ya indicado respecto de los flujos de capitales externos, se señala que se ha producido de una aversión adicional por los países pequeños, a raíz de la poca profundidad de los mercados, principalmente en los títulos de renta variable.
- Otro participante manifiesta que en la actualidad existe una gran dispersión en las proyecciones sobre la economía EE.UU., lo cual hace la evaluación de la situación internacional muy riesgosa. Se señala que si los componentes fueran principalmente financieros, es probable que los cambios de la tasa de interés efectuados por la Reserva Federal recientemente resulten suficientes. Sin embargo, si se trata más bien de un ciclo de tipo real, probablemente los efectos van a demorar más en manifestarse y eso todavía no está suficientemente claro. Se señala que ahí existe un rango de incertidumbre que hace muy difícil la formulación de política y que obliga a mirar con mucha acuciosidad y con mucha cautela qué es lo que está ocurriendo en la economía internacional, para poder adoptar las medidas de política económica correspondientes. Eso indica que se debe mantener una gran flexibilidad en las visiones de los desarrollos y en la posibilidad de tomar acción en cualquier momento, en la medida que se vayan fortaleciendo o aclarando estas incógnitas que hoy día aún están abiertas.
- Dentro de este clima de mayor volatilidad e incertidumbre, se destaca el hecho que la economía chilena continúa con una posición externa extremadamente sólida, con un déficit esperado de la cuenta corriente muy moderado y una posición de reservas internacionales abundantes.
- Otro asistente a la reunión desea destacar que si bien el escenario internacional es bastante incierto, esta incertidumbre es sólo en el muy corto plazo. El escenario de corto plazo, es decir el próximo semestre, tiene una incertidumbre muy grande respecto del ajuste en la economía norteamericana, esperándose en la segunda parte de este año y durante 2002 una

recuperación importante de los principales indicadores de este país.

- Respecto de la duración y el sentido que tendrá la incertidumbre de los mercados internacionales, otro de los participantes de la reunión tiene la opinión que también existe la posibilidad de que se extienda más hacia el mediano plazo. Manifiesta que los sentimientos han comenzado a cambiar en la dirección positiva, hay una visión más positiva respecto del crecimiento de EE.UU., han aparecido pronósticos oficiales sobre la economía norteamericana con un crecimiento del 2,5% que está más cerca de la parte alta de las estimaciones de consenso. Además se indica que hay bastante tranquilidad con los datos europeos, pues se ha mantenido muy fuerte en todos sus resultados, cayendo las tasas de desempleo y todo esto con perspectivas de bajas de tasas interés a futuro. Respecto de Asia, hay un mayor riesgo, pero se trata de un crecimiento algo menor, en ningún caso crecimiento negativo.
- De esta forma se señala que todo pareciera indicar que se tiene una situación controlada, con una desaceleración prácticamente acotada, a estas alturas, al primer semestre, pero donde no hay claridad en lo que va a ocurrir en el segundo semestre. Lo concreto es que la incertidumbre es grande y lo es en las dos direcciones.
- Con estos antecedentes existirían una serie de factores que estarían avalando una opción de la política monetaria más expansiva. Se argumenta, por una parte, que en la actualidad se observa una caída del precio del petróleo, es decir, la economía chilena se encuentra frente a un *shock* de oferta positivo. Por otra, recientemente se registró una reducción importante y esperada en la tasa de interés de EE.UU., lo cual amortigua cualquier efecto cambiario sobre los precios internos. Así, se argumenta que existen buenas razones para pensar que es el momento adecuado para bajar en un monto importante la tasa de interés de política monetaria, con una clara actitud más proactiva por parte del Banco Central.
- Se estima que una decisión de este tipo no necesariamente significa que si hoy día se reduce la tasa de interés en un monto importante, y la Reserva Federal de los EE.UU. baja nuevamente a fines de enero o febrero, haya que bajar nuevamente en Chile, ya que se trata de una decisión fundamentada e independiente.
- Adicionalmente, como argumento se indica lo que ha sucedido con las tasas de interés el año 2000, en particular con las tasas de colocación. Se aprecia que la transmisión de lo que es la tasa de interés de política monetaria hacia la tasa de colocación, el año pasado fue extraordinariamente lenta. El costo del crédito interno medido por las tasas de interés de colocación en UF, entre 90 y 365 días, recién a fines de diciembre y los primeros días de enero se alineó con la baja de tasa de interés de política que hizo el Banco Central en agosto. Por tal motivo, una baja moderada en las condiciones actuales se considera que va a ser transmitida al mercado en una forma muy tibia y que va a crear mayor incertidumbre respecto de una nueva baja de tasas de interés.
- Otra visión consistente con una política monetaria más expansiva argumenta que en el esquema actual de política fiscal y política monetaria, todo el peso de la reactivación recae en la política monetaria y no en la fiscal. Además se indica que de acuerdo a lo que entregan los modelos, claramente se está dentro del rango de inflación definido como meta del Banco Central, existiendo adicionalmente elementos para pensar que probablemente la reactivación va a ser más lenta de lo esperado, dado el mayor clima de pesimismo por el aún alto desempleo.
- A lo anterior se agrega lo que se ha mencionado en relación con los escasos flujos de capitales hacia América Latina y aún menores hacia Chile, por ser un país que, además, va a estar castigado por tamaño de mercado.
- Por lo anterior se considera que la política monetaria tiene que ser mucho más activa en situaciones como la actual, pues los costos de incrementos en la inflación son tan altos como los de estar por debajo del rango meta, por el costo asociado al menor crecimiento. Ambos costos

son simétricos y no se debe privilegiar uno por sobre el otro.

- Respecto de la profundidad del accionar del Banco Central, otro participante desea llamar la atención de algunos puntos relevantes. En efecto, destaca por una parte el notorio consenso que se observa entre los asistentes a la reunión respecto de una mayor incertidumbre, especialmente en el ámbito internacional. Esto, debiera inducir a los agentes e instituciones aversas al riesgo, a tomar una posición más conservadora. Se señala que en la banca central, en general, la posición conservadora se puede reflejar en dos dimensiones. La primera de ellas se refiere a un sesgo más conservador en las decisiones de política monetaria. El segundo sesgo posible es hacia una mayor lentitud en la reacción de la política ante cambios en el entorno externo o interno. Si la mayor incertidumbre induce una posición más conservadora, en el sentido de reducir la velocidad de reacción de la política, ello debiera ir exactamente en sentido contrario de hacer un cambio fuerte en forma rápida.
- Adicionalmente, a otro de los asistentes de la reunión le llama la atención que la evaluación que se presenta en el Informe de Política Monetaria enfatiza con detalles los desarrollos de la economía mundial, no así las noticias que se ha tenido respecto a la evolución de la inflación subyacente, que ha sido menor a la esperada, y el hecho que el crecimiento de la economía ha sido más lento que lo que se esperaba anteriormente. Desde su punto de vista, es importante no solamente lo que está ocurriendo a nivel internacional sino que también los desarrollos a nivel doméstico que se han ido acumulando en este período y que indican que no se han materializado las expectativas que se tenían anteriormente.
- En relación con el tema de cuál es la tasa de interés más apropiada en este momento, existen dos comentarios. Primero, respecto de la inflación, quiere llamar la atención sobre la gran incertidumbre que hay sobre el precio del petróleo, el que si bien ha bajado uno o dos dólares por barril, puede modificarse fuertemente en los próximos meses, tanto para el alza como para la baja. Por ende, llamaría a tener cuidado respecto a centrarse mucho en el IPC total, porque hacerlo podría llevar a una excesiva respuesta de la política monetaria ante fluctuaciones del precio del crudo. Tal como ahora puede ser que se tenga una situación mejor, lo cual podría llevar a fijar una tasa de interés más baja, un aumento fuerte del precio del petróleo a futuro tendría que generar por simetría un alza importante en la misma tasa. Por tal motivo pareciera ser más recomendable un accionar del Banco Central más cauto.
- A lo anterior se acota que si bien la proyecciones de inflación entregadas por la División de Estudios indican que hay espacio para proceder a una baja de tasas de interés de hasta 50 puntos base, sin riesgos inflacionarios, es necesario considerar, sin embargo, que la inflación ha venido subiendo consistentemente desde comienzos del año pasado y aún no empieza a bajar, es decir, lo que hay en la actualidad es sólo una promesa a la baja. Si a esto se agregan los riesgos previstos, tanto por la menor incidencia hasta el momento de los efectos de segunda vuelta, la volatilidad del precio del petróleo y lo que puede ocurrir con los márgenes de intermediación, no es tan clara una opción de política monetaria tan expansiva.
- Se manifiesta que las diferencias desde el punto de vista de las proyecciones de la inflación a mediano plazo, realmente son pequeñas. Pero se estima que hay otras consideraciones que hay que evaluar relacionadas con la proactividad del Banco Central, la cual no sólo significa mover los instrumentos en una magnitud mayor, sino que tener un impacto más significativo sobre las variables que se quiere afectar y eso depende, entre otras cosas, de cómo son percibidas estas señales. En otras palabras, depende de si, por ejemplo, con la señal que se dé, se está realizando o se está de alguna manera afectando la credibilidad del Banco Central. En este sentido, un hecho que no es menor es que el mercado hoy día apuesta en forma relativamente mayoritaria a una rebaja moderada de la tasa de interés de política monetaria.
- De esta manera, la posibilidad de una rebaja de la tasa de interés de 50 puntos base hoy día sería percibida, al menos por algunos agentes, como una acción agresiva de parte del Banco Central. Esto sucede, además, en un ambiente en el cual existe bastante incertidumbre sobre el panorama futuro, y cuando eso ocurre la tendencia de los bancos centrales debiera ser una tendencia a la cautela o una tendencia, por lo menos, a actuar con un poco más de parsimonia.

Por ello el mercado tiene hoy internalizada una reducción de la tasa de interés de 25 puntos base. Adicionalmente se argumenta que tras un período de dos o tres meses de críticas muy fuertes a la acción del 28 de agosto, que fue a posteriori muy acertada, se considera que el escenario intermedio tiene precisamente la virtud de que da una señal de que aquí hay un Banco Central prudente, que no se precipita a tomar decisiones, que espera a tener un poco más de información y va a esperar algún tiempo antes de dar otro paso.

- Complementando la opinión anterior, se indica que se está ingresando a una etapa en la cual la inflación chilena va a ser baja y estable, por primera vez en 100 años. Además se ha entrado ya a un período en el cual el sistema de flotación cambiaría significa reasignar completamente los riesgos en el mercado cambiario, desde el sector público hacia el sector privado. Estos dos cambios son de tipo estructural e importantes para la economía chilena. Estos cambios estructurales hacen que el movimiento de tasas de interés que se haga sea extremadamente difícil y riesgoso.
- Paralelamente, se indica que el panorama internacional agrega otros riesgos, pues está en un momento con cambios de dirección, de modo que se enfrenta un panorama colmado de incertidumbres en lo internacional, tanto en lo comercial si el proceso va a un ciclo real, como en lo financiero si esto se concentra simplemente en ese sector. Afortunadamente, el país tiene una posición financiera sólida que proporciona efectivamente un margen de acción. Piensa que es muy razonable usar todos los instrumentos que existen para realizar las proyecciones, pero hay que ponerle un signo de interrogación frente a los cambios estructurales que se enfrenten y ante los riesgos del panorama internacional, por lo que es preciso actuar con prudencia y flexibilidad.
- Por esas razones, se prefiere no dar señales que alarmen al mercado o que vayan mucho más allá de las expectativas del mercado a menos que las proyecciones indiquen una situación grave, que justifique hacer ese movimiento, como se vio en agosto del año 2000. En agosto ocurrió una situación grave, un aumento importante del desempleo, que hizo revisar todas las proyecciones para adelante y justificó plenamente un cambio de 50 puntos base y a pesar de eso, le tomó tres meses al mercado creerlo. Cuando no se está en una situación de gravedad, en la cual se tenga que dar una sensación de mucha fuerza al mercado, la inclinación más razonable es actuar dentro de las expectativas del mercado.

A continuación se presentan las opciones y recomendaciones de política económica derivadas de la presentación del informe y la posterior discusión al interior de los participantes a la reunión:

- Se expresa que la pregunta que se debe formular al observar las proyecciones que contiene el Informe, tiene relación con qué es lo que ha cambiado recientemente que lleve a que en un escenario de *mantención* de la política monetaria actual, se proyecten tasas de inflación bastante por debajo del centro del rango meta hacia fines del horizonte de política. Es decir, cuáles son los elementos nuevos disponibles, en particular en las últimas semanas, que puedan conducir a un notorio cambio en las proyecciones de inflación.
- En el ámbito internacional hay, en primer término, una acumulación de evidencias en el sentido que la economía de EE.UU. estaría en un proceso de desaceleración más pronunciado que el anticipado previamente por el mercado y esto, en cierta forma, fue refrendado súbitamente por la decisión de la Reserva Federal de relajar anticipadamente su política monetaria, iniciando además una muy probable secuencia de reducciones de sus tasas de referencia en los meses que vienen. Un escenario de sustancial menor crecimiento -aunque no necesariamente recesivo- de EE.UU., acarrea un menor dinamismo de la economía mundial y, por implicancia, menores precios de los principales productos exportados -siempre más sensibles al ciclo mundial que los precios de los productos importados- y volúmenes exportados que crecen más lentamente, siempre en relación a lo esperado entre septiembre y diciembre.
- El efecto sobre el crecimiento de la economía chilena es negativo y, por la vía de una mayor brecha en el producto proyectado, se obtiene un menor resultado de inflación. No obstante, el

efecto no es pleno porque dos factores operan en un sentido contrario: a) la rebaja de tasas de interés internacionales que inició la Reserva Federal, la que ocurre antes de lo previsto y con más intensidad; esta circunstancia debiera reducir los costos del financiamiento externo de la economía chilena más allá del *spread* soberano, el cual también podría disminuir -así se considera parcialmente en el escenario central del Informe, al menos respecto de las proyecciones de diciembre pasado- como contagio de una situación financiera más aliviada de los países de la región; b) la reacción del tipo de cambio real en Chile, que se apreciaría menos que si el crecimiento mundial se hubiese mantenido más arriba, aunque por la relación de paridad de tasas de interés, este efecto puede ser reducido.

- El segundo elemento importante es lo que ha ocurrido con el precio internacional del petróleo. Aunque aún el mercado del crudo se mantiene en estado de ebullición, el riesgo de que su precio se sostenga por encima de US\$ 30 el barril parece hoy muy reducido, a diferencia de lo que se apuntaba a comienzos de diciembre pasado. Por esta razón, con una proyección de este precio en el horizonte de política sólo levemente más optimista que la del Informe de Política Monetaria de septiembre, se obtiene una ganancia en materia de reducción de la inflación que es relevante.
- Por el lado interno, lo nuevo es la confirmación de que el consumo se mantiene relativamente plano y que sus perspectivas de mejoría se dilatan en la medida que la creación de empleo se mantiene floja. Con esto, el crecimiento de la demanda interna se proyecta algo más reducido que en septiembre y diciembre, afectando también el crecimiento de la actividad económica, postergando las holguras de capacidad y, por esa vía, contribuyendo a una menor inflación proyectada.
- También es importante destacar que la relativa descompresión de las presiones del precio internacional del petróleo sobre la inflación doméstica, despeja un elemento de riesgo sobre la credibilidad del compromiso antiinflacionario del Banco Central que estuvo presente hacia fines del último trimestre del año pasado. Este elemento de riesgo se deducía de la prolongación en el tiempo de una inflación total por encima de 4% que fuera haciendo crecientemente menos creíble la predicción que la inflación en régimen debe ser cercana a 3%. Con la nueva información, es probable que la inflación total se reduzca por debajo de 4% en mayo próximo, en lugar de agosto-septiembre como se llegó a prever en diciembre pasado.
- Dados estos cambios y la proyección de una inflación por debajo de 3% en el horizonte de 12 a 24 meses, las opciones se encuentran inclinadas hacia la *reducción* de la tasa de interés de política monetaria. En otras palabras, las opciones son las de *mantener* o *relajar*, y dentro de esta última, relajar 25 ó 50 puntos base (pb). Asimismo, cada una de estas opciones implica un balance de riesgos diferente que es necesario además dilucidar.
- Las proyecciones de inflación presentadas para las diferentes alternativas de tasa de interés de política monetaria revelan que habría espacio para bajar dicha tasa hasta 50 puntos base, pero existen una serie de consideraciones a tener en cuenta antes de llegar a esa conclusión. La primera es de orden de magnitud. La diferencia entre la proyección central de inflación IPCX con tasas de 4,75% y 4,50% a dos años plazo es muy reducida, y ambas están muy cercanas a 3%, que es el centro del rango meta, una levemente por debajo y otra levemente por encima. Entonces, en esta situación, la pregunta que se puede formular es si se justifica una rebaja agresiva de 50pb o es preferible una actitud de más cautela, de esperar y ver, rebajando 25pb ahora y revisar la decisión en los meses venideros.
- La segunda opción parece ser más prudente si se considera que la inflación ha venido subiendo consistentemente, tanto IPC como IPCX, desde comienzos del año pasado y aún no empieza a bajar. Aunque esto podría ser parte del análisis de riesgos, es posible plantear que también apoya una actitud más conservadora de la política monetaria en igualdad de condiciones.
- Existen diversos riesgos que considerar a la hora de decidir también sobre el sesgo que acompañará a la proyección central del Informe de Política Monetaria, en particular si la

decisión se circunscribe a la opción de rebajar 25 puntos base. En este sentido, un sesgo a la baja se apoyaría en la posibilidad de una desaceleración más profunda de la economía de EE. UU., acompañada de mayores rebajas de tasas de interés externas y, por tanto, en términos netos un sesgo negativo en cuanto al crecimiento proyectado de la actividad económica en Chile.

- En cambio, un balance equilibrado se sustentaría en la compensación de estos elementos por el riesgo de una recuperación de márgenes de intermediación superior a lo supuesto y hacia niveles más similares a los históricos. La elección del sesgo debe visualizarse, además, en cuanto a la señal que se quiera dar en relación a la perspectiva futura de la política monetaria.

ACUERDO

El Consejo acordó reducir la tasa de interés de política monetaria de UF+ 5% a UF+ 4,75% y ajustar los tramos de la línea de crédito de liquidez en un monto equivalente al de la reducción de la tasa de interés de política monetaria. Se deja constancia que los Consejeros señor Jorge Marshall Rivera y señor Pablo Piñera Echenique concordaron en reducir la referida tasa, pero estimaron que ella debía ser de 50 puntos base.