



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 30
DE POLITICA MONETARIA
celebrada el 12 de marzo de 2002

En Santiago de Chile, a 12 de marzo de 2002, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Carlos Massad Abud, con la asistencia del Vicepresidente don Jorge Marshall Rivera y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina, señor Jorge Desormeaux Jiménez y señor José De Gregorio Rebeco.

Asiste la Ministra de Hacienda Subrogante, doña María Eugenia Wagner Brizzi.

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 Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;
Gerente de Análisis y Operaciones Internacionales, don Sergio Lehmann Beresi;
Secretaria Ejecutiva del Gabinete de la Presidencia,
doña Cecilia Feliú Carrizo;
Jefe de Prosecretaría, doña Cecilia Navarro García.

I. Resolución sobre Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 29, celebrada el 19 de febrero de 2002.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo el Proyecto de Acta de la Sesión N° 29, celebrada el 19 de febrero de 2002, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

II. Resolución sobre Minuta del Acta correspondiente a la Sesión N° 28, celebrada el 10 de enero de 2002.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo la Minuta correspondiente al Acta de la Sesión N° 28, celebrada el 10 de enero de 2002, la que se aprueba sin observaciones.

III. Fecha Sesión de Política Monetaria del mes de septiembre de 2002.

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de septiembre de 2002, para el día 5 de ese mes.



BANCO CENTRAL DE CHILE

IV. Exposición.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, entrega el siguiente Informe:

SÍNTESIS DEL MES

Se continúan apreciando indicadores que señalan perspectivas de debilidad para el gasto interno en el corto plazo. Esto se ve en particular en el comportamiento de las importaciones, cuyo repunte durante el mes de enero fue efímero, observándose en febrero una caída en doce meses del valor de 24%. Por el lado de la actividad, las noticias han sido positivas, destacando el mejor panorama para la economía de los Estados Unidos para este año, lo que de hecho ya ha redundado en un incremento en las proyecciones privadas de crecimiento para el año 2003, desde 4,1% a 4,5%, respecto de lo anticipado en la reunión de política monetaria pasada. Para este año, en todo caso, se mantienen perspectivas de crecimiento del orden de 3%. La encuesta de expectativas de marzo sitúa la inflación esperada en 2,8% y 3% a fines del 2002 y 2003, y espera relajamientos adicionales de la política monetaria en el corto plazo.

En febrero ya se destacó que los sectores que habían impulsado el crecimiento del gasto interno durante el año pasado revelaban signos preocupantes de debilidad. La información más reciente confirma este diagnóstico. La inversión en construcción se ha visto impactada negativamente por el menor dinamismo del mercado de la vivienda hacia fines del año pasado. La fuerte caída en los permisos de edificación ya se refleja en menor demanda por insumos, lo que además anticipa una caída en el empleo del sector durante el segundo trimestre del presente año. La inversión en maquinaria importada sigue con una tendencia declinante, a lo que se añade ahora tres meses consecutivos de caídas de las ventas domésticas de bienes de capital.

El consumo privado durante el segundo semestre del año pasado mantuvo tasas de crecimiento relativamente elevadas, sustentado por un incremento en los ingresos de trabajo (3,6% promedio anual), gracias al mayor empleo en sectores importantes de la economía, como la construcción, la industria y comercio. Como se mencionó, el panorama para el empleo en la construcción durante los próximos trimestres se aprecia bastante negativo, pero para el caso de la industria el repunte de la producción de enero, que revirtió la fuerte caída de diciembre, junto con un modesto incremento del empleo, permiten ser algo menos pesimistas. El empleo en comercio se aprecia estancado. En términos globales, se ve difícil un incremento importante de la ocupación en los próximos trimestres que permita mantener el crecimiento del consumo y las ventas del comercio al ritmo que muestran en la actualidad.

La proyección de crecimiento de la demanda interna para el primer trimestre se ha corregido a -1,0%, desde la cifra entre 2% y 3% que se incorporó en las proyecciones del Informe de Política Monetaria de enero. Esto indica que el repunte en la acumulación de existencias aún no se afianza, a pesar de la situación más estable que presentan los mercados financieros.

El tipo de cambio muestra una tendencia a la apreciación. En lo que va de marzo el tipo de cambio observado promedió \$669 por dólar, mientras que el tipo de cambio real 5, que excluye la fuerte apreciación bilateral con Argentina, se ubica en un nivel muy similar respecto del promedio de enero. Esta situación en el mercado cambiario se puede asociar con la persistente tendencia a la reducción que presenta el *spread* de la deuda soberana chilena, que ha alcanzado en los últimos días cifras ligeramente por sobre los 130 puntos base. Esto ha ocurrido en paralelo con reducciones de los *spreads* de deuda de otras economías emergentes importantes, como Brasil y México, y a pesar de la latente crisis económica y social en Argentina. Las tasas de interés de largo plazo en Chile han seguido esta tendencia. En el



BANCO CENTRAL DE CHILE

caso de las tasas de mercado, la información disponible a marzo muestra que se ha producido una leve caída en las tasas de colocación nominales de 1 a 3 años, probablemente asociadas a las ofertas de créditos de consumo anunciadas en la prensa. Las tasas de 90 días a 1 año en todo caso continúan con tendencia al alza.

En contraste con las débiles perspectivas para el gasto interno, el panorama para la actividad se ve algo más promisorio, gracias a la mejoría en el entorno internacional. En todo caso esto hasta ahora se aprecia mayormente sólo en los Estados Unidos, y se ha visto compensado con el deterioro del crecimiento de otros socios comerciales importantes para Chile. Por último, cabe mencionar que los efectos domésticos de este eventual mejor escenario internacional no se apreciarían en lo inmediato.

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA

I. Escenario Internacional

En las últimas semanas se ha ido consolidando la visión que la economía norteamericana muestra una recuperación más rápida de lo esperado. Las cifras para el cuarto trimestre del 2001 fueron corregidas al alza desde 0,2% a 1,4%, y los indicadores de actividad industrial, de consumo y del mercado laboral han mejorado respecto de las observaciones previas. Se ha producido una nueva revisión al alza en las proyecciones de crecimiento para esta economía, alcanzando en la actualidad a 2,1% para el 2002, cifra que se compara con el 1,4% considerado en la reunión de política monetaria de febrero.

Las correcciones anteriores han generado una revisión también al alza en las economías emergentes de Asia. De esta forma, la actividad mundial durante el presente año presentaría un crecimiento de 2,5%, cifra superior al 2,1% considerado en enero pasado. El crecimiento de los principales socios comerciales de Chile también se modifica al alza, aunque sólo 0,1 punto porcentual, puesto que América Latina ha registrado revisiones a la baja en su crecimiento.

Las proyecciones de precios del cobre se mantienen sin modificación respecto de la reunión pasada. Se espera un precio de US\$0,72 por libra en el 2002 y US\$0,80 por libra el próximo año. No obstante las mejores perspectivas de crecimiento, los inventarios del metal rojo continúan incrementándose. Respecto del petróleo, su valor *spot* fluctúa entre US\$20 – US\$22 por barril y no se han verificado mayores noticias que sugieran modificar las proyecciones de enero.

No se esperan nuevos movimientos expansivos en la política monetaria de las principales economías del globo. Por el contrario, se producirían aumentos graduales de las tasas de interés de política a partir de la segunda mitad del 2002.

Desde fines del 2001 se ha observado un mejoramiento importante de los flujos de capitales hacia las economías emergentes, tanto en los mercados de bonos, como accionarios, estos últimos principalmente luego del caso ENRON. Esto ha significado la reducción de los *spreads* soberanos de estas economías, dentro de las cuales destacan en América Latina Chile, Brasil y México.

En Argentina se mantiene la situación de *default* y congelamiento de depósitos ("*corralito*"), pese a que se han verificado avances en términos de su flexibilización. El peso argentino ha registrado una depreciación de 55% desde su liberalización, magnitud que podría ser mayor de no mediar las restricciones aún existentes en el sistema financiero.



BANCO CENTRAL DE CHILE

II. Mercados Financieros

Durante febrero las tasas de interés de todos los documentos del Banco Central mostraron una trayectoria descendente, acorde a la evolución de la tasa de política monetaria. Los pagarés reajustables alcanzaron valores mínimos de UF+4,2% y UF+4,7% para los PRC-8 y PRC-20 años, respectivamente, en tanto que los documentos nominales descendieron hasta 30 puntos base durante el mes. Esta disminución se traspasó prácticamente sólo a las tasas nominales de captación. Las tasas de colocación han seguido aumentando, en particular en los plazos superiores a 90 días, lo que ha significado un incremento considerable en los *spreads*. Durante los primeros días de marzo las tasas de interés de las colocaciones nominales denotan las mayores caídas en las operaciones de largo plazo (1 a 3 años), en tanto que las de 90 días a un año, continúan con tasas de interés al alza.

De acuerdo a la encuesta de expectativas de marzo, que realiza el Banco Central, el mercado espera un nuevo recorte de la tasa de política monetaria del orden de 50 puntos base en el corto plazo. La curva *forward* arroja un resultado similar, para mostrar posteriormente incrementos en los trimestres venideros, finalizando el año con una tasa en torno a 6,3%.

Debido a la escasez de transacciones, por la menor actividad de los mercados financieros típica de esta época del año, fenómeno que se adiciona al menor plazo de madurez de las operaciones, se observó un alza de la tasa de interés real media de los bonos corporativos. Esto produjo un mayor recargo de estos instrumentos respecto del PRC, alcanzando el nivel más alto desde septiembre de 1998. En efecto, en marzo esta situación se ha corregido y el recargo ha disminuido más de 50 puntos base. Las tasas hipotecarias, en tanto, mostraron una evolución a la baja, pero menor a la de los PRC, no obstante en las letras con tasas de emisión menor al 6% se ha observado una significativa disminución (niveles cercanos a 6%). Con todo, la tasa de interés real media de las tasas hipotecarias se sitúa actualmente en torno a 6,2% y las de los bonos de empresa, en torno a 6,7%.

Los agregados más líquidos —circulante y M1A— mantienen variaciones reales anuales sobre los dos dígitos. A lo largo de marzo se espera que esta variación sea sustancialmente menor que la de los meses previos, dada la mayor base de comparación (marzo 2001).

Las colocaciones totales —al sector público y privado— registraron un magro resultado en febrero. Este resultado puede obedecer, por una parte, a factores de demanda basados en la postergación de la toma de créditos ante los anuncios de bajas en las tasas de los créditos de consumo en marzo. Por otra, puede estar asociado a factores de oferta —no del todo especificados— que han significado incrementos en las tasas de interés de colocaciones para algunos plazos. Los créditos al sector privado continúan con una evolución positiva de los créditos destinados a empresas y a consumo.

En febrero, el tipo de cambio presentó una fuerte volatilidad, principalmente durante la primera quincena, explicada por la flotación del tipo de cambio argentino. La segunda parte del mes, en tanto, mostró un peso más estable, con cotizaciones en torno a \$675 por dólar. El recorte de la tasa de política monetaria efectuado el 19 de febrero no tuvo un efecto posterior en la cotización del dólar, lo que indica que esta medida monetaria ya estaba asimilada por los precios de mercado.

Con respecto a las monedas de la región, el real brasileño también se mostró estable (R\$2,4 por dólar). El peso argentino, que comenzó el mes cotizándose en Ar\$2 por dólar, posteriormente se depreció 5% (desde la última reunión de política monetaria).

Las expectativas de más corto plazo (tres meses) que se obtienen de las cotizaciones de los operadores *Bloomberg* y de los contratos *forward*, mantienen un nivel del tipo de cambio de \$680 por dólar. Para los plazos posteriores se observa una tendencia moderada de



BANCO CENTRAL DE CHILE

depreciación, en línea con las expectativas de recuperación de la economía de Estados Unidos.

Considerando las expectativas de inflación y tipo de cambio de *Consensus Forecast*, se estima que desde diciembre a la fecha el TCR5 se ha apreciado cerca de 1%. Se espera que este escenario para el TCR se mantenga durante la primera mitad del año 2002.

La actividad bursátil chilena se mostró débil en el último tiempo, presentando una caída de 3,7% acumulada a febrero. Esta caída tiene su origen en las disminuciones que han presentado las acciones de empresas que se encuentran relacionadas con la situación argentina. Si a la evolución del IPSA se le quitan las 14 empresas (38% de incidencia en el índice), con presencia en Argentina, se observa un crecimiento de este índice del orden de 1,5%, para igual período. De igual forma, el IGPA también presenta una caída de 2,2% en lo que va corrido del año. Sin embargo, en la última semana, tanto el IPSA como el IGPA han mostrado una importante recuperación en términos mensuales (5,0% y 3,2%, respectivamente). Incidieron en el alza de estos índices, los positivos indicadores de la economía de Estados Unidos y las perspectivas de una pronta solución de la crisis argentina.

III. Actividad y Empleo

Actividad y Gasto

Respecto a la minuta de febrero, las proyecciones de PIB para el primer trimestre del 2002 se corrigen a la baja, con un crecimiento anual esperado de 2,5% con base 1996.

La fuerte caída experimentada por las importaciones durante febrero (-24%) y la perspectiva de una disminución similar para marzo —dada la alta base de comparación— sustentan peores perspectivas para la demanda interna respecto de lo previsto en la reunión pasada. Así, durante el primer trimestre del 2002 se prevé que el gasto se contraiga 1,0%.

Se espera que las exportaciones de bienes y servicios crezcan 5,2% durante el primer trimestre del 2002, mientras que las importaciones desciendan 6,1% anual, bastante por debajo de la estimaciones previas, debido al pobre desempeño reciente de las mismas.

Demanda Interna

Durante enero, el consumo privado habría mostrado un moderado aumento. Esto se explica por el incremento de las ventas de consumo habitual (7,8% anual), el que se compensa en parte, por la disminución de las ventas de bienes durables (-24,2%), las cuales revirtieron la leve recuperación que habían mostrado a fines del año pasado. Las importaciones de bienes de consumo, continuaron cayendo en enero (-7,2%), por lo que se mantendría la hipótesis de la sustitución de bienes importados.

Respecto de la inversión, se prevé un pobre desempeño en los próximos meses, debido a la fuerte contracción prevista en la construcción y a la debilidad de la evolución de las ventas e importaciones de capital. En efecto, los permisos de edificación habitacionales y de establecimientos cayeron sustancialmente por segundo mes consecutivo en enero del 2002.

En enero se registró una leve recuperación de las importaciones de bienes de capital (1,5%), luego de un fin de año muy deprimido. No obstante ello, cifras preliminares de febrero anticiparían una reversión de este crecimiento. Por su parte, el índice de ventas de bienes de capital, sigue mostrando niveles muy deprimidos.

De acuerdo a la nueva información del catastro de inversión de diciembre 2001, se observa una corrección a la baja en las estimaciones de inversión para los próximos años. Dadas las



BANCO CENTRAL DE CHILE

características de esta información, las cifras de este catastro están sujetas a ajustes en adelante, tal como ha sido la tónica de los últimos informes.

La actual corrección se debe principalmente a la postergación de proyectos en el sector telecomunicaciones y a los cambios en el programa de inversiones en minería (explicados por algunos cambios de propiedad). No obstante, para el 2002 destaca la inversión en puertos, específicamente Mejillones, en proyectos de expansión minera, además de las licitaciones de obras viales e inversiones sanitarias. Para los siguientes años sobresalen proyectos industriales, como ALUMYSA, y la construcción de nuevas plantas generadoras de energía.

Respecto al sector externo, durante enero continuó el dinamismo en las exportaciones, en particular en aquellos componentes no tradicionales.

El volumen total de exportaciones aumentó en 9,3% en enero, explicado por el favorable comportamiento de los productos no tradicionales —salmones y truchas, jugos de fruta, vinos, y químicos— con una variación de 20,8% en el período. Las exportaciones tradicionales distintas de cobre crecieron 5,5% y las de cobre 2,1%.

Las importaciones, por su parte, aumentaron sus volúmenes 2,7% en el mes, con una caída en las de consumo de 1,8%. Esta disminución se vio más que compensada por el incremento en las importaciones de bienes de capital (5,4%) e intermedios (3%), dentro de las cuales distinguieron las de combustibles, con un incremento de 5%.

Mercado Laboral

Durante el trimestre móvil finalizado en enero del 2002, la tasa de desocupación nacional registró una leve alza respecto al trimestre anterior al situarse en 8,0%. Al aislar los efectos estacionales, la tasa de desempleo se mantiene estable en torno a 9,0%.

En todo caso, luego de descontar los programas de empleo estatales de las cifras globales, se observa un incremento del empleo privado durante enero.

A nivel sectorial, luego de desestacionalizar las series, en el comercio se acentúa la trayectoria decreciente que se venía observando desde fines del 2001, mientras que en la industria la ocupación continúa mostrando una recuperación. Esta dinámica de la industria contrasta con la información de empleo de SOFOFA, la que muestra una trayectoria decreciente desde febrero del 2001.

Las cifras de los permisos de edificación de enero, permiten reafirmar el diagnóstico previo sobre la anticipación de una fuerte caída en la ocupación del sector construcción durante el segundo trimestre del 2002, a pesar de los incrementos puntuales del empleo de este sector en las observaciones recientes.

Para los meses de febrero y marzo se espera que la cifra de desempleo se mantenga en niveles cercanos a los del último trimestre. Sin embargo, para los meses de invierno es probable que las tasas de desempleo se acerquen a dos dígitos, debido a la estacionalidad propia de este período.

IV. Precios y Costos

En febrero el IPC registró una variación nula. Como era de esperar, el grupo alimentación presentó una caída importante, conforme al patrón estacional que se observa en esta época del año, con una incidencia negativa de 0,25pp. del índice total. En el mismo sentido, los precios que se agrupan bajo la categoría de vestuario mostraron una caída también en línea con la temporada. Los factores más relevantes que anularon estas disminuciones tienen su origen en el alza de precios observada en todos los subgrupos de la categoría salud, que

43
43



BANCO CENTRAL DE CHILE

afectó positivamente al IPC en 0,21pp. El ítem con mayor variación dentro del rubro es el referido a productos médicos, con algo más de la mitad de incidencia. La expansión en los precios de estos productos valida el diagnóstico previo de algún grado de traspaso del incremento del tipo de cambio a precios.

Por otro lado, se observa que la dinámica del IPCX muestra un crecimiento anual de 3,4%, siguiendo con la tendencia al alza anticipada en la anterior reunión de política monetaria. En el caso específico del IPCX1, que considera los precios mayormente determinados por la fuerza de oferta y demanda, su tasa de crecimiento anual se ubicó en febrero en 3,2%, por sobre el 3% del mes anterior. En el próximo trimestre se espera que este indicador fluctúe en torno a un valor promedio anual de 3,1%.

Por el lado de las expectativas de los agentes, la encuesta de marzo realizada por el Banco Central señala que la inflación a fines del 2002 se situará en 2,8%, por primera vez bajo el valor central del rango meta y 1,1% inferior al valor máximo registrado a comienzos de noviembre. Para diciembre del 2003, se espera se ubique en 3%, inferior a las observaciones previas y similar a lo que se esperaba en agosto del 2001.

Por su parte, el diferencial que se obtiene de las tasas de mercado de papeles nominales y reales muestra caídas de la inflación de consideración a un año plazo. En efecto, éstas se ubican por debajo del 2%, cifra que contrasta ampliamente con el 4% implícito a principios del cuarto trimestre del 2001. Esta señal implícita puede estar siendo distorsionada por el efecto conjunto de una mayor demanda de este tipo de documentos respecto a su cupo de licitación, y primas por riesgo más elevadas, debido a cuatro meses consecutivos de IPC en torno a 0%.

Tal como se esperaba, durante enero el índice nominal de remuneraciones por hora denotó un menor crecimiento anual respecto de diciembre (5,3%), producto de las cláusulas de indización asociadas a las menores inflaciones a partir de octubre del 2001. Los salarios reales, por el contrario, experimentaron un incremento respecto de los meses previos, debido a la baja inflación de enero. A futuro se espera un menor crecimiento de los salarios nominales, dada la trayectoria de inflación de los últimos meses.

V. Perspectivas de corto plazo

Para el trimestre venidero se anticipan inflaciones mensuales promedio de 0,4%, con lo cual el IPC acumularía un incremento anual de 2,3% a mayo. Se espera que en marzo, el incremento mensual del IPC sea de 0,6%, similar a lo habitual, fundamentalmente basado en los reajustes de los servicios de educación. Tanto en abril como en mayo el IPC aumentaría 0,3%. El IPCX, por su parte, mostrará incrementos mensuales similares a los del IPC, finalizando mayo con un incremento en doce meses de 3,3%.

El Presidente ofrece la palabra a los asistentes.

La Consejera señora Ovalle señala que en la reunión de política monetaria del mes de febrero, hace sólo 20 días, el escenario central del Informe de Política Monetaria de enero se mantenía constante con un comienzo de despeje de la situación internacional, principalmente gracias a la recuperación más pronta de Estados Unidos; los antecedentes de la economía interna que preocupaban seguían mostrando signos de debilidad y se manifestó que probablemente habría un rezago en su mejoramiento. Las variables que presentaban niveles bajo lo proyectado, eran las mismas que según el Informe de Política Monetaria podían verse más afectadas, es decir, el escenario no había variado pero la incertidumbre en estas variables continuaba más de lo esperado. Se concluyó que no hay necesariamente un efecto automático del mejoramiento de la actividad mundial que se refleje inmediatamente en nuestra economía y se estimó en esa ocasión, un rezago en torno a dos meses.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Las perspectivas de crecimiento para la economía chilena, según el Informe presentado hoy, se mantienen en torno a 3%, pese a que hay mayor optimismo entre algunos analistas, por las positivas noticias externas: perspectivas de crecimiento de exportaciones y de términos de intercambio, bajo nivel de spreads de deuda, lo cual redundaría en un crecimiento mayor. Es cierto que en materia de actividad las proyecciones no son optimistas debido a que la demanda interna está débil. Los componentes que muestran esta debilidad son los relativos a inversión: a la desacumulación de inventarios y a la falta de inversión en capital fijo, se suman señales de debilidad de la construcción y respecto del consumo su evolución está directamente relacionada con la evolución del mercado del trabajo. Según el Informe presentado, el panorama para los próximos trimestres es peor al actual, de modo que será difícil mantener el ritmo actual de crecimiento del consumo y ventas de comercio.

Considera que los antecedentes presentados por la División Estudios son más pesimistas que los análisis de mercado, especialmente en relación a la situación de Estados Unidos y del crecimiento de Chile para el año 2002, por lo tanto, solicita al Gerente de Estudios más detalle del por qué de esta situación.

Otro punto es conocer el avance sobre algunos temas que quedaron pendientes en la reunión pasada que considera de gran importancia. Le gustaría saber cómo están siendo abordados por la División Estudios los siguientes temas: El traspaso de la tasa de política monetaria a los créditos bancarios; el estudio sobre el nivel de tasa neutral y cómo alcanzarla, respecto a lo cual el Presidente informó esta mañana que habría un seminario el próximo viernes; estudio acerca de efectos de la política fiscal sobre la economía y necesidad de tener información sobre índices de confianza, que parece ser una de las problemáticas que está afectando el nivel de efectividad de las políticas.

Un tercer tema que desea plantear la Consejera señora Ovalle está en relación con la nueva información de cuentas nacionales. Manifiesta que su efecto no fue considerado en la minuta de Política Monetaria presentada para esta reunión, pero sí tomó relevancia en la presentación de las opciones. Además, hay que considerar que estas cifras se darán a conocer el 25 de marzo. Le gustaría que la División Estudios ampliara su opinión al respecto, ya que estas cifras no son en absoluto definitivas y su publicación, 13 días después de esta reunión, podría generar presiones para un nuevo recorte de tasas. Señala que es necesario considerar que esta nueva información de "carácter excesivamente preliminar", frase que fue utilizada en la opción para bajar 75 puntos base, cambia las perspectivas inflacionarias y de crecimiento. Consulta cuál es el mensaje que se quiere transmitir al mercado y cómo afecta la credibilidad del Banco Central el hecho de que una parte de la baja de la tasa de interés se deba a este factor que no puede estar considerado en el comunicado debido a la fecha posterior en que se darán a conocer las cuentas nacionales con base 1996.

El Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés, explica, respecto de cómo compatibilizar el mayor optimismo que existe hoy en el mercado y las proyecciones que presentó la División Estudios en la reunión anterior, que el escenario que se presentó en la reunión pasada contenía una mayor debilidad del gasto, lo que implicaba riesgos a la baja, no menores, para el crecimiento de este año y el próximo. Indica que desde ese tiempo a esta parte se han configurado básicamente dos cosas: primero, mayor optimismo en el panorama internacional, lo que es reflejo de cifras de Estados Unidos y permite ser algo más positivo de lo que se indicó en febrero en términos de actividad, aunque no del gasto, porque este desarrollo produce básicamente un efecto de demanda externa. Y segundo, la disminución misma de la tasa de interés en 50 puntos base hace que ese escenario más bien negativo sea amortiguado, al menos, parcialmente.

Con respecto a las implicancias de las nuevas series de cuentas nacionales, hace presente que no fue fácil decidir su forma de presentación para esta reunión. Debido a que se trata de un cambio que ocurre cada siete o cada diez años, se decidió sacarlo de la



BANCO CENTRAL DE CHILE

minuta, considerando que es un antecedente, en principio, bastante diferente al seguimiento normal que se hace de las variables. Por lo tanto, cree que merece un tratamiento aparte, y por tal motivo se incluye en la discusión de opciones. De hecho, hay un cuadro en el documento de opciones, al que se podría volver después, que justamente resume las implicancias que podría tener la revisión de cuentas nacionales.

Manifiesta el señor Valdés que lo decidido corresponde sólo a una forma de ordenar la información, lo que puede ser materia de discusión. No obstante, señala que vale la pena tener presente que la revisión de cuentas no puede, por sí misma, cambiar la realidad. La realidad sigue siendo la misma y, en ese sentido, los nuevos datos se complementan con algo que ya se discutió en la reunión pasada, y es que quizás las brechas de actividad se estaban subestimando. O, lo que es lo mismo, que el grado de expansividad que tiene la política monetaria podría ser inferior a lo adecuado. Esta discusión respecto del tamaño de las brechas, en todo caso, es un tema que calza mejor con la discusión de opciones de política monetaria, que es el momento en que se hace la evaluación respecto si la expansividad de la política monetaria es la correcta o no, dado el conjunto de antecedentes de la economía internacional y nacional.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor García, respecto al mayor optimismo que se mencionaba como antecedente de la economía doméstica, agrega que éste se manifiesta, sobre todo, en las expectativas de crecimiento que se dan en la encuesta para el año 2003. Estas están ahora algo por encima de lo que se observaba el mes anterior, un 4,5% en vez de 4,1%. Sin embargo, hay que notar que estas dos cifras siguen estando por debajo de las que el Banco Central presentó en su Informe de Política Monetaria de enero, de 5,3%. Por ello, el reciente ajuste al alza de las proyecciones privadas se puede interpretar como una corrección de un excesivo pesimismo de hace algún tiempo.

La Consejera señora Ovalle consulta respecto a los avances de lo solicitado.

El señor Valdés señala que las minutas están listas y que el próximo viernes habrá un seminario interno respecto de la tasa neutral y del traspaso de tasas. Quizás, dice, lo más relevante de los resultados para la discusión de esta reunión es que, respecto de la tasa neutral, el diagnóstico que mantiene el Banco no estaría en lo sustancial equivocado, por lo que no amerita un cambio de visión respecto de la política monetaria.

El Consejero señor De Gregorio tiene una duda respecto del traspaso de tasa. Manifiesta que del análisis presentado en la minuta respectiva, desde una perspectiva de mediano plazo, se observa que desde el año 2000, cuando comenzó el relajamiento de la política monetaria, hay traspasos desde la tasa de política monetaria a las tasas bancarias. Sin embargo, hace notar que se advierte cierta mayor dificultad en el traspaso en los últimos meses. Parte de eso tiene que ver con la dinámica propia de la operación del sistema financiero, pero también puede haber influido la nominalización, en particular, en los meses de inflación muy baja, cuando subieron fuertemente las tasas en UF. Por lo anterior, tal vez tomen un tiempo en materializarse nuevas bajas de tasas en el sistema financiero. Señala que le gustaría saber si el staff tiene alguna noción de cómo y en qué horizonte de tiempo ocurre el traspaso desde la tasa de política monetaria hacia las tasas de mercado.

El Gerente de División Política Financiera, señor Herrera, señala sobre el tema del traspaso, que lo que se ha observado es que efectivamente se produce un traspaso, pero que depende del tipo de operaciones. Es algo que se verá en mayor detalle en un próximo seminario. Manifiesta que el efecto traspaso debe distinguirse de un efecto distinto, dado que en los últimos meses ha habido tasas de inflación muy bajas y ello ha implicado que la tasa de política monetaria, medida en términos indizados, ha aumentado en este período y para las tasas que son equivalentes, tanto de captación en UF como de colocación en UF, también ha



habido un aumento, cuyas perspectivas hacia adelante dependen de lo que sea la evolución futura de la inflación, ex post de lo que ha pasado.

Se refiere a un tema que aparece en la Minuta que repartió la División Estudios y que señala que se produce una tendencia al alza en las tasas de colocación de 90 a 365 días y en eso, cree que es necesario ser más cauteloso en calificar lo que es una tendencia al alza o no. Estas tasas, la tasa de colocación, para igual tasa de captación, tiene una volatilidad de más o menos 50 puntos base para igual nivel. Señala que es muy volátil mes a mes, lo mismo para las tasas nominales. Por lo tanto, no se puede extrapolar una conclusión de tendencia al alza en la forma en que está puesta en la minuta. En términos generales, el principal efecto que se ha visto en los últimos meses de alzas de tasa, son las que son derivadas de registros de inflación más bajos en estos meses puntuales y su efecto sobre los premios y sobre la UF.

El Presidente estima que en esta materia hay que tener en cuenta una información importante y es que la tasa de rentabilidad del sistema financiero es, sin duda, altísima en comparación con cualquier otro sector de la economía chilena y eso probablemente contiene alguna información en materia del grado de competencia que existe en el sector. Ahí se tiene que ver que, en una condición relativamente débil de la economía, que normalmente se refleja con rapidez en los sectores financieros, se han mantenido tasas muy altas de rentabilidad, desusadamente altas en comparación con cualquier otro sector. Señala que ésa es una información que se tiene que procesar porque algo indica y valdría la pena ponerla en conjunto con el análisis de las tasas de interés. No está haciendo ninguna afirmación al respecto, pero cree que esa indicación, en conjunto con las observaciones que existen sobre tasas de interés tiene que ser mirada cuidadosamente, hay algo allí que no le deja tranquilo por decirlo de manera suave.

El Gerente de División Estudios desea complementar el comentario anterior con un elemento que permite entender la discusión existente alrededor de este tema. Señala que las cifras comentadas son cifras agregadas, pero que si se separan las cifras por tamaño de los créditos, la realidad es muy distinta para los créditos más pequeños que corresponden a la mayor parte de los clientes del sistema. De hecho, en los créditos inferiores a 500 UF existe un comportamiento diferente, con rebajas menores o nulas. Dice que obviamente hay que buscar cuáles son las explicaciones de esto, pero quiere decir también que al interior del sistema hay distintas realidades y eso ayuda a entender también las distintas perspectivas que hay detrás de la evaluación que hace el público, el mercado y el mundo político.

El Presidente manifiesta que es cierto que los clientes más pequeños son generalmente también más riesgosos, pero al mismo tiempo son clientes cautivos. Señala que es muy difícil para un cliente pequeño cambiarse de banco cuando tiene comprometidas sus garantías en un banco determinado, ya que alzar las garantías de un banco es tarea complicada y difícil, además que tiene un impuesto, de modo que ahí hay elementos que influyen sobre el tema de la competencia que pueden estar afectando también el sistema.

El Gerente General, señor Carrasco, señala que el Informe que se difundió habla de una perspectiva de inflación para el próximo trimestre que va a ser del 0,4% promedio mensual y acá se habló de 0,3%, no sabe si hay algún cambio explícito en eso o alguna equivocación. En todo caso, para el argumento que desea hacer no es muy relevante.

Señala que ha surgido una interpretación de parte de un connotado economista, sobre la eficacia de la política monetaria actual en Chile, en cuanto a que los demandantes de créditos bancarios tomarían su decisión de endeudarse más o endeudarse menos, según las perspectivas de tasas reales de tres o cuatro meses. Y por el contrario el Banco Central fijaría su tasa de política monetaria en función de los próximos 12 ó 24 meses, lo cual podría llevar a un dilema sin solución, salvo que se volviera a hacer política monetaria con tasas reales. Si se sigue esa argumentación, el último cuatrimestre se habría estado con tasas reales altísimas ya que la inflación fue 0% en promedio, lo cual sin duda habría sido un elemento bastante adverso



para una mayor reactivación. Ahora, si esto tuviera algo de verdadero sería bastante preocupante, ya que el Banco Central habría cometido un error importante. También crearía un problema de aquí en adelante porque se está proyectando, o el mercado proyecta, tener una inflación de entre 0,3% y 0,4% lo cual indicaría que se estaría iniciando un período de política monetaria ultra expansiva con tasa de interés real casi cero, para decisiones de pedir o no pedir créditos, entonces, la política monetaria habría pasado de ultra restrictiva a ultra expansiva. Estima que es conveniente plantearse si hay algo de efectivo en esto; las opiniones se pueden simplemente no considerar, pero cree que vale la pena hacer un análisis porque es algo en que si existiera alguna duda, el Banco Central podría ser objeto de fuertes críticas. En lo personal, estima que ese economista está totalmente equivocado, pero piensa que habría que hacer algún esfuerzo por analizar ese argumento.

El Gerente de División Política Financiera cree que el corazón de ese argumento, sin entrar en todos los puntos, es efectivamente decir que para los empresarios o los agentes lo fundamental es mirar la tasa en UF y por tanto, sus decisiones dependerán de eso y que no entenderían que, en el fondo, si cae la UF y aumenta la tasa, el monto a pagar en pesos y la tasa real esperada para estos agentes, no cambia. En cambio, para las personas, la tasa relevante es la tasa en pesos. Todos los créditos de consumo o el 95% de ellos, a uno o dos años, son en pesos. Para los agentes menos sofisticados del sistema las operaciones son en pesos, y para los agentes más sofisticados el tema debiera ser indiferente. En todo caso, la cantidad de créditos en operaciones reajustables ha caído a la mitad de lo que eran hace seis meses. Indica que hace seis meses los flujos de colocación de créditos reajustables, antes de la nominalización, eran un 45% de las operaciones que se estaban haciendo. Hoy día esos agentes, ante una nueva realidad de tasas, han traspasado sus decisiones de créditos a colocaciones nominales.

El Presidente manifiesta que si fuera cierto que en el pasado reciente la tasa ha sido restrictiva para los inversionistas grandes, no se habría visto el traslado hacia emitir instrumentos en el mercado doméstico, que ocurrió masivamente durante una buena parte del año pasado, de modo que no ve cómo pueda sostenerse el argumento del economista. Sin duda, dice, hay un mérito en el argumento en el sentido que para alguien que está con un préstamo amarrado a tasa fija y que no se puede cambiar de ninguna manera, se le introduce un poco más volatilidad a la tasa, pero también se le introduce volatilidad al capital a través del precio de la UF, de modo que son cosas que tienden a compensarse en el proceso, pero probablemente también, desde el punto de vista de los bancos, que tenían un calce distinto entre operaciones en UF y operaciones en pesos durante un período transitorio, y es posible que se vean inducidos a ampliar los spreads para cubrirse de incertidumbres. Estima que esas son cosas eminentemente transitorias y como muy bien se señala, están en proceso de corregirse por la vía de los flujos, de modo que realmente no ve que se pudiera sostener ese argumento con demasiada fuerza y si se sostuviera querría decir que la política monetaria es de aquí en adelante exageradamente expansiva.

El Presidente desea hacer un comentario más general que los puntos específicos que ha mencionado hasta ahora.

Tiene la sensación de que se está entrando en un período de reversión de tendencia que va a generar las típicas dificultades que originan los períodos de reversión. Tiene confianza de que se está entrando en un período de esa naturaleza, pero naturalmente no se está entrando de manera monótonica, sino que habrán ahí altibajos durante algún tiempo que habrá que enfrentar, pero tiene la impresión que dada la situación de la economía mundial, van a existir algunos impulsos positivos desde ese lado, lo que unido a los impulsos positivos que se le pueda dar a la economía, desde el punto de vista de la política monetaria, pueden conducirnos por una senda de crecimiento algo más rápido que el que está previsto. Piensa que los analistas, en general, van a revisar sus proyecciones de la economía chilena hacia arriba, lo que es una buena noticia, porque ayuda desde el punto de vista de las expectativas



BANCO CENTRAL DE CHILE

del mercado mirando hacia adelante. Ya algunas de esas revisiones se han producido, entiende que hay otras en proceso de producirse, que van a ir afianzando la idea de que la economía entra en un proceso de crecimiento algo más rápido de lo que se observaba. Señala que por ahora, lo que está ocurriendo es que las expectativas de los analistas se están acercando a las del Banco Central, cuando antes estaban por debajo de ellas, pero cree que eventualmente en el curso del año pueden tender incluso a superar las expectativas del Banco Central. Pero este proceso no va a ser un proceso sin retrocesos: van a existir algunos reveses parciales, probablemente se va a observar que las importaciones de algún mes caen de nuevo, que algunas cifras de venta o de producción no son tan fuertes como se hubiera deseado, pero se compensan con los meses siguientes; es lo típico de los procesos de reversión de tendencia en que se ven signos bastante mezclados. Piensa que desde ese punto de vista y en la medida que estas tendencias se vayan afirmando, hay que transmitir un mensaje más optimista hacia el futuro del que se ha estado transmitiendo hasta ahora para contribuir a este proceso de afianzamiento de mejores expectativas. Estima que los datos que existen hasta este momento nos ponen sí en un riesgo y es que todo este proceso se realice sin un efecto visible en el tema del empleo y que ese tema más que el de la velocidad del crecimiento dentro de ciertos ritmos, sea el elemento que complique la economía en el futuro. Considera que va a haber un proceso de crecimiento un poco más acelerado del que se ha visto bajo el supuesto que las tendencias mundiales se afianzan, lo que parece ser así por toda la evidencia que hoy día se tiene, aunque no está plenamente garantizado, pero el tema del desempleo va a ser algo que va a estar todavía con nosotros por un tiempo relativamente largo y cree que mirar lo relativo al empleo requiere analizar, no sólo la política monetaria, sino también otros aspectos de las políticas, que incluyen, por ejemplo, lo que ocurre con los salarios mínimos, que generan cierto margen de inflexibilidad al nivel del mercado de trabajo.

Va a hacer otros comentarios sobre estos temas cuando se llegue al punto de las opciones, pero encuentra cierta dificultad para entender algunos de los ejercicios que se han hecho con las nuevas cifras de producto. De hecho, agrega, hemos sido muy exitosos en el pasado en predecir la inflación con las viejas cifras de producto. Ahora se nos dice que las proyecciones de la inflación serán distintas, ¿cómo se concilia el hecho de que fuimos en el pasado muy exitosos en materia de predecir inflación, con el hecho de que las nuevas cifras parecen mostrar brechas distintas, resultados distintos, que nos llevan a corregir las metas de inflación? Cree que aquí hay un tema que hay que mirar muy cuidadosamente, porque la lógica de ese ejercicio, vista así, no le satisface y le gustaría que se analizara ese punto con mucha atención, porque de ahí se pueden desprender aciertos o errores de política en el futuro próximo.

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

Al respecto, el señor Valdés señala lo siguiente:

1. En la última reunión de política monetaria, luego de analizar antecedentes que mostraban una evolución del gasto más lenta que la prevista, una velocidad de la inflación subyacente en torno a 2% anual, un entorno internacional marginalmente más positivo—al compensarse una trayectoria más dinámica de Estados Unidos con problemas más graves en Argentina—y una disminución de las expectativas privadas de inflación, el Consejo acordó una rebaja en la tasa de política monetaria de 50 puntos base. En la reunión algunos consejeros consideraron la posibilidad de un recorte de la tasa de política monetaria mayor a los 50 puntos base, pero se estimó que una disminución de esta magnitud podría no ser bien comprendida por el mercado.
2. Los antecedentes acumulados desde la última reunión de política monetaria confirman y profundizan el escenario descrito en ese momento. En particular:

[Handwritten signature]



BANCO CENTRAL DE CHILE

- Las importaciones de febrero, los indicadores del sector construcción y la evolución del empleo, entre otros, son consistentes con la perspectiva de un gasto deprimido. De hecho, las proyecciones de crecimiento de la demanda interna para el primer trimestre del 2002 han disminuido desde 2,5% en el último Informe de Política Monetaria a -1% en la actualidad (modificación que incluye el cambio de año base). Los positivos datos de importaciones de la primera semana de marzo aún son insuficientes para cambiar este diagnóstico.
 - La evolución de la economía mundial y sus perspectivas son más positivas que lo esperado hace un mes, en particular de la economía norteamericana, cuestión que ya ha tenido efectos en el precio del cobre. En todo caso, sería prematuro cambiar los supuestos de precio en las proyecciones. Por otro lado, las malas perspectivas de crecimiento de algunos socios comerciales latinoamericanos continúan contrapesando este mejor escenario mundial.
 - La revisión de expectativas de inflación del sector privado observada desde fines del año pasado ha tendido a consolidarse, observándose una disminución de entre 100 y 200 puntos bases dependiendo de si se considera la encuesta o diferenciales de tasas de interés. Esta rebaja en las expectativas no ha sido considerada en las proyecciones de inflación y crecimiento.
 - Durante los últimos días también se han acumulado antecedentes respecto de dos elementos adicionales de riesgo para la inflación que tampoco están incluidos en las proyecciones. El primero es un precio del petróleo algo más elevado que el considerado en el escenario central, aunque aún se mantiene en el mercado la idea de que este aumento puede tener un carácter transitorio. El segundo es un tipo de cambio más apreciado, lo que se vincula a perspectivas más estables en los mercados financieros emergentes. En efecto, durante los últimos días el tipo de cambio nominal ha fluctuado entre \$660 y \$670, valores que estarían indicando que el supuesto implícito en el Informe de Política Monetaria de \$690 a fin de año y \$700 a fines del 2003 puede ser pesimista. Los spreads soberanos de Chile, en tanto, han disminuido a 120 puntos base (bono 09) y 140 puntos base (bono 12), en línea con las caídas en los spreads de la mayoría de los países emergentes.
3. Además de analizar los indicadores macroeconómicos habituales, en esta reunión de política monetaria existe información preliminar de las nuevas cuentas nacionales en base 1996. Los antecedentes permiten concluir tentativamente lo siguiente:
- El crecimiento del PIB potencial para 2001-2002 sería menor a lo previsto en el Informe de Política Monetaria en 0,3%, con un promedio de 3,5%. Si bien se mantiene el supuesto de crecimiento potencial en torno a 5% en el mediano plazo (2005), es posible esperar que la convergencia hacia ese nivel sea más lenta.
 - La brecha entre PIB y PIB potencial para 2001-2002 sería aproximadamente 0,5% mayor que lo estimado previamente.
 - La trayectoria actual del PIB y del gasto sería algo más dinámica con las nuevas cuentas, aunque el patrón de desaceleración se mantiene. Las estimaciones preliminares del crecimiento de estas variables durante el último trimestre del año pasado son las siguientes:

Crecimiento PIB y Gasto 2001T4



BANCO CENTRAL DE CHILE

	Base 1986		Base 1996	
	Var 12 Meses	Velocidad (*)	Var 12 Meses	Velocidad (*)
PIB	2,1	2,6	1,8	3,3
Gasto	-5,2	-7,6	-3,4	-4,4

(*) Variación trimestral desestacionalizada anualizada controlando por días de trabajo.

4. La nueva información de cuentas nacionales cambia las perspectivas inflacionarias y de crecimiento. La estimación de este cambio es aún preliminar y se basa en dos ejercicios de proyección que se comparan con el escenario de gasto débil de la reunión de política monetaria de febrero de 2002 actualizado con la rebaja de tasa de política monetaria acordada en ese momento. El primer ejercicio considera las proyecciones incluyendo los nuevos datos de PIB y brecha de la nueva base usando el mismo modelo que se utilizó para el Informe de Política Monetaria de enero. El segundo es una proyección que incluye una estimación preliminar del modelo con las nuevas cuentas considerando el mismo escenario anterior. (Estos ejercicios son diferentes a los presentados en el seminario de Nuevas Cuentas Nacionales que se basaron en el escenario no actualizado descrito en el Informe de Política Monetaria.)

Los resultados de estos ejercicios muestran que la nueva información de cuentas nacionales produce una proyección de inflación hacia fines del horizonte de política que es entre 4 y 5 décimas menor a la proyección base. La proyección de crecimiento, por su parte, se ve corregida marginalmente al alza. Detrás de ambos cambios de proyección está la estimación de una mayor brecha.

Ejercicios de Proyección con Nuevas Cuentas Nacionales

	Escenario Febrero 2002 Gasto débil – TPM 5,5%		Efecto de nuevas CCNN		Efecto de nuevas estimaciones	
	2002	2003	2002	2003	2002	2003
Inflación IPC dic/dic	3,1	2,8	2,7	2,3	2,7	2,4
Inflación IPCX dic/dic 3,5	2,4		3,1	2,0 (2)	3,1	2,1 (3)
Crecimiento promedio	3,1	5,1 (1)	3,1	5,2 (2)	3,1	5,3 (3)

(1) Menor crecimiento se ve parcialmente compensado por reducción de TPM de febrero

(2) Mayor brecha estimada con nuevo AB afecta sobre todo a la inflación, teniendo un pequeño efecto sobre crecimiento durante 2003.

(3) Las nuevas estimaciones impactan en la aceleración del crecimiento ligeramente retardada en el tiempo, con algo más de inflación y crecimiento en el 2003.

5. Independientemente del cambio que producen las nuevas cuentas nacionales, las perspectivas para la inflación en el corto plazo, es decir, hasta mediados de año, se mantienen en torno a 2,5% en 12 meses para el IPC y en torno a 3,4% para el IPCX.
6. Las expectativas de consenso de mercado para esta reunión de política monetaria indican una rebaja de 50 puntos base, aunque también algunos analistas apuestan por una rebaja mayor, de hasta 100 puntos base. Unos pocos analistas, en cambio, han recomendado la mantención de la tasa de política monetaria. Cabe mencionar que estas expectativas de mercado se forman de manera simultánea a las expectativas de inflación decreciente—es decir, las expectativas de inflación antes comentadas están construidas considerando una rebaja en la tasa de política monetaria.
7. Con estos antecedentes se proponen como opciones para esta reunión de política monetaria disminuir la tasa de política monetaria en 50, 75 ó 100 puntos base. Como



BANCO CENTRAL DE CHILE

siempre, es posible considerar otras opciones, por ejemplo, mantener la tasa de interés o disminuirla en más de 100 puntos base. Esas alternativas, sin embargo, al estar excesivamente alejadas del consenso de mercado podrían tener consecuencias desestabilizadoras.

- La alternativa de 50 puntos base podría ser la más adecuada si se considera que las conclusiones del análisis de las nuevas cuentas nacionales no tienen consecuencias definitivas sobre las perspectivas de inflación. En este caso sólo la ratificación de una trayectoria de gasto más deprimido sería el elemento distintivo del análisis.
- La alternativa de 75 puntos base podría ser la más adecuada si se considera que la nueva información de cuentas nacionales es relevante, aunque aún preliminar como para cambiar en forma sustancial la trayectoria de la política monetaria.
- Por último, la alternativa de 100 puntos base podría ser preferida si se evalúa como algo definitorio la percepción de que las brechas de capacidad son significativamente mayores a las previstas.

8. Como es usual, existen consideraciones estratégicas que podrían hacer recomendable repartir un recorte de la tasa de política monetaria en más de una reunión. A los argumentos habituales que se basan en los efectos de un cambio no anticipado de la política monetaria sobre los precios de los activos y la credibilidad, y en eventuales postergaciones de decisiones de gasto si existen rebajas ulteriores anticipadas, en este caso se agrega la publicación de la nueva información de cuentas nacionales el día 25 de marzo próximo. En este sentido, en la medida que se considere que estas nuevas cifras cambian las perspectivas de inflación, podría ser inadecuado repartir un eventual recorte de tasas en dos o más reuniones, puesto que el Banco Central aparecería reaccionando sólo parcialmente a información disponible pero no pública.

El Presidente ofrece la palabra a los asistentes.

El Gerente de Investigación Económica, señor Schmidt-Hebbel, señala que si se compara la evaluación de la situación coyuntural actual con la realizada hace un mes, después de la reducción de la tasa de política monetaria a 5,5%, la evaluación actual (suponiendo la misma regla de política imperante en febrero) refleja tres cambios: 1°) la nueva información que se ha podido recoger en los últimos 30 días, 2°) los cambios reflejados por las nuevas cuentas nacionales, y 3°) los cambios en el modelo que, aunque preliminares, contienen reestimaciones producto de las nuevas cuentas nacionales. Estas tres fuentes de cambios en las perspectivas inflacionarias, se reflejan en una reducción promedio (si se promedian los cuatro indicadores de inflación IPC, IPCX, en 2002 y 2003), 2002-2003 de IPC e IPCX de 37,5 puntos base, vale decir, casi de 0,4 %. Esto sugiere una corrección de la tasa de política monetaria en aproximadamente 40 puntos base hacia abajo, considerando un coeficiente de respuesta de la inflación de mediano plazo a la tasa de política monetaria aproximadamente igual a 1.

La segunda consideración está relacionada con las ponderaciones otorgadas a cada indicador de inflación. Las proyecciones anuales a diciembre de 2003 varían entre 2,1% de inflación IPCX y 2,4% de inflación IPC. El compromiso con la sociedad es, ciertamente, con el IPC total, y además en un horizonte de política en el cual es factible de influir sobre la inflación (el segundo año de proyección). Sin embargo, desea también recordar aquí que existen mayores errores de proyección (un intervalo de confianza más amplio) en el segundo año que en el primer año. En ese sentido, aunque el Banco Central no afecte en nada a la inflación durante el año 2002 con un cambio de tasa, las tasas proyectadas de inflación para el año 2002 pueden ser un elemento de predicción alternativo de la inflación del año 2003. En resumen, señala que no ponderaría exclusivamente uno de esos cuatro indicadores sino que



BANCO CENTRAL DE CHILE

alguna combinación de ellos, lo que llevaría a descartar (por constituir un extremo) una reducción de la tasa de política en 90 puntos base.

Ante la consulta del Consejero señor De Gregorio en relación a que esos cálculos que está haciendo el señor Schmidt-Hebbel que sugieren un cambio de 90 puntos base es sólo diferencial, éste contesta que el segundo cálculo sí es solo diferencial, mientras que el primero no. Aclara que él dijo, precisamente, que si se mantiene la misma regla monetaria y el mismo "atraso" en la reacción de política que se observaba en febrero, se corrige en 37,5 puntos base la inflación proyectada en los cuatro indicadores.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor García, se refiere a un tema relacionado con el rol del tipo de cambio en las proyecciones, tanto las actuales que están incluidas en el cuadro indicado precedentemente, como las que se han revisado en el curso de los últimos informes de política monetaria. Señala que, en primer lugar, efectivamente ha habido proyecciones que han estado muy cercanas con las cifras efectivas de inflación que se han producido tanto a fines del año 2000 como a fines del 2001 y ello a pesar de una trayectoria del tipo de cambio que sistemáticamente sorprendió, siendo más hacia el alza de lo que se había supuesto. Ahora, la interpretación que se ha dado es que se debió a que el fenómeno del traspaso del tipo de cambio a inflación era menor que el histórico, y se hicieron diversas correcciones a los modelos de proyección. Una interpretación alternativa, que se ha considerado más recientemente, en particular por el Gerente de la División Internacional, y que a la luz de las nuevas informaciones de cuentas nacionales parece tener cierto asidero, es que en realidad no es solamente un problema asociado con el traspaso sino que también es un problema asociado a que la brecha de la capacidad ha sido superior a la que en esos momentos se pudo estimar. Manifiesta que efectivamente las cuentas nacionales todavía están en estado de revisión, sobre todo para dos tipos de cifras, una que es el crecimiento del año 2001, y otra, referida al perfil trimestral de gasto y actividad dentro de cada año. Las cifras anuales de crecimiento hasta el año 2000 ya están bastante afinadas, en particular las del año 2000 que es un 4,4% y por eso se podría deducir de ahí que se tiene una brecha a partir de métodos estadísticos tradicionales que sería en torno a medio punto más alta que la que se estimó el último mes. Eso es un factor que podría explicar por qué, a pesar de observarse una depreciación del tipo de cambio por sobre lo que se suponía en las proyecciones, la inflación finalmente terminó siendo similar a la que señaló el Banco públicamente.

En la situación actual, las proyecciones siguen con el tipo de cambio que se supuso en política monetaria, mientras que hoy día está apreciado alrededor de 3% en términos reales. No se incluyó esa cifra debido a la incertidumbre natural que supone esta variable y debido a que es el Consejo quien debe finalmente hacer el supuesto respecto a qué trayectoria es razonable para el tipo de cambio. Solamente como punto de referencia, un tipo de cambio 3% más apreciado tiene un impacto de entre 0,5% y un punto en la inflación a dos años plazo y eso suponiendo que hay un traspaso de tipo de cambio más bajo de lo que fue históricamente. Es decir, las proyecciones de inflación, de suponerse que el tipo de cambio persiste en el tiempo, debieran reducirse entre medio punto y un punto hacia el año 2003.

El Presidente consulta si lo anterior es simétrico respecto al riesgo al alza del tipo de cambio. Contesta el señor García señalando que el efecto es simétrico. En todo caso, se considera que en estas proyecciones parte del efecto sobre inflación de la depreciación que se produjo el año pasado todavía se estaba desarrollando. Entonces, ese efecto no se daría, de tener este escenario alternativo de tipo de cambio.

El Gerente de División Política Financiera, señor Herrera, expresa que si sólo se trata de un cambio de base, ese cambio debe ser neutral para efectos del comportamiento de las brechas. Afecta tanto al producto potencial que ahora va a estar evaluado a precios distintos, como al producto medido que va a estar medido por precios. Sin embargo, en esta



BANCO CENTRAL DE CHILE

revisión se incorpora un segundo factor: nueva información que no estaba disponible cuando se construyeron las antiguas cuentas. Si esa nueva información es la que está haciendo cambiar la estimación del producto, entonces mientras el PIB potencial sigue creciendo al mismo ritmo, el producto lo hace a una tasa menor y, por lo tanto, aumenta la brecha de producto.

El Consejero señor De Gregorio señala que le sorprende algo en las brechas sectoriales porque, si se analiza, piensa que hay un cambio de composición, el sector construcción es el sector que tiene más brecha y aumenta su participación.

El señor Herrera dice que es posible que se produzca eso, pero no hay forma de medirlo. Tampoco por la metodología estadística que se ha usado acá, pues la estimación del PIB potencial, dado que hay un cambio en la base, también debería reconocer estadísticamente que hay un quiebre estructural en el año 1996, si se está hablando de un PIB distinto, entonces, ocupar el filtro HP común y corriente o cualquier método de ese estilo sin reconocer que hay un quiebre estructural del PIB potencial, puede inducir a error de evaluación. Distinto es que se incorpore nueva información. El punto final es que cree que anclar el argumento sobre la debilidad de la economía en el cambio del año base tiene un sustento teórico cuestionable.

El señor García indica que efectivamente, en el estado estacionario, un cambio de año base debería cambiar el crecimiento del PIB potencial. Además, a lo largo del ciclo los cambios de ponderadores que han ocurrido realmente tienen un efecto que no deberían aplicarse en el potencial. El PIB potencial es un concepto abstracto, que se supone que es menos volátil o más suave. Por ello, el menor crecimiento estimado para el año 2000 con la nueva base no se puede, completamente, atribuir a un cambio en el crecimiento potencial, debido a que precisamente el cambio en la estimación se asocia a los factores más cíclicos detrás del crecimiento.

El Gerente de División Estudios, señor Valdés, manifiesta que las dudas que ha planteado el señor Herrera son razonables, pero señala que hay un supuesto de trabajo que siempre se ha tenido respecto del PIB potencial y es que éste se mueve más suavemente que el PIB efectivo. Así, como la revisión de cuentas lleva a una tasa de crecimiento más baja, usando el supuesto habitual, esto implica que el PIB potencial también es menor, aunque no en forma paralela al PIB efectivo. La consecuencia es que las brechas son algo más grandes que lo previsto. En todo caso, esto es efecto directo del supuesto de trabajo, esto es que el PIB potencial se mueve más lento que el PIB efectivo, y hay que reconocer que no tiene por qué ser exactamente así. No se ha hecho la suposición que plantea el señor Herrera en el sentido de que el cambio de ponderadores contenga a priori información. Sin embargo, señala que es probable que las brechas sectoriales se ponderen ahora en forma diferente y que sectores más dinámicos, de menor brecha, sean ahora algo menos importantes.

El señor Herrera cree que no se puede seguir usando el argumento de que el PIB potencial tiene una tendencia suave y estable si hay un cambio de base.

El Presidente agrega un punto adicional que se refiere a las cifras de desempleo y las cifras de inflación que se calculan independientemente, señalando que cuando se tiene que ajustar un modelo a ciertas cifras de inflación con ciertas brechas y lo que se está cambiando son sólo las brechas, cambia la estimación del modelo y es muy probable que el modelo haya absorbido esas diferencias porque lo que había que explicar era una cierta tasa de inflación. Cree que es un tema que hay que explorar todavía bastante más antes de poder



BANCO CENTRAL DE CHILE

poner demasiado énfasis en este punto como un elemento decisivo en la formulación de una política. Desafortunadamente, dice, hay que publicar estas cifras y hay que usar toda la información que se tiene para tomar una decisión en esta reunión. Considera que no sería legítimo que teniendo información no se usara por el hecho de que no es pública todavía. Insiste en que la obligación del Banco es usar toda la información disponible, el problema es lo que significa esa información desde el punto de vista de las proyecciones del Consejo. Se refiere a la visión que plantea el señor Schmidt-Hebbel de buscar un promedio por las imprecisiones que pudieran existir, para propósitos de una primera aproximación lo que le parece bastante razonable, pero en cuanto a tomar esa cifra al pie de la letra, prefiere tener un poco de cuidado hasta que no se la haya explorado más.

El Consejero señor De Gregorio señala que tiene dos comentarios respecto a lo anterior. El primero es respecto a la brecha. Está de acuerdo con lo dicho por el señor Herrera, en el sentido de que si se está tomando una tendencia sobre una nueva serie, no hay razones, a priori, para pensar que aumenta la brecha. Sin embargo, si esa misma tendencia se calcula en forma desagregada, lo mismo que empujó el producto para abajo, es decir, el cambio de composición, también va a empujar para abajo la capacidad, y es de esperar que si los sectores con mayores brechas aumentan su participación, la brecha del producto debería aumentar. Después, si se toman hasta el año 1996 los datos de inversión y se hace un ejercicio en función de producción, también se puede esperar que la brecha va a crecer. Por lo tanto, usando diferentes métodos para estimar la brecha, ve con una alta probabilidad de que si va a ocurrir algo sistemático, esto va a ser un aumento de la brecha. No se sabe cuánto, no se sabe con qué método, pero claramente el análisis apunta hacia eso; apunta hacia que hubo menos crecimiento de tendencia, porque además el ejercicio correcto no es poner un dummy, el ejercicio correcto si se quiere reproducir las cuentas nacionales como lo más cercano a la producción anual de la economía es filtrarla entera desde un principio, no se puede decir ahora cambió la base entonces va haber una nueva manera de ver la economía. En cualquiera de esos escenarios, prevé que se va a obtener una brecha algo más grande.

En segundo lugar, respecto al ejercicio más largo que señala el señor Massad, opina que estos ejercicios normalmente se van haciendo con ecuaciones de inflación con los datos disponibles a ese momento. Sin embargo, lo que echa de menos en todos estos modelos es que se hagan todas las estimaciones sin una regla de Taylor, suponiendo implícitamente un comportamiento pasivo de las autoridades. Es decir, que en las predicciones hasta fines del 2003 se diga que también vienen con una regla activa de política monetaria, la que puede haber ido cambiando. Los ejercicios se deberían hacer con una regla óptima que va a dar, de alguna manera, la pauta de la evolución futura de la economía, que no va a reemplazar la decisión del Consejo, pero va a ser importante para ilustrar el escenario futuro. Cree que incorporar una regla de política no debiera usarse en el IPOM, al menos en un principio, y por lo tanto cree que el supuesto del IPOM de mantener la tasa constante es lo más razonable que hay hasta ahora. No obstante, para efectos del análisis del Consejo, lo fundamental es saber que de aquí a 24 meses la política monetaria algo va a hacer, y eso debe estar incorporado en las estimaciones.

El Presidente agrega que se debe recordar que el problema no es sólo estimar la brecha sino que usarla para estimar la inflación, pero se puede estimar la brecha por muchos procedimientos. El tema es pasar de ahí a estimar la inflación que es lo que interesa aquí.

El Gerente de Análisis y Operaciones Internacionales manifiesta que, tal como ha sido señalado, existen expectativas de una evolución más promisorio para la economía mundial. Eso ha motivado que, a nivel doméstico, algunos analistas hayan llevado a cabo revisiones al alza en el crecimiento de la economía chilena. Si las perspectivas más positivas de la economía mundial se refuerzan, como así espera que ocurra, es probable que las proyecciones de actividad que aquí fueron presentadas deban ser revisadas. De esta manera,



BANCO CENTRAL DE CHILE

se incorporaría información respecto a una recuperación de Estados Unidos más acelerada de lo que se anticipaba, de acuerdo con lo que algunos indicadores de coyuntura están mostrando. Tal como en algún momento se sugirió, si se calcula el crecimiento de socios comerciales excluyendo Argentina, se observa un efecto significativo, de aproximadamente 4 décimas, de un mayor crecimiento, respecto a lo que se suponía en el IPOM de enero. Producto de expectativas de un crecimiento más dinámico en Estados Unidos, se están observando revisiones en las perspectivas de actividad en Europa y Japón, las que si bien aún son menores, reflejan una tendencia. Esta tendencia también se ha observado respecto a países emergentes de Asia. En consecuencia, debería haber también un impacto positivo sobre nuestra economía, el que podría verse reforzado con una visión un poco más optimista de parte de los analistas locales.

Agrega que, en general, consistente con un escenario mundial más promisorio en términos de actividad, las economías más desarrolladas han comenzado una fase de revisión de tasas de interés, las que se moverían hacia el alza. Las expectativas respecto a las tasas de interés externas se ven reflejadas en el comportamiento reciente exhibido por las tasas LIBOR en dólares y euros, como también en el panorama observado en el rendimiento de los bonos de largo plazo, que registran aumentos significativos. Este es un elemento que se debe considerar al tomar la decisión respecto a nuestra tasa de política.

En consecuencia, dada una percepción un poco más optimista que debería comenzar a observarse en relación a la economía doméstica, la que llevaría a proyecciones de mayor crecimiento de la actividad económica, dentro de un marco de recuperación de la economía mundial, pensaría en actuar con cautela respecto a un recorte de tasas demasiado agresivo. En ese sentido, no obstante, comparte el rango de opciones de política que se presentó, sugiriendo que sería más conveniente situarse en una posición más conservadora; es decir, pensar en un alza un poco más modesta, de 50 puntos base.

El Gerente de Investigación Económica, señor Schmidt-Hebbel, en relación a las brechas, afirma que, dado que el Banco tiene el mejor modelo disponible, tiene plena confianza en que la corrección de la brecha de producto hacia el alza de una magnitud de 0,5% es el mejor estimador que se puede tener en este momento del efecto de las nuevas cuentas nacionales sobre la brecha. Sin embargo, hace notar el siguiente punto relativo a las nuevas cuentas nacionales: entre 1986 y 1996 la apreciación del tipo de cambio real fue aproximadamente de un 30%, mientras que la depreciación desde 1996 hasta la fecha, es casi de la misma magnitud. Esto significa que los sectores transables en las nuevas cuentas basadas en los precios relativos de 1996, tienen una ponderación excesivamente baja en relación a la ponderación que deberían tener a precios relativos de hoy y previsibles en el mediano plazo, ocurriendo lo contrario con los sectores no transables. Como varios sectores transables (como la agricultura, la minería, la pesca y sub-sectores industriales) han crecido fuertemente en los últimos años y probablemente crezcan fuertemente en el futuro próximo, es probable que las nuevas cuentas nacionales estén sub-estimando el crecimiento efectivo. Ello, a su vez, lleva a una sobre-estimación de la brecha entre PIB potencial y PIB efectivo, si la ponderación a precios 1996 (con tipo de cambio excesivamente apreciado) afecta más al PIB efectivo que al PIB potencial.

La Ministra de Hacienda Subrogante, señora Wagner, manifiesta lo siguiente:

De acuerdo al Informe del Banco Central, las señales económicas de las últimas semanas indican un escenario en el que la demanda interna no muestra claras señales de reactivación, es más, señales que hace un mes eran alentadoras, sufrieron un quiebre en su tendencia.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Por el lado del consumo, las cifras de importaciones descendieron en un 25% durante febrero después de haber experimentado una desaceleración en su caída durante enero.

Por su parte, las cifras de consumo de bienes durables del INE muestran una importante desaceleración.

Por el lado de la inversión las cifras de edificación del INE y de las importaciones de bienes de capital mostraron una desaceleración importante en enero y febrero respectivamente, y de acuerdo a estimaciones del Banco Central las tasas de crecimiento del gasto interno para el primer trimestre se corrigieron a la baja desde entre un 2% a un 3% a -1%.

Por su parte, la última cifra de inflación de febrero arrojó una variación de 0% alcanzando la variación en 12 meses a 2,5% y, como ya se dijo, la encuesta de expectativas que realiza el Banco Central muestra que la inflación esperada por el mercado se ubica en 2,8% y 2,9% para la inflación total y subyacente, respectivamente. Y para el caso de ambas, las expectativas muestran una tendencia decreciente desde noviembre del año anterior. A su vez la inflación implícita en 12 meses, en los documentos del Banco alcanza el 1,8%.

En tanto, el tipo de cambio se ha apreciado para alcanzar niveles de \$ 661 desde principios de febrero, fecha en la cual se observa un desacoplamiento con el peso argentino y con una evaluación favorable del spread soberano chileno.

Si bien, como se ha dicho, las últimas cifras de la economía norteamericana y las declaraciones de Alan Greenspan confirman que Estados Unidos estaría en una senda de recuperación, la proyección del crecimiento para nuestros socios comerciales ha sido revisada al alza muy marginalmente hasta el momento.

En resumen, a nuestro parecer, las cifras indican que los riesgos por el lado del crecimiento son aún mayores y que no parecen existir riesgos por el lado de la inflación. En este contexto, consideraríamos bienvenida una reducción de la tasa de instancia monetaria.

El Consejero señor De Gregorio señala lo siguiente:

En lo esencial, la actual coyuntura macroeconómica no es significativamente diferente a la del mes pasado, de modo que tal como lo afirmó en la reunión anterior, cree que aún hay espacios para bajar las tasas de interés.

En el ámbito interno, a unas cifras levemente mejores durante el mes de enero, se debe agregar un muy débil comportamiento de las importaciones en febrero, con una caída de 24% para el total y 18% para las que excluyen petróleo. Esto ha llevado a la División Estudios a reducir su proyección de crecimiento del gasto interno a -1% durante el primer trimestre.

En el ámbito externo, algunas señales más alentadoras se han estado recibiendo de la economía de los Estados Unidos, lo que puede tener positivas repercusiones sobre los precios de nuestros bienes exportados, como ya se ha observado en cobre y celulosa. Esto no viene más que a reafirmar un crecimiento del PIB basado en una fuerte demanda externa, mientras la demanda interna sigue deprimida. El único aspecto negativo, viniendo del sector externo, ha sido el repunte del precio del petróleo, pero su impacto debería ser menor dada la evolución del tipo de cambio.

Todo el cuadro descrito en materia de actividad resulta en expectativas de inflación decrecientes, con los riesgos apuntando hacia la parte inferior del rango meta. Las presiones



BANCO CENTRAL DE CHILE

cambiarias están acotadas, y a diferencia de meses anteriores, ésta no es un área donde se presenten riesgos significativos

Es en este contexto en el cual considera hay espacios para seguir bajando la tasa de interés, a niveles más consistentes con una tasa de interés expansiva que debiera estar en un rango de 4% a 5%, tal como afirmó en la reunión anterior.

Seguir bajando las tasas de interés no es algo inusual dado la experiencia internacional. No vale la pena mencionar las bajas en los Estados Unidos, pero se puede mirar al mundo emergente y ver que, excepto en América Latina, en el resto del mundo las tasas son en general bajas. Entre estos casos se puede destacar Australia (4,3%), Corea (4,5%), Malasia (3,2%), Singapur (1,1%), Taiwán (2,2%) y la República Checa (4,2%). Estas se comparan con un 5,1% en Chile, las que ya tienen internalizada una baja de tasas. Excepciones son Indonesia, Polonia y Sudáfrica.

Con los 100 puntos base de baja de tasas en enero y febrero hemos compensado la caída de expectativas de inflación, las que a fines del año pasado estaban en 3,5% para diciembre del 2002, y han bajado sistemáticamente a 2,8% en la última encuesta de expectativas. Esto se verifica también en las expectativas de inflación que se derivan de los diferenciales de tasas de interés. Recién ahora estaríamos entrando en una fase expansiva, respecto de la tasa de 6,5% establecida después de la nominalización en julio del año pasado. Más aún, tal como el staff lo plantea, esta baja de expectativas aún no está incorporada en las proyecciones de inflación y crecimiento. Por lo tanto, estima que la tasa de política monetaria debería reducirse entre 75 y 100 puntos base para dar una señal más fuerte que lo que el mercado espera.

A continuación, se refiere a tres puntos que le parecen relevantes en la coyuntura actual:

1. La importancia de guiar al mercado

El mercado, independientemente de su juicio técnico, tiene internalizado una baja de 50 puntos base. En consecuencia podríamos validar esta expectativa sin mayor impacto en los precios de los activos. Una buena anticipación de nuestras decisiones significa que nuestro "modelo" es entendido en el mercado. Sin embargo, el Banco Central debe guiar este proceso y preguntarse si hay que acomodarse a lo que el mercado espera o dar señales adicionales, es decir una rebaja de más de 50 puntos base. Creo que en esta oportunidad hay razones que justifican una baja adicional a lo que el mercado espera.

Como mencionó anteriormente, recién ahora estamos entrando en una fase realmente expansiva respecto de la tasa vigente al momento de nominalizar. Además, en momentos que se cuestiona la efectividad de la política monetaria, es importante mostrar convicción sobre su efectividad.

Una política más expansiva no resolverá los problemas estructurales de nuestra economía. Pero un buen manejo macroeconómico es condición necesaria para generar confianza y permitir que haya un crecimiento sostenible, y por lo tanto, para mantener una situación macroeconómica sana, con una tasa de inflación baja y estable.

Más aún, dado que la efectividad de la política monetaria depende de manera importante de la credibilidad de las autoridades, señala que éste es un buen momento para indicar al mercado que nosotros sí creemos que la política monetaria tiene efectos en el ciclo económico. Una señal de tasas vale más que cien palabras.

Por otro lado, hay que tener cuidado con la lectura de una baja de tasas de 50 puntos base, porque tal como ha aparecido en algunas interpretaciones de prensa, se podría pensar que se hace lo justo y necesario para tranquilizar las críticas y las presiones sobre la política



BANCO CENTRAL DE CHILE

monetaria, pero sin señalar la convicción que es un movimiento que estimula la demanda. Esta posible lectura refuerza la idea de que debemos bajar más de 50 puntos base.

Además, aunque mi análisis no considera el impacto de la entrega de información de las nuevas cuentas nacionales, ellas claramente indicarán una mayor desaceleración, en especial por los datos de 2001, con implicancias respecto de la brecha, lo que refuerza la necesidad de dar una señal más allá de lo esperado por el mercado. Hoy día, sumado a los nuevos antecedentes de producción, los mayores riesgos están en la parte baja del rango meta.

2. Sobre el ciclo de tasas

Una crítica usual es que es un error bajar tasas, si después, en un breve plazo, habrá que subirlas. Cree que este argumento es, en general equivocado, al menos para shocks de demanda. Precisamente el éxito de una política monetaria expansiva es que en el futuro cercano deberá hacerse restrictiva, de otro modo, no sería efectiva. Piensa que bajar las tasas en la actualidad, acelerando el crecimiento de la demanda, hará más cercano el momento en que debamos realizar un alza de tasas, lo que en vez de revelar malas decisiones de política indica que la política monetaria es de hecho efectiva.

Considera que sí sería un error mover las tasas en la dirección incorrecta, por ejemplo, subirlas cuando lo recomendable sería una baja de tasas. Por ello es que piensa que, a pesar de una leve alza en las expectativas de inflación, producto de la debilidad del peso, a fines del año pasado, la decisión de mantener las tasas resultó ser ex-post la decisión correcta.

Por último, es importante tener una política monetaria simétrica, es decir la misma agresividad en las bajas que en las alzas. Entiende que mientras el Banco Central estuvo construyendo credibilidad anti inflacionaria se haya sido asimétrico, pero le cuesta explicar dicha asimetría hoy día, y deberíamos incorporar con la misma fuerza las malas y buenas noticias de la economía internacional.

3. El clima de opiniones sobre nuestra reunión.

En días recientes hemos sido testigos de muchos comentarios sobre la decisión que deberíamos tomar hoy. Me parece absolutamente legítimo que en una sociedad democrática se discuta la política monetaria.

Incluso, el diario El Mercurio, el día de ayer, en un artículo que raya en lo ofensivo, intenta definir un alineamiento político en un tema que es eminentemente técnico.

Lo que le parece algo más discutible, es que el Ministro de Hacienda haga comentarios explícitos sobre la política monetaria. Entiende sus declaraciones en el contexto actual, dada las presiones recibidas para relajar la política fiscal. Sus declaraciones han sido por lo demás prudentes, sin embargo las interpretaciones que ha dado la prensa muestran una presión que puede cuestionar nuestros grados de autonomía. El Ministro puede presionar y hacer sentir su opinión al Consejo, y está en su derecho. Sin embargo, cuando éstas se transforman en declaraciones públicas se puede llegar a un extremo que pueden perjudicar el manejo macroeconómico, pues el Banco necesita siempre reafirmar su autonomía para, precisamente, poder tener una política monetaria más efectiva y creíble.

Una demostración de autonomía e independencia puede requerir en algún momento actuar contra las presiones, pero también es una muestra de independencia hacer lo que se piensa debe ser lo correcto, independientemente de las presiones políticas. Este último caso es particularmente importante cuando las razones técnicas para una decisión de esta naturaleza están plenamente justificadas, como me parece ser el caso hoy día.



BANCO CENTRAL DE CHILE

4. Conclusión.

Por todo lo anterior, considera que los riesgos de bajar más de 50 puntos base son acotados, mientras que los riesgos de quedarnos atrasados son más costosos dadas las perspectivas económicas presentadas por la División de Estudios, y es por ello que es de la opinión que hay que bajar las tasas de interés entre 75 puntos base y 100 puntos base, con una inclinación hacia los 100 puntos base.

El año pasado la política monetaria estuvo rezagada por una razón de prudencia dados los desarrollos en el mercado cambiario, a pesar de un marcado deterioro en el escenario externo. Durante este año la política monetaria ha sido acomodaticia respecto de las expectativas inflacionarias y como resultado de la incertidumbre reinante. Hoy día, piensa que la política monetaria debe ser decididamente expansiva para guiar el crecimiento pues no hay riesgos de inflación.

El Consejero señor Desormeaux se refiere a la presentación que ha hecho el staff del Departamento de Estudios, señalando que básicamente da un mensaje en el sentido de que elementos que ya habían sido considerados en el mes de febrero, como es la evolución más lenta del gasto y un escenario internacional más favorable, o se han consolidado o se han profundizado, y ello lleva a reconocer que efectivamente la tasa de política monetaria hoy día se encuentra retrasada respecto de lo que debiera ser para alinear la inflación en torno a un 3% en el mediano plazo. A estos elementos se suman otros adicionales que mencionó el Gerente de División Estudios: el alza en el precio del petróleo que de alguna forma, evidentemente, es un riesgo para nuestra meta de inflación, pero con la apreciación del peso, que es un riesgo en la dirección inversa, ambos tienden a neutralizarse.

Se refiere al cuarto elemento que es el elemento de conflicto, y que es la información de nuevas cuentas nacionales basadas en el nuevo año base y que proyecta una mayor brecha del PIB, a raíz de lo cual se estaría proyectando una inflación que en el mediano plazo es entre 0,4% y 0,5% inferior, con un PIB que crece marginalmente más.

Señala que si se toman en consideración los primeros tres puntos, en otras palabras, si se excluye el tema de las nuevas cuentas nacionales, la tasa de política monetaria, siguiendo el ejercicio que hacía el señor Schmidt-Hebbel, promediando las cifras solamente del año 2003 de inflación total y de inflación subyacente, estaría aproximadamente 40 puntos base retrasada respecto de la tasa óptima. Si se agrega el cuarto punto y se va a la tercera columna, la verdad es que se encuentra una diferencia adicional que ya la calculó el señor Schmidt-Hebbel y que es de 37,5 puntos base. Sumando ambos efectos y si es que realmente se puede confiar plenamente en ellos, lo cual cree que se debe hacer, se puede llegar a algo cercano a los 75 puntos base, para una posible rebaja.

Manifiesta que tiene algunas dudas respecto de este cálculo. Una de ellas consiste en que tiene la sensación que el escenario internacional que aquí se ha considerado, y así se lo manifestó al Gerente de División Estudios, le parece que está algo retrasado respecto de la información que existe hoy día en tiempo real. Tiene la impresión de que la metodología usada, que es la que se ha usado siempre, y que utiliza la información de Consensus Forecast, naturalmente tiene un rezago y en estos momentos en que hay un punto de inflexión en las proyecciones de la economía internacional, eso es más marcado y tiene la impresión de que el crecimiento de los socios comerciales ha mejorado más que en una décima como aparece registrado acá y desde ese punto de vista cree que hay un elemento que hace que esta proyección sea tal vez algo pesimista.



BANCO CENTRAL DE CHILE

A eso se suma el hecho de que los datos de cuentas nacionales son, como lo plantea la propia Gerencia de División, excesivamente preliminares y cree que eso también debe llevar a una nota de cautela.

Agrega un tercer punto que le hace tener duda respecto de esa cifra, que es una duda razonable, es el que ha planteado el señor Schmidt-Hebbel en cuanto a que realmente las cuentas nacionales están con precios que probablemente castigan en exceso al sector transable de manera que es muy probable que la brecha que se ha estimado, si bien ha crecido, en realidad esté ligeramente sobreestimada. Pero aún si se aceptara que la corrección que requiere la economía para dejar alineada la tasa de inflación en torno al 3% fuera de 75 puntos base, cree que hay que reconocer el hecho de que el mercado espera una baja de 50 puntos base y entonces la pregunta más bien estratégica es si ésta es realmente una decisión acertada y ya han habido otras opiniones en esta dirección, pero su opinión es distinta: tiene la impresión de que si esto le agrega eficacia a la política monetaria, es bienvenida introducir una sorpresa al mercado; si le resta eficacia, la verdad es que no es bienvenida y él tiene, lamentablemente, esta segunda opinión. La verdad de las cosas, dice, es que el Banco Central al introducir una rebaja de 75 puntos base va a tener que dar una explicación y esa explicación va a tener que contener toda la información que el mercado no tiene y que está basada en las nuevas cuentas nacionales y ella nos lleva a estimar una brecha más alta y por lo tanto, a predecir que la economía requiere una rebaja de tasa más significativa. Teme que el mercado no va a creer esto, con lo que el Banco Central arriesga, de alguna forma, perder credibilidad con esta medida y que esto pueda traducirse en una corrección al alza en las tasas largas, restando eficacia a la política monetaria. Esperar un mes para tener mayor información en relación a las estimaciones basadas en las nuevas cuentas nacionales no solamente agrega un elemento de prudencia elemental, sino que además va a tener la gran ventaja que cuando ello ocurra, el mercado va a tener esta información a su disposición y por lo tanto, no va a constituir ninguna sorpresa que pueda haber una corrección adicional, si los datos así lo ameritan. Por lo tanto, su recomendación es de una baja de 50 puntos base en la tasa de política monetaria.

La Consejera señora Ovalle cree que sobre la base de todos los antecedentes presentados y lo que se ha comentado aquí, es conveniente bajar 50 puntos base. Piensa que es tremendamente importante no dar la impresión de una rebaja excesiva, sobre todo que está basada en cuentas nacionales cuyas cifras son, como se ha repetido varias veces, excesivamente preliminares. Estima que es una acción prudente bajar sólo 50 puntos base.

El Vicepresidente señor Marshall desea concentrar su comentario en el punto que se refiere a si considerar o no las nuevas cuentas nacionales, porque le parece que ahí está el dilema. Señala que casi no tiene diferencias con lo que ha planteado el Consejero señor Desormeaux, ni con las preguntas iniciales de la Consejera señora Ovalle.

Señala que el mercado, con la información disponible, espera 50 puntos base lo que tiene ya internalizado, entonces, con la información que existe 50 puntos base sería, más o menos, continuar con la trayectoria de política que se ha seguido en las últimas reuniones, pero el dilema, como ha dicho, son las cuentas nacionales nuevas. Manifiesta que la disyuntiva es más complicada porque el Consejo ya tiene la información y el Banco Central tiene un deber legal de hacer todo lo que esté en el interés del país. Señala que como Consejero, no puede dejar de usar esa información, y piensa que sería faltar al deber legal si se tiene una información que ayuda al cumplimiento de los objetivos del Banco Central, y no usarla porque el mercado no la conoce. Ahora, si la va a usar, tiene que dar a conocer que la sabe, porque de lo contrario el mercado no lo entendería, por lo que, a su juicio, como consejeros no pueden sino usar esa información. Esta es la reunión siguiente a aquella en la cual se tenía la información, de modo que, a su juicio, se debe utilizar y por lo tanto, se puede discutir exactamente lo que significa.



En el resto de los puntos tiende a compartir que el escenario internacional ha mejorado y que el escenario interno está más débil, y cree que ello se resume en las expectativas del mercado de una baja de tasa de 50 puntos base. El problema es qué se hace con el resto de la información, y eso sucede ahora porque están cambiando las cuentas nacionales, lo que no va a ocurrir a menudo. Que las cuentas nacionales son preliminares, es así y van a seguir siendo preliminares el 25 de marzo y tal vez en un mes más. Señala que el 99% del informe confidencial interno, es también preliminar. Al final, dice, se trabaja con elementos que tienen un rango de certeza.

Señala que no es nueva la discusión sobre la brecha, ella siempre ha existido y se ha mantenido y en esta reunión de política monetaria se ha discutido sobre brechas y se han dado argumentos en las últimas dos o tres o cuatro reuniones en orden a que la brecha podría ser mayor sobre la base de los datos, no de las cuentas nacionales, sino que sobre la base de los datos de inflación, o sea, no es un argumento nuevo. También lo que se está observando en cuentas nacionales no es distinto de lo que ha sido sostenido en esta mesa, en particular, por Esteban Jadresic, que viene argumentando fundado en su trabajo sobre crecimiento. El señor Jadresic ha sostenido que, a su juicio, la brecha probablemente es mayor que la que se está estimando en los modelos del Banco Central.

Desde ese punto de vista, si el Consejo considerara que la información indica que hay un aumento en la brecha que no está contenido en el Informe porque se ha seguido más bien la trayectoria de la demanda, no se puede dejar de usar esa información, por tanto, hay que desprender cuál es la conclusión de política que se deduce de esa información que se va a publicar el 25 de marzo próximo y que ya se tiene. Señala que se puede discutir ese asunto, pero ve que la discusión de política que se desprende de eso es bajar la tasa en 50 puntos base dado la conclusión de estos números. En conclusión, su opinión, distinguiendo los puntos, si no se hiciera uso de este factor, coincide en cien por ciento con la opinión del Consejero señor Desormeaux y de la Consejera señora Ovalle.

Insiste en que la información hay que comunicarla porque no se puede bajar 100 puntos base sin decirlo, pues nadie lo podría entender. Al respecto y consciente de ello, señala que redactó el siguiente párrafo para el comunicado: "Adicionalmente (suponiendo que es un párrafo adicional a los que van a existir) los niveles de actividad que se deducen de la aplicación de los precios del Nuevo Año Base apuntan a una brecha de productos algo mayor que la de la serie anterior. Esta evidencia, si bien preliminar, es coherente con la trayectoria reciente de la inflación y tiene como consecuencia una corrección adicional a la baja en las proyecciones de inflación en el horizonte de 12 a 24 meses." A su juicio, ésta debe ser la comunicación para informar acerca del uso de esta información.

El Presidente señala que no va a comentar alrededor de las cifras sino que se va a referir a dos puntos: muy brevemente al tema de la información y en particular al tema de la situación que hoy día enfrenta el Consejo.

Con respecto al tema de la información, dice que no le cabe la menor duda que el Banco y en particular su Consejo, tiene, como ya lo señaló antes, la obligación de utilizar toda la información disponible al tomar las decisiones que se encuentra obligado a adoptar. Señala que eso no admite discusión, sea o no pública esa información. Lo que admite discusión es la información misma: cuánta confianza se puede tener en ella, qué sesgos puede contener esa información. Eso es legítimo de discutir y es legítimo de tomar en cuenta en cualquier decisión que se adopte en el Consejo. Hoy, dice, los consejeros podrán, alrededor de las estimaciones preliminares que aquí se han presentado, por el mismo carácter de esas estimaciones, darle la validez que cada uno de ellos considere para

muol



BANCO CENTRAL DE CHILE

formular una decisión al respecto, pero no le cabe duda que la única actitud posible del Consejo es utilizar toda la información disponible.

En cuanto a la situación que el Consejo enfrenta hoy día, tal vez más que nunca preferiría que tuviesen una decisión unánime. Indica que la razón de esto no sólo es sustantiva, en el sentido que los obliga a discutir no sólo las posiciones que han manifestado sino además el hecho que alrededor de la decisión del Banco Central de hoy se han hecho muchos comentarios que sólo la unanimidad del Banco pudiese despejar completamente. La falta de unanimidad del Consejo, en este caso, transmitiría una señal imperfecta. No lo complica una señal de este tipo, ni pone en riesgo la autonomía del Banco Central, pero sin duda que genera una situación poco deseable. Por eso, desea que se suspenda la sesión por unos minutos antes de recibir la votación, para ver la posibilidad de si entre los consejeros se pueda alcanzar una posición de unanimidad sobre este punto. En todo caso, señala que su propia impresión está en el punto medio de las propuestas que ha hecho la División de Estudios.

El Consejero señor Desormeaux, manifiesta que ha sido aludido directamente en un comentario que se ha hecho y quisiera contestarlo antes de que se haga el receso. Señala que su comentario no ha sido correctamente interpretado, así que desea precisar exactamente cuál fue el contenido de su juicio: "Señalé que el uso o no de esta información no es lo que está en juego, el Banco Central dispone de esta información y tiene que hacer el mejor uso posible de esto, lo importante es que la eficacia de la política monetaria sea la máxima posible y basado en ese criterio es que yo plantee que efectivamente en la medida que el mercado no entendiera adecuadamente un movimiento de 75 puntos base esto le podría restar eficacia a la política monetaria y esto sobre la base precisamente del conocimiento que tenemos de esta información, pero que no es compartido por el público".

El Presidente solicita un receso siendo las 17,55 horas.

El Presidente reinicia la Sesión a las 18,45 horas, solicitando la opinión a cada uno de los componentes del staff, salvo al señor Lehmann que ya ha hecho su comentario.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor García, señala que en su opinión, las rebajas de tasa de política que ha habido en enero y febrero, han acomodado la reducción de las expectativas de inflación. De hecho, esta reducción en las expectativas ha persistido no obstante las menores tasas de interés. Por otro lado, las condiciones generales de la economía llevan a pensar que se necesita una política monetaria más expansiva respecto de lo que se tenía a fines del año pasado, especialmente debido a la mayor formalidad del mercado cambiario y a las señales de debilidad del gasto. Por lo tanto, eso implica que es recomendable una reducción en esta ocasión. Ahora, aunque el mercado espera una reducción de 50 puntos base mayoritariamente, hay analistas que esperan más que eso, entre 75 y 100 puntos base. Hasta ahora ha primado la necesidad de ser cuidadosos en seguir al mercado de forma de no señalar cambios bruscos de dirección debido a las turbulencias que hubo en octubre pasado, lo que ha tendido a aminorarse y por lo tanto, se puede avanzar hacia una reducción más agresiva, de 75 puntos base.

El Gerente de División Estudios, señor Valdés, cree que la discusión de la reunión pasada reflejó claramente que se podría haber disminuido las tasas de interés en forma algo más agresiva. La nueva serie de cuentas nacionales se suma a esa percepción y le hace pensar que es necesario moverse algo más rápido de lo que el mercado espera. Señala que el mercado forma sus expectativas basándose en lo que espera sea la reacción del Banco Central, teniendo en cuenta las decisiones de política monetaria que se han tomado durante el último tiempo. Señala que en el caso actual existen méritos para ir algo más allá de lo que espera el mercado porque, si bien no hay datos duros, y algunas de las preguntas que han aparecido en la reunión son válidas, tiene la percepción de que las brechas de capacidad

14/3



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 30
Política Monetaria
12.03.2002

27.

pueden ser algo mayores. Estima, por lo tanto, apropiado una rebaja de 75 puntos base. Ir más allá de ese número podría no ser bien comprendido por el mercado.

El Gerente de Investigación Económica, señor Schmidt-Hebbel, manifiesta que se debe tomar en consideración la información basada en las nuevas cuentas nacionales (aun cuando es privada), que apunta a una política monetaria más relajada de lo que sería recomendable en ausencia de dicha información. Considera que una reducción entre 0,5% y 0,75% se justifica más que una entre 0,75 y 1,0%, a la luz de todos los elementos presentados y discutidos en esta reunión. Plantea que éste podría ser el momento en que el Consejo alcance un consenso, desviándose de la regla de modificaciones de tasas en múltiplos de 25 puntos base, reduciendo ahora la tasa de política monetaria en un valor intermedio entre 0,5% y 0,75%.

El Gerente de División Política Financiera, señor Herrera, cree que por los antecedentes que se han discutido y que están en el cuadro, independientemente de que el efecto de las cuentas nacionales amerite una baja de tasa, a diferencia del señor Schmidt-Hebbel estima que el cambio de expectativas de inflación es importante en el contexto de la nominalización. En períodos en que ha habido una reducción importante y brusca de las expectativas de inflación, hay mérito para movimientos mayores a los que eran tradicionales para la política monetaria. Sin embargo, por las consideraciones que exponía antes y en lo que se refiere al tema de cuentas nacionales, tiene algunas reservas sobre cuáles son las implicancias de esto para efectos de política monetaria y cree que no sería cauto tomar una decisión sobre la base de esos antecedentes. Sin embargo, volviendo a los primeros antecedentes que son un comportamiento más débil del gasto, perspectivas de crecimiento débil, de una caída de la inflación con una proyección, incluso sin considerar su efecto, del 2,4% de aquí al 2003, piensa que amerita una rebaja independientemente del efecto cuentas nacionales.

El Gerente General, don Camilo Carrasco, estima que se está en un momento bastante crucial en términos de lo que se pueda hacer con la tasa de interés, porque tiene la impresión de que si ahora se baja 50 puntos base como es lo que espera el mercado, va a ser el último movimiento, porque para la próxima reunión va a haber una inflación más alta en el mes de marzo, de 0,4% o 0,5%, tal vez van a haber índices que ya empiecen a mostrar un repunte más claro, de manera que para el Banco va a ser bastante difícil en la próxima reunión hacer un nuevo movimiento. Sin embargo, cree que la situación en este momento es suficientemente crítica como para que el Banco haga un movimiento algo más allá de lo que está esperando el mercado, cree que da una señal fuerte que es necesaria en este momento: dejar la tasa bajo el 5%, esa señal tiene importancia y en definitiva, piensa que igual debería ser éste el último movimiento de tasa. Una tasa del orden de 4,75% es claramente una mejor señal para la reactivación que dejar la tasa a 5%.

El Presidente señala que como hay tres opciones y tratar tres opciones es muy difícil, propone una opción de 0,75 a los señores Consejeros y espera que se pronuncien sobre ella o sobre otra que ellos prefieran respecto a la indicada, fundamentada en los argumentos que se han visto en la opinión del equipo técnico.

El Consejero señor De Gregorio dice que en virtud de la proposición del Presidente y en aras de buscar un consenso, se suma a la proposición del Presidente y apoya una rebaja de 75 puntos base.

El Consejero señor Desormeaux mantiene su posición de 50 puntos base.

La Consejera señora Ovalle mantiene su posición de 50 puntos base.

El Vicepresidente señor Marshall se suma a la proposición del Presidente.

[Handwritten signature]



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

30-01-020312 – Tasa de Instancia Monetaria.

El Consejo acuerda reducir la tasa de interés de política monetaria en 75 puntos base, desde 5,5% anual a 4,75% anual. Asimismo, los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustan en 50 puntos base.

IV. Comunicado

El Presidente propone el siguiente texto para el comunicado:

“ En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió reducir la tasa de interés de política en 75 puntos base, desde 5,5% a 4,75% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustaron también en 75 puntos base.

En esta decisión el Consejo ha considerado que el panorama de menores presiones inflacionarias que se ha configurado durante los últimos meses ha tendido a consolidarse.

En el ámbito internacional, aunque todavía no se registra una mejoría sustancial en la actividad del conjunto de los socios comerciales de Chile, se observan mejores perspectivas para el crecimiento de la economía de Estados Unidos. En todo caso, los mercados financieros de las economías emergentes han mostrado crecientes signos de estabilidad, desarrollo que también se ha reflejado en precios financieros claves de la economía chilena.

En el lado doméstico, en tanto, los antecedentes acumulados, incluyendo la información de cuentas nacionales con base en 1996, confirman el diagnóstico que la trayectoria de la demanda interna continúa por debajo de lo anticipado previamente.

Este conjunto de antecedentes consolida un cuadro en que las presiones inflacionarias se mantendrán reducidas en el horizonte de política. La evolución efectiva de los indicadores de precios y las expectativas de mercado corroboran este panorama. 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. Además, con este impulso monetario, y en la medida que las últimas tendencias de crecimiento en el mundo se afiancen, es posible esperar una aceleración de la actividad doméstica respecto de las condiciones actuales.

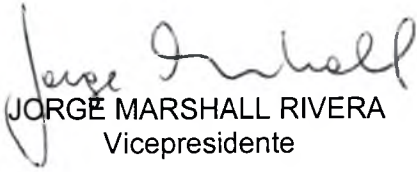
El Banco Central continuará usando la política monetaria con la flexibilidad que las circunstancias exijan, de modo de confrontar las desviaciones que, en cualquier dirección, se proyecten respecto de la trayectoria esperada de la inflación en relación con la meta establecida.”

El Consejo aprueba el texto del comunicado.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Se levanta la Sesión a las 19,15 horas.



JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente



CARLOS MASSAD ABUD
Presidente



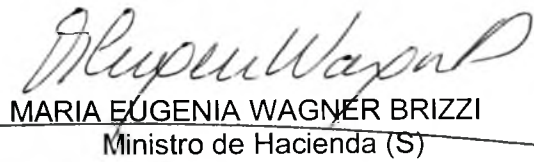
JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero



MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera



JOSE DE GREGORIO REBECO
Consejero



MARIA EUGENIA WAGNER BRIZZI
Ministro de Hacienda (S)



MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe