



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 17
DE POLITICA MONETARIA
celebrada el 10 de abril de 2001

En Santiago de Chile, a 10 de abril de 2001, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Carlos Massad Abud, con la asistencia del Vicepresidente don Jorge Marshall Rivera y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina y señor Jorge Desormeaux Jiménez.

Asisten también los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Angel Nacrur Gazali;
Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga;
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.

- I. Resolución sobre Proyectos de Acta correspondientes a las Sesiones N°s 15 y 16, celebradas el 2 y 15 de marzo de 2001, respectivamente.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo los Proyectos de Acta de las Sesiones N° 15 y 16, celebradas el 2 y 15 de marzo de 2001, cuyas versiones finales se aprueban sin observaciones.

- II. Resolución sobre Minuta del Acta correspondiente a la Sesión N° 14, celebrada el 20 de febrero de 2001.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo la Minuta del Acta de la Sesión N° 14, celebrada el 20 de febrero de 2001, la que se aprueba sin observaciones.

- III. Informe de Política Monetaria.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Pablo García, señala lo siguiente:



Las perspectivas de crecimiento para la actividad del primer semestre de este año se encuentran cerca de 4% anual y esta trayectoria se asocia fundamentalmente a lo que ha sido el comportamiento de la industria, así como el escaso dinamismo del consumo y la acumulación de existencias. Detrás de este comportamiento del consumo, se puede mencionar la poca capacidad de creación de empleo que persiste en la economía.

Finalizado el primer trimestre del año la inflación se ubicó dentro del rango meta, en un 3,5% a marzo. La inflación IPCX también mostró una trayectoria declinante, ubicándose en 2,5%. La inflación IPC se mantendría en torno a estos niveles durante los próximos meses. La inflación subyacente presentaría un incremento gradual hasta niveles de 3% durante el tercer trimestre.

Factores distintos al precio del petróleo han influido en el aumento del precio de los combustibles, como por ejemplo, la estacionalidad del hemisferio norte pero, por ahora, éstos tendrían efecto en la inflación de abril y también en un posible aumento de la tarifa de la locomoción colectiva en el curso del segundo trimestre, lo que puede ser en mayo o en junio.

Más hacia adelante, las perspectivas de crecimiento mundial siguen siendo inciertas, principalmente debido a la incertidumbre del comportamiento de la economía de Estados Unidos y también en el desempeño de algunas economías emergentes. No es descartable que persista la corrección a la baja en las proyecciones de crecimiento mundial, tal como ha sido la tónica de este año.

En relación con los precios de nuestras principales exportaciones, en el caso del cobre el precio se ha ubicado por debajo de los 80 centavos de dólar la libra, influenciado por perspectivas de menor dinamismo en la demanda mundial y también por el repunte en los inventarios.

Respecto del petróleo, se espera que las perspectivas sean similares a las de meses anteriores con un promedio de US\$ 25 el barril para este año, y US\$ 23 el barril para el año 2002.

Se prevé que la Reserva Federal reduzca su tasa de interés de política nuevamente durante el segundo trimestre, la que podría ser de 25 ó 50 puntos base y también podrían seguir reducciones adicionales en lo que queda del año.

En cuanto a la zona euro, aún no se han producido reducciones en la tasa de interés debido aparentemente a la persistencia de la inflación en niveles relativamente elevados.

Desde principio de año las turbulencias financieras externas han provocado un incremento en los spreads soberanos de la mayoría de las economías emergentes, pero el caso de Chile ha tenido una trayectoria opuesta. El premio soberano, en la actualidad, oscila en torno a los 180 puntos base, lo cual está por debajo de los niveles que se observaron a fines del año pasado y a principios de este año.

Con relación a las condiciones de oferta y demanda internas, durante el primer bimestre las ventas del comercio mostraron una leve reversión de la tendencia creciente registrada durante el segundo semestre del año pasado. A su vez, los otros indicadores de consumo también muestran una tendencia relativamente plana, por ejemplo, las importaciones de consumo con un leve repunte durante los primeros meses de este año, mientras que las ventas de automóviles nuevos se mantienen estables en niveles por debajo de los verificados durante el 2000.

En marzo, se produce una leve mejoría de las expectativas de los consumidores después de tres trimestres consecutivos de deterioros.



Tras este comportamiento del consumo está la persistencia de la desocupación en niveles elevados que además se ha visto acompañada por una caída fuerte de la tasa de participación. Estos dos antecedentes revelan la poca capacidad de creación de empleo de la economía a nivel agregado. En todo caso, a nivel sectorial, la situación es algo más heterogénea, porque mientras el empleo industrial sigue cayendo, la ocupación en la construcción viene creciendo sostenidamente desde principios del año pasado. Este último factor puede estar influenciado por políticas de gobierno y por el adelantamiento de obras públicas. No se tienen hasta ahora cifras duras para ver qué fracción de este incremento de la construcción se debe a políticas de gobierno, pero de acuerdo a la opinión de la Cámara Chilena de la Construcción este factor ha tenido alguna influencia recientemente y tendrá una influencia creciente a través de los próximos meses.

Respecto al mercado de la vivienda, las ventas de vivienda siguen creciendo en el último tiempo pero, en todo caso, y a pesar de las condiciones de crédito en el mercado de vivienda hipotecario, la Cámara Chilena de la Construcción ha reducido sus proyecciones de crecimiento para este año, hasta cerca de 5%. Los componentes no habitacionales de la inversión durante el primer trimestre de este año muestran un comportamiento algo menos dinámico después de crecer sostenidamente durante el año 2000.

En relación a los mercados financieros, las tasas de interés de licitación de los instrumentos del Banco Central se han movido en forma consistente con la tasa de política monetaria, pero también la tasa de interés de largo plazo ha caído, lo que se puede asociar a la reducción en la tasa externa real relevante que se ha reducido debido a la caída de la tasa de interés externa y a la caída del premio soberano desde fines del año pasado.

En relación con las expectativas de los agentes, en la actualidad el mercado espera una reducción de 25 puntos base durante el segundo trimestre y esto también se aprecia en los precios de activos que indica la curva forward.

Con respecto al tipo de cambio nominal, se ha observado un comportamiento bastante volátil en el último tiempo, pero si se ve lo que señala la encuesta y los mercados futuros, ellos muestran valores para el tipo de cambio en torno a \$ 620 por dólar hacia fines del año 2002.

El dinero muestra una recuperación fuerte en marzo, debido, en parte, a la caída de las tasas de interés nominales, pero los agregados más altos se mantienen relativamente estables.

Hoy día las expectativas privadas que se deducen de la encuesta entregan un escenario macroeconómico algo más negativo que en el Informe de enero. El crecimiento económico para este año sería de 4,3%, y 5% el próximo año. La corrección de estas medidas de crecimiento se asocia con el desempeño de la economía durante el primer y segundo trimestre de este año.

Con relación a la inflación, las expectativas se encuentran alineadas con el centro del rango meta. Las expectativas de inflación del IPC para fines de este año se encuentra en 3,1% y en 3% a partir del próximo año, mientras que las expectativas de inflación del IPCX se ubica en 3% durante los mismos períodos.

El Presidente ofrece la palabra para comentar el Informe.

El Gerente de la División Internacional, don Esteban Jadresic, complementando la presentación del señor García, en relación a la economía internacional, hace notar que en las últimas semanas la percepción de riesgo del escenario en Estados Unidos ha disminuido en el sentido de que las proyecciones de crecimiento han tendido a converger más en torno a una



cifra de 1% ó 2%, 1,5% en promedio. Incluso algunos bancos de inversión que habían estado sistemáticamente revisando hacia la baja las cifras de crecimiento para este año, recientemente las han revisado hacia el alza, lo cual contrasta con lo que había estado ocurriendo en los últimos meses. Esto, señala, no quiere decir que los analistas estén previendo un crecimiento mayor a lo que se esperaba hace algunas semanas en Estados Unidos, pero sí que las previsiones no han seguido siendo hacia la baja.

En contrapartida existen percepciones de crecimiento un poco más lento en Europa y el riesgo principal es el que se ha manifestado en el caso de algunos países vecinos, en particular el de Argentina, en que, junto con el cambio de gabinete ministerial ha habido muchas turbulencias en los mercados financieros. Si bien, en los últimos días se ha visto que las tasas de interés y otros indicadores han mejorado, todavía tienen tasas de interés en pesos que al día de ayer ascendían al 18% y el spread soberano se sitúa sobre mil puntos base.

Destaca también que, en el contexto de riesgo de Argentina, Chile permanece bien preparado y esto se ha podido ver, en particular, en el caso del spread soberano que se mantiene en los niveles de 180 puntos base aproximadamente y como se ha enfatizado, se ha tendido a mover más en línea con los bonos de Estados Unidos que con el EMBI de los países de América Latina. Tal vez el único efecto más importante que se ha visto es en el tipo de cambio, si bien habría que tomar en cuenta que han habido también otros elementos, en particular la baja de la tasa de interés interna, que también es importante tras ese aumento del tipo de cambio.

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

El señor Morandé señala lo siguiente:

Como señala el informe presentado en esta oportunidad, desde la reunión de política monetaria de marzo se ha afianzado gradualmente un escenario de presiones inflacionarias contenidas e inferiores a las previstas en enero, al menos para el corto plazo. Ello ha ido pari passu con el empeoramiento en las perspectivas de crecimiento de la actividad económica, a su vez resultado de una situación externa más difícil y del estancamiento del gasto en consumo.

En la elaboración de escenarios futuros para la inflación y crecimiento que se lleva a cabo en estos días para la redacción del Informe de Política Monetaria de mayo próximo, se destacan dos de esos escenarios como más relevantes. En primer lugar, el que hasta ahora aparece como escenario base, construido a partir de las opiniones y supuestos recogidos en el cuestionario de fines de marzo sobre las variables más importantes que afectan la trayectoria futura de la inflación; de acuerdo a este escenario, la inflación se estacionará en torno a 3,5% durante este año para descender hasta 3% en el curso de 2002, en tanto la actividad económica recuperaría una velocidad mayor de crecimiento, como resultado del estímulo proveniente de la política monetaria, hasta cifras en torno a 5% anual promedio. Y en segundo término, un escenario alternativo que asigna una alta ponderación a la información más reciente sobre actividad e inflación. Dado que esta información es en promedio negativa y da cuenta de un estancamiento en la demanda interna, junto a una velocidad de crecimiento menor a 3% anual para la actividad económica, en este escenario alternativo la inflación sigue una trayectoria descendente hasta caer por debajo de 3% en 2002, mientras que el crecimiento sube con dificultad por encima de 4% anual en 2002. Tales proyecciones reconocen un efecto muy menor de la actual política monetaria expansiva sobre actividad y precios.

Las expectativas de mercado con relación a inflación, crecimiento, tasas de interés y tipo de cambio son coherentes con un escenario intermedio entre los dos anteriores, con un crecimiento promedio de 4,6% entre 2001 y 2002, una inflación en torno a 3% desde el presente año, y tasas de interés que en el corto plazo están por debajo de la actual tasa de política monetaria en aproximadamente 25 puntos base, para ajustarse al alza lentamente en los siguientes trimestres. Es muy probable que el ambiente pesimista existente en la actualidad



esté llevando al mercado a ponderar con más peso las últimas noticias negativas a la hora de proyectar el futuro de mediano plazo.

En este contexto, las opciones de política monetaria son **mantener** o **relajar**, y dentro de relajar, si hacerlo en 25 puntos base o 50 puntos base. El mercado -encuesta de expectativas- anticipa una reducción de 25 puntos base durante el presente trimestre, de modo que esa opción no causaría sorpresa. Asimismo, tampoco tendría un efecto sustancial sobre la trayectoria de la inflación, la que podría situarse levemente por encima de 3% a fines de 2002 de acuerdo al escenario base, debiendo tenerse presente que la mayor inflación es el resultado de una algo mayor expansión económica y de un peso ligeramente más depreciado. Este efecto inflacionario podría diluirse si la Reserva Federal baja agresivamente su tasa este trimestre y más todavía si se manifiesta el escenario alternativo descrito anteriormente. En síntesis, no existe un gran riesgo en materia de inflación si se reduce hoy la tasa de política monetaria en 25 puntos base. El riesgo es sólo un poco mayor si la reducción es de 50 puntos base. Lo único que podría mencionarse como factores, por ahora menores, de riesgo en un sentido contrario, son la fuerte recuperación de los agregados monetarios más líquidos en marzo y lo que va de abril (aunque hay factores puntuales que explican parte de este comportamiento) y el dinamismo del sector construcción.

Existen, no obstante, consideraciones de tipo estratégico que es necesario tener en cuenta. En primer término, la situación externa es muy difusa y no es descartable una crisis mayor en Argentina. Si esto ocurriera, existiría una presión importante sobre el peso que, de sostenerse, podría tener efectos sobre la inflación local. Un análisis interno realizado por la Gerencia de División Internacional sobre las experiencias de flotación cambiaria de Australia, Nueva Zelandia, Canadá, Brasil y Perú, revela que ante shocks de magnitud, los valores de la moneda local pueden saltar hasta 6% diario, 9% en una semana y 11% en un mes, sin que provoque grandes trastornos en las economías correspondientes. Es difícil anticipar cuál sería el efecto exacto de una crisis mayor en Argentina sobre nuestro tipo de cambio, pero podría subir hasta \$ 620 o \$ 630 por dólar. La trayectoria posterior dependerá de cómo se desarrolle el resto de la historia en Argentina, aunque posiblemente valores como los mencionados tienen un componente de "overshooting". En este contexto la opción de rebajar la tasa de política monetaria parece a primera vista más riesgosa que la de simplemente mantener el actual nivel. Sin embargo, lo de Argentina es sólo una posibilidad y no una certeza y siempre será posible actuar con la política monetaria cuando ese evento se materialice. Además, lo que importa verdaderamente es que, de ocurrir ese evento, la tasa de política monetaria suba si es que se teme una fuerte sobre-reacción cambiaria, independientemente del nivel en que esté inicialmente la tasa de política monetaria.

Otra consideración estratégica se relaciona con el comportamiento de la tasa de política de la Reserva Federal y la lectura que haga el mercado de la misma. Aunque una reducción de esa tasa está contemplada en nuestras proyecciones, eso no es obstáculo para pensar en que, de materializarse, se generen presiones a la baja en nuestro tipo de cambio y presiones a la baja sobre la tasa de política monetaria. La próxima reunión de la Reserva Federal es el 15 de mayo, después de nuestra reunión de política monetaria correspondiente a ese mes (10 de mayo), pero es posible que se tenga una idea más aproximada de lo que hará la Reserva Federal al menos una semana antes de su reunión.

Finalmente, una última consideración estratégica tiene que ver con el "timing" de la decisión: si la decisión fuera reducir 50 puntos base (dado su bajo riesgo), ¿se debe hacer en dos etapas de 25 puntos base cada una?; ¿o se debe postergar completamente hasta mayo?; ¿o hacerla de inmediato? Las dos primeras alternativas tienen la ventaja de usar la opción de juntar más información antes de materializar la rebaja completa (con lo cual ésta puede eventualmente no hacerse), pero tienen la desventaja de, si se completa finalmente la rebaja, aparecer cediendo a presiones que se acumularán muy probablemente. Las ventajas y desventajas de la opción de bajar ahora mismo 50 puntos base son el espejo de las anteriores. Habría que agregar en este caso que el mercado podría interpretar una rebaja de esta magnitud con sorpresa, dando una lectura de que la evaluación que hace el Banco Central del futuro es poco auspiciosa, validando el pesimismo que existe en el ambiente.



Simulación de una tasa de política monetaria nominal (TPMN)

La metodología habitual para calcular la TPMN arroja, para una tasa de política indizada de 4%, una cifra de 7,5% anual. Si la TPM se redujera a 3,75 o 3,5, la TPMN bajaría en la misma forma, hasta 7,25% y 7% anual, respectivamente.

El Presidente ofrece la palabra para comentar las opciones planteadas.

El Gerente de la División Internacional, don Esteban Jadresic, coincide con la presentación de la División de Estudios en el sentido de una revisión hacia la baja en las proyecciones de crecimiento, básicamente porque se vislumbran menores presiones inflacionarias, en promedio, en el conjunto de escenarios que está planteando el señor Morandé.

Por el lado de la economía internacional se tiene una revisión hacia abajo en las cifras de crecimiento en la economía mundial; también la expectativa de menores términos de intercambio, en particular menores precios del cobre; sin presiones inflacionarias que vengan por el lado de un mayor precio del petróleo. Por todos estos elementos, se tiene menores presiones inflacionarias por el lado internacional y por el lado interno, la cifra de crecimiento del gasto y actividad interna y también la inflación parecen apuntar en la misma dirección. Señala que hay varias incertidumbres principales, pero a su juicio, dos de las más importantes son: 1) cuáles son los efectos de las reducciones en las tasas de política monetaria que se han efectuado en ocasiones anteriores sobre el gasto interno, en particular, sobre la inversión y sobre la construcción, hacia el futuro, y 2) cuáles son los potenciales riesgos de la inestabilidad económica en Argentina, y en particular sus efectos sobre el tipo de cambio. Sobre este segundo punto, sin embargo, le parece que este riesgo se puede enfrentar en la medida que situaciones más adversas en Argentina, afecten efectivamente a la percepción de riesgo de Chile. Respecto del tipo de cambio, en ese momento el Banco Central puede reaccionar y no tiene por qué actuar en forma proactiva hasta que no se hayan materializado esos riesgos, porque éste es un indicador claramente observable y la situación en general de Argentina también es claramente observable. No ocurre lo mismo con el caso del efecto de las rebajas anteriores de las tasas de interés sobre la actividad y sobre la demanda interna y ahí por supuesto hay un mayor grado de incertidumbre. Sin embargo, por todas las razones anteriores, parece haber cierto espacio, pero tampoco parece haber suficiente información para hacer una baja sustantiva en el sentido de sorprender al mercado, por lo menos, si se compara la evidencia nueva que se tiene hoy día frente a la evidencia nueva que se tuvo en ocasiones anteriores para tomar decisiones de baja de tasas de un orden mayor.

El Gerente General, don Camilo Carrasco, manifiesta que no ve razones para bajar la tasa. Señala que obviamente una baja de la tasa de política monetaria, en este momento, no sirve para atacar los principales factores que impiden una reactivación mayor, porque se está hablando de los problemas de la economía internacional, problemas del precio del cobre, problemas de incertidumbre del mercado financiero y no ve que el Informe dé argumentos suficientemente significativos como para probar que una menor tasa de política monetaria va a impulsar la demanda agregada.

El señor Carrasco cree que se ha llegado a un punto en que una disminución de la tasa de interés, si tiene efectos sobre las expectativas, estos son ultramarginales, de manera que no ve beneficios claros de bajarla y al contrario, ve algunos riesgos. Varios de ellos se han planteado en el informe que se ha entregado. Cree que en los próximos trimestres de todas maneras se va a ver algún efecto adicional en la demanda, y ahí se deberá probar si acaso el efecto tipo de cambio se va a traducir o no en mayores presiones inflacionarias; estima que es algo que todavía no se ha probado en la economía chilena, por lo tanto, ahí ve un riesgo.



Cree que ese riesgo es relevante, sobre todo si el mercado reacciona en un plazo relativamente corto subiendo las tasas de interés. Si se observa algún repunte inflacionario, aunque sea pequeño, cree que casi de inmediato va a haber un aumento en las tasas. Confirma esto porque observando el mercado en las últimas semanas, es cierto que hay indicios de que se está esperando una baja de tasa, pero ha sido absolutamente distinto a lo que fue en el pasado, aquí hay movimientos bastante marginales en ese sentido. No ve al mercado inclinado claramente a una nueva disminución de tasas.

Por otro lado, señala que se han anunciado medidas de tipo cambiario y algunas reformas en el mercado de capitales para relativamente pronto, por lo que cree que también es una oportunidad de tener una tasa como está ahora y no menor y que eso puede favorecer algo la entrada de capitales hacia Chile lo que sería bastante beneficioso en este momento para la economía, de manera que, en conclusión, opina que hay que mantener la tasa.

El Consejero señor Desormeaux comparte muchos de los comentarios que se han hecho y también concuerda con el Informe de Estudios en el sentido de que se observa un entorno económico menos favorable que el que se tuvo presente el 3 de marzo y también el 15 de marzo, con un escenario externo algo más deteriorado e incierto y una demanda interna que sigue mostrando signos de debilidad. Esto abre, naturalmente, la posibilidad, dado que hay además buenas perspectivas en el plano inflacionario, para una reducción de la tasa de interés. Comparte la idea de que estos antecedentes aconsejan una rebaja de tasas de hasta 25 puntos base o la opción alternativa de mantener la tasa. Le parece que un relajamiento de 50 puntos, si bien tendría un gran impacto sobre expectativas, probablemente estaría traduciendo una señal de cierta inquietud, sorprendería al mercado y podría interpretarse como un signo de gran pesimismo, por lo cual la descarta.

A esto se suma que junto con un escenario externo o interno menos favorable, existen mayores riesgos como señala también el Gerente General. Dentro de esos riesgos sobresale claramente Argentina, que es un país del cual se tiene alguna información, que sugiere que ha estado realmente al borde del default, con medidas bastante extremas, que naturalmente reducen unos riesgos pero amplían otros. Así se redujo el riesgo del default en Argentina, colocándole bonos del gobierno al Banco Central y al sistema financiero, pero debilitando en forma equivalente la convertibilidad y también la solvencia del sistema financiero, y todo esto en un cuadro donde no está claro cuál es la conducta a futuro de la política económica y en que también el apoyo político aparece como frágil.

El otro riesgo, el de una reactivación más rápida de la demanda interna en reacción a las bajas de tasas de interés y a un eventual discurso del 21 de mayo que podría ser un discurso que cambie expectativas, lo ve como algo menos probable, pero en todo caso, dice, es algo que podría materializarse y ojalá así ocurra.

En suma, cree que las opciones más relevantes a considerar son las opciones de mantener o relajar en 25 puntos base. Cree que relajar 25 puntos base no tiene grandes ventajas hoy día, con un impacto pequeño sobre expectativas y le parece preferible la opción de mantener la tasa. Cree que ello no va a generar ninguna alteración en el mercado que, en parte, espera una mantención de la tasa y por otra parte espera un relajamiento de 25 puntos base, lo que da tiempo para aquilatar la información que se vaya produciendo respecto del movimiento de las tasas en Estados Unidos de América, de la evolución de la economía chilena y regional. Manifiesta no tener mucho temor de que el Banco Central aparezca después reaccionando en forma tardía a presiones, como señalan algunos analistas que curiosamente criticaron la decisión del 28 de agosto y otras posteriores, por actuar precipitadamente, y hoy día dicen que se ha actuado con tardanza. Cree que el Banco Central debiera tener siempre un sesgo conservador y le parece que esa es la política más adecuada.



El Presidente solicita a todos los participantes que efectúen una primera ronda de planteamientos tratando de no fijar una posición todavía, ya que en tales términos entendió la intervención del Consejero señor Desormeaux, por lo que solicita a los participantes que indiquen su inclinación, sin tener necesariamente que adoptar una posición definitiva, la que eventualmente pudiera ser revisada en función de la discusión.

El Gerente de la División Política Financiera tiene la impresión de que el cuadro que se ha presentado, de proyecciones de la economía mundial y desarrollo interno, tiene varios riesgos que están principalmente en el lado negativo. Ciertamente, dice, hay algunas cifras que muestran un desarrollo más positivo, pero los riesgos, en términos de ver una expansión rápida de la demanda agregada, desde el punto de vista de la inversión o de los consumidores, lo ve muy lejano en el tiempo, y por el contrario, la probabilidad de que se siga en una serie de revisiones sucesivas de las proyecciones en virtud de lo que van a ser probablemente una serie de noticias negativas que ha ido planteando el mercado, la ve más factible.

En relación a esas noticias negativas, señala que se ha visto un cambio de las proyecciones del escenario externo, pero no se ha sentido el impacto de ese escenario externo sobre la actividad de los sectores transables. Cree que a medida que eso se vaya percibiendo en estos sectores, se traducirá también en un deterioro de sus expectativas.

Por el lado de los consumidores no ve que a estas alturas haya señales de un repunte y por ende, cree que los riesgos en materia de actividad están más bien por el lado negativo. En cuanto a la inflación no han aparecido riesgos ni evidencias de traspaso al tipo de cambio, por lo que cree que hoy día el peso de la prueba está en si la reactivación está andando o que hay presión inflacionaria. Desde esa perspectiva le parece que existe espacio para disminuir las tasas de interés en función de un escenario que está más deteriorado. Las magnitudes exactas o la estrategia que de eso se sigue son materia de discusión, pero estima que esa posibilidad está abierta y cree que, a pesar de que son eventos externos los que han causado esta situación, la política monetaria puede responder más. Si por el caso contrario, este diagnóstico resultara equivocado, y en definitiva se obtuviera una reactivación más rápida de la demanda y un incremento de las presiones inflacionarias, no tiene la menor duda que tal como el tipo de cambio ha reaccionado al alza en un período de debilitamiento de las expectativas, también reaccionaría a la baja en un período de fortalecimiento de esas expectativas.

Si hoy día se observa lo que es la brecha entre el tipo de cambio esperado y el tipo de cambio actual a las tasas actuales, esa brecha se ha ido reduciendo en el tiempo, lo que quiere decir que hay una expectativa implícita de apreciación real o de menor depreciación de la que se tenía anteriormente. A medida que se han reducido las tasas, el mercado ha estimado que se están alcanzando tipos de cambio más transitorios y por ende, si en el futuro hubiese un fortalecimiento de la demanda agregada, no le cabe duda que efectivamente las tasas internas van a comenzar a subir y el tipo de cambio a descender, ajustándose los riesgos inflacionarios.

Por lo anterior, estima que por ese lado no existen restricciones y sí en el caso de la demanda. Cree que ha habido un deterioro de las expectativas que se va a mantener en el tiempo y piensa que el Banco Central tiene capacidad de indicarle al mercado que se tiene espacio de política monetaria para mantener cierto impulso de demanda en función de que no hay presiones inflacionarias a la vista.



El Vicepresidente señor Marshall se refiere a los elementos que le llevan a inclinarse por bajar la tasa.

En primer lugar, dice, si se toman las dos últimas encuestas, período en el cual no se ha procedido a mover la tasa, el hecho sobresaliente es que se ha producido la mayor baja en términos de crecimiento esperado. Desde que se efectuó la última reducción de tasa, hasta hoy día, en dos ocasiones se pudo constatar que se ha producido la mayor baja de crecimiento esperado del mercado, sin ningún efecto sobre la inflación esperada. Es decir, si se efectúa un análisis en detalle, la inflación esperada tanto para fines de este año como para fines del próximo año, experimenta sólo pequeñas disminuciones, pero si se analiza en términos gruesos, se diría que no hay ningún efecto. Señala lo anterior, en el sentido de que el tipo de cambio mayor que se espera, siendo un tipo de cambio nominal más elevado tanto a fines de este año como a fines del otro, no tiene efectos sensibles sobre la inflación. Se podría decir que predomina el menor crecimiento, pero para efectos prácticos no hay mayor inflación. En ese cuadro, dice, no es sorprendente que el mercado espere una baja de la tasa de interés. La pregunta que uno se hace es: ¿introduce más incertidumbre o menos incertidumbre el no bajar la tasa?

Plantea a modo de pregunta si el Banco Central determina que va a mantener la tasa porque el escenario internacional es algo incierto, ¿hay razones para que nosotros le digamos al mercado "hay mucha incertidumbre por tanto el Banco Central cree que el escenario es incierto" y consiguientemente tenemos que actuar sobre la base que hay mucha incertidumbre?

Los otros datos que se han considerado son: el déficit fiscal y donde se ha reducido la parte que responde a la intencionalidad de política, y el déficit en cuenta corriente que se ha reducido, los cuales no son datos menores. El tipo de cambio y el mercado cambiario están funcionando normalmente, y se espera un déficit en cuenta corriente menor para este año y el próximo, que lo que se estimaba tres meses atrás, por lo que nuestra inclinación debe decir: "hay ambiente de incertidumbre, pero la verdad es que la economía tiene los mecanismos para enfrentar esa incertidumbre en forma absolutamente normal, por cuanto los mercados tienen esa capacidad". Por otra parte, si hay incertidumbre en el mercado por la situación de Argentina considera que el Banco Central no debe postergar una rebaja de tasas fundado en ese motivo, por cuanto podría aumentar tal incertidumbre, y porque de otro lado, nuestra Institución debe demostrar confianza en la situación de la economía nacional considerando, especialmente, la política cambiaria y fiscal.

Por tal razón señala que se inclina por una rebaja de tasa desde ya.

El Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel, dice compartir las dudas del señor Marshall y desearía poner sobre una balanza los elementos que se han mencionado y otros que no se han indicado, respecto de la conveniencia de mantener o rebajar la tasa de interés. En cuanto a mantener la tasa o tomar una posición no expansiva, señala que se ha comentado la situación por la que atraviesa Argentina. Al respecto, estima que, en forma más o menos consensual, también se ha mencionado en el documento del señor Morandé y en la intervención del señor Jadresic, que Argentina, de alguna forma, ya está descontada del mercado y sus efectos se reflejan o respectivamente no se reflejan en nuestro premio al riesgo soberano. Frente a una situación grave en Argentina, como ante cualquier evento financiero importante que afecte al mercado cambiario y por ende nuestra inflación, piensa que se tomarán en ese momento las direcciones de política correspondiente y por tanto, aunque esto empuja en teoría hacia una posición más contractiva estima que esas decisiones se adoptarían cuando se produzca el evento.



Algo similar se puede decir respecto de otros riesgos internacionales. Cree que el señor Jadresic ha dado un muy buen argumento para decir que los riesgos internacionales no han cambiado radicalmente en los últimos meses. Argentina ciertamente ha empeorado respecto a un mes y medio atrás, pero por otra parte se tiene, quizás, un rebote en cuanto a la proyección de la economía, del precio del petróleo mundial y del proceso de la economía americana, en particular.

Hay un tercer elemento que no ha sido mencionado, en cuanto a que hay que hacer una diferenciación entre crecimiento potencial de la economía chilena y proyecciones de crecimiento efectivo. Una reducción hacia la baja del crecimiento potencial justifica tomar una posición más contractiva o menos expansiva, en cambio, una reducción hacia la baja del crecimiento efectivo, por supuesto justifica una posición más expansiva. Acá ha habido de ambas a la vez. Ciertamente el mercado en el Informe de Política Monetaria y en las discusiones se ha reflejado que se está ajustando hacia la baja ambas variables, por lo que corresponde sopesar cuál de los efectos predomina para decidir si tomar una posición expansiva, contractiva o de mantención.

Otro elemento que justifica ciertamente una política más expansiva, es la significativa reversión del shock petrolero que preocupaba tanto el año 2000 y hasta febrero de este año. Cree que esa reversión, con los antecedentes que se han tenido a la vista hasta la fecha, ya es bastante completa. Ya nadie habla ni anticipa precios del petróleo por sobre US\$30 el barril, cifra que se tuvo durante muchos meses, y actualmente, se ha establecido una banda preanunciada de US\$23 a US\$25 o de US\$22 a US\$26 y ese nivel da bastante tranquilidad por el efecto directo sobre el IPC efectivo.

Señala que hay otro elemento que no se ha mencionado, y que se refiere al precio del cobre que tiene un efecto de ingreso negativo al menos sobre el Fisco y pequeña y mediana minería en manos privadas, lo que también justificaría una posición más expansiva.

Además, estima que en el margen hay otro último argumento que escapa a la economía y tiene que ver con la economía política, que quizás se podría considerar para inclinarse hacia una posición más expansiva, por cuanto, anticipar una posición más expansiva de política monetaria le quita presión al Banco en los siguientes meses. Cree que si se baja la tasa hoy día se coloca el peso del esfuerzo en términos de medidas reactivadoras y de confianza y de despeje de incertidumbres más fuertemente sobre el Gobierno, que sobre el Banco Central.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, comparte la visión de que existen dos escenarios de riesgo asociados a sendos elementos de incertidumbre. Uno que es el impacto de la situación complicada en Argentina sobre la economía doméstica y otro, un escenario de claro menor dinamismo de la demanda interna debido a que el impulso monetario es menor de lo esperado. Pero frente a eso, la pregunta es si reducir la tasa de interés hoy nos pondría en una situación claramente más frágil frente a la eventualidad de un problema en Argentina. Señala que en la actualidad se podría pensar que en realidad el mercado ya anticipa una reducción de 25 puntos base, por cuanto tiene incorporada esa alternativa y la ha tenido durante las últimas semanas, por lo que el tipo de cambio también tiene incorporado ese tipo de percepción. La pregunta es si una baja de 50 puntos base, o sea, mayor a lo esperado, nos pondría en una situación claramente más frágil frente al problema de Argentina. Esa duda hay que contrapesarla con una situación en la cual el Banco Central, por ejemplo, dé la señal de que está preocupado por esta incertidumbre, pero que el mercado siga anticipando que van a haber reducciones de tasa, incluso mayores a las que se esperan hoy día. Esto indudablemente le quita impulso al actual nivel de tasas de interés y frente a una situación de ese tipo, si es que la eventualidad de que ocurra algo en Argentina nos va de nuevo a poner en una situación compleja, pero con tasas de interés en un escenario de actividad doméstica más lento del que hoy día se está esperando. Del balance de las dos situaciones, le da la impresión de que una actitud prudente sería necesariamente no reducir las



tasas de interés, en forma de prevenir la eventualidad de un escenario malo para la demanda interna, pero sin considerar los problemas por los que atraviesa Argentina.

El Gerente de Análisis y Operaciones Internacionales, don Sergio Lehmann, comparte también gran parte de las visiones que se han planteado, señalando que, sin duda, la decisión en esta oportunidad no es tan evidente. Destaca dos puntos: uno que previamente ya se ha mencionado y es el relativo a la situación argentina. Su percepción y de acuerdo a la lectura que se hace respecto al spread del bono chileno, es que en gran parte la economía chilena se ha mantenido aislada de la situación argentina, al menos en lo que se refiere a los mercados financieros. Es decir, los inversionistas extranjeros ven a Chile como una economía distinta, claramente diferenciada y desde ese punto de vista el contagio financiero de una eventual devaluación en Argentina no debería ser importante y quedaría descartado; en cuanto al efecto comercial, éste resulta bastante marginal, por lo tanto, piensa que no hay demasiados elementos para preocuparse en relación con la situación argentina.

El otro punto se refiere a las tasas de interés en Estados Unidos de América. Es cierto, dice, que obviamente la decisión no se conocerá en definitiva hasta el 15 de mayo, pero sin embargo la percepción general de los inversionistas y agentes en Estados Unidos es que la Reserva Federal reduciría la tasa en 50 puntos base. Si bien todavía eso es una incógnita, lo cierto es que dado que los mercados ya incorporan una rebaja, hoy día las tasas Libor están cayendo y van continuar esa reducción hasta el día 15 de mayo cuando finalmente se produzca la rebaja definitiva. Eventualmente, si es que la reducción es menor, o por un monto distinto, las tasas van a continuar disminuyendo y ajustándose gradualmente hasta esa fecha. Por lo tanto, de acuerdo a ello habría un espacio para la economía chilena para reducir, de acuerdo a su evaluación, 25 puntos base la tasa de interés de política monetaria.

La Consejera señora Ovalle señala que no hay duda que la decisión es muy difícil, porque existen elementos de peso similar tanto a favor como en contra para ambas opciones. Coincide con la División de Estudios en que el riesgo de bajar la tasa de instancia es pequeño en relación al objetivo de inflación, porque en este momento hay holguras para hacerlo. Es importante, dice, considerar que en este momento hay fuentes de incertidumbre como son la decisión de la Reserva Federal respecto a su tasa de política, la situación de Argentina, la caída en el precio del cobre y la posibilidad de que la actividad mundial empeore.

Existe, por otro lado, una demanda interna más débil de lo esperado y las cifras de desempleo van en alza, lo cual justifica la inclinación a bajar la tasa ya que, aunque es cierto que en el corto plazo su incidencia es mínima, puede tener efectos sobre las expectativas.

Otro elemento que le hace peso, para esta inclinación, es lo planteado por Klaus Schmidt-Hebbel en relación a que el crecimiento del país presenta una tendencia a la baja, lo que favorece una tasa de interés más expansiva.

Le preocupa que una reducción de 50 puntos base entregue al mercado una señal en el sentido que el escenario futuro previsto por el Banco Central es más pesimista. En este contexto, opta por una decisión más cautelosa que es bajar la tasa en 25 puntos base.

El Presidente señor Massad manifiesta que ha estado pensando este tema desde hace varios días y conversando con algunos de los presentes, porque cuesta, con la información que se tiene a la vista, formarse una opinión muy clara y definitiva respecto de si mantener o rebajar y de si rebajar 25 ó 50 puntos base. De hecho, dice, de la exposición que hacía Pablo García, se desprende que hay por lo menos cuatro indicadores que están apuntando hacia arriba: las importaciones de bienes de consumo parecen estarse recuperando y las ventas de automóviles ya dejaron de caer; las expectativas de los consumidores parecen haber mejorado en la última encuesta disponible, lo que también apunta en la dirección



positiva; la construcción, cualesquiera que sean las causas, públicas o privadas, también apunta en la dirección positiva y el dinero está mostrando tasas de crecimiento que no se había visto en mucho tiempo, de modo que son cuatro elementos que están claramente apuntando en una dirección positiva e incluso, al parecer, deteniendo o revirtiendo tendencias negativas que mostraban hasta hace poco tiempo.

Pero al mismo tiempo, manifiesta el señor Massad, se encuentran ciertas indicaciones que se mueven en la dirección contraria: el sector externo está cada vez menos estimulante con la economía chilena; el Banco Mundial, según se informa hoy día, habría reducido a 1,2% la tasa de crecimiento de la economía de Estados Unidos lo que hace esperar otras bajas de tasa; existe el riesgo inminente en el caso de Argentina; están las cifras de empleo que no muestran ninguna recuperación y por el contrario, parecen anunciar un deterioro adicional en los próximos meses, de modo que existe un conjunto de síntomas que apuntan en todas las direcciones, lo cual hace bastante difícil adoptar una visión muy definitiva y clara en materia de tasas de interés.

Sin embargo, señala, hay dos elementos que le hacen también inclinarse a favor de una leve reducción de la tasa. Uno, son las expectativas sobre tasas. Si realmente no se validan las expectativas existentes, lo que se está haciendo de hecho es contraer. Se le está anunciando al mercado que su expectativa de baja de 25 puntos base está equivocada y por tanto, eso resulta, desde el punto de vista del mercado, como contractivo. Hoy día el mercado está funcionando con tasas de interés de corto plazo más bajas que las nuestras, anticipando una baja de 25 puntos base, de modo que si no se hace, de hecho se estaría tomando una posición más restrictiva en el mercado de modo que su inclinación es por validar esas expectativas.

Por otra parte, manifiesta que no aparece de las proyecciones realizadas que el riesgo de inflación sea muy alto hacia el futuro. Supone que estas proyecciones han sido hechas sobre la base de alguna tasa de crecimiento del producto inferior a la que se veía en enero, de modo que ya está recogiendo ese efecto y en esas circunstancias, la baja de tasa no parece tener ningún efecto mayor en términos de inflación y no parece poner en riesgo de ningún modo esas metas. Por el contrario, si se diera el escenario más negativo que ha planteado la División Estudios, lo probable es que la tasa de inflación, considerando la tasa actual de instancia, fuese más baja, incluso a fines del período, que el centro de la proyección del Banco Central. De esta manera, no habiendo riesgos por el lado de la inflación, y que la mantención resultaría de hecho restrictiva y tomando en cuenta el conjunto de los elementos que se observan, se inclina tentativamente por una reducción de 25 puntos base. Tampoco iría más lejos porque cree que como hay ya indicadores que están apuntando en la dirección contraria, ser demasiado entusiastas en esto nos puede poner en un peligro a un plazo relativamente breve.

Señala que lo anterior significa que si estos cuatro indicadores que están mostrando resultados positivos a futuro, tienden a afianzar su tendencia, tendría que haber una evidencia muy clara de que otros factores están fuertemente negativos para que se procediera a una baja adicional de tasa. Cree que si los cuatro factores que mencionó, que muestran ahora tendencias positivas, se asientan en esa dirección, estima que los factores negativos que también se han indicado tendrían que acentuarse bastante, antes de que se estuviera en condiciones de hacer una nueva baja de tasa.

Agrega que el próximo mes ya se tendrá un mes más de observaciones sobre estos cuatro elementos positivos y sobre otros que permitirán saber si esas tendencias se afianzan en una dirección o en la otra, y ése probablemente sea el momento para modificar o no modificar la visión sobre la tasa de interés.

Termina diciendo el señor Massad que en principio, su opción también sería de reducir la tasa, aunque una reducción muy moderada.



El Presidente ofrece la palabra a los señores Consejeros.

El Consejero señor Desormeaux señala que al plantear una leve preferencia en favor de mantener la actual tasa, ha considerado que como nunca ésta es una ocasión en la cual resulta difícil tomar una opción. Indica que hay argumentos importantes en una dirección y también en la otra, y dado que hay una preferencia, aunque no marcada, a favor de una rebaja de 25 puntos base, él se suma a esa posición.

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

17-01-010410 – Tasa de Instancia Monetaria.

El Consejo, por la unanimidad de sus miembros, acuerda reducir la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, desde UF más 4% a UF más 3,75%.

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

El Presidente propone el siguiente texto para el Comunicado:


“ En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió hoy reducir la tasa de interés de política en 25 puntos base, desde UF más 4% a UF más 3,75%. Los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustaron también en 25 puntos base.

El Consejo ha estimado que la consolidación de un cuadro de lento crecimiento de la demanda interna y desaceleración de la economía mundial mantendrá comprimidas las presiones inflacionarias. En este contexto, una reducción de la tasa de política monetaria como la dispuesta es coherente con una trayectoria de la inflación que converge hacia 3% anual dentro del horizonte de 12 a 24 meses considerado habitualmente.

Considerando el mayor grado de incertidumbre que se aprecia en el entorno internacional y regional, así como los desarrollos económicos internos, el Banco Central usará la política monetaria con la flexibilidad necesaria para enfrentar las desviaciones, en cualquier dirección, que se proyecten en la trayectoria de la inflación respecto de la meta establecida.”


El Consejo aprueba el texto del Comunicado.


JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente


CARLOS MASSAD ABUD
Presidente


JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero


MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera


MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe