



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 13
DE POLITICA MONETARIA
celebrada el 18 de enero de 2001

En Santiago de Chile, a 18 de enero de 2001, siendo las 15,00 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 Pablo Piñera Echenique y señor Jorge Desormeaux Jiménez.

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

Asisten también los señores:

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

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

I. Resolución sobre Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 12, celebrada el 12 de diciembre de 2000.

Se presenta el Acta correspondiente a la Sesión N° 12, la que es aprobada por los señores Consejeros y será firmada una vez subsanadas las observaciones formales que se han indicado.

II. Resolución sobre Minuta del Acta correspondiente a la Sesión N° 11, celebrada el 14 de noviembre de 2000.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo la Minuta del Acta de la Sesión N° 11, celebrada el 14 de noviembre de 2000, la que se aprueba sin observaciones.



BANCO CENTRAL DE CHILE

III. Informe de Política Monetaria.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Pablo García, señala que la estructura del Informe es la siguiente:

- I. Evolución Reciente de la Inflación.
- II. Factores Relevantes para la Evolución Futura de la Inflación
 - Escenario Internacional
 - Oferta y Demanda
 - Mercados Financieros y Expectativas
- III. Perspectivas de la Actividad Económica y la Inflación
 - Escenarios Alternativos para la Política Monetaria
 - Posibles Balances de Riesgo
- IV. Conclusiones

Los puntos destacados son los siguientes:

- En el último tiempo se han acumulado antecedentes relevantes respecto de la marcha de la economía internacional, la inflación, la demanda interna y el empleo, que anticipan una disminución de las presiones inflacionarias de mediano plazo respecto de lo considerado en los últimos meses.
- El crecimiento de la actividad global durante el año 2000 fue de 5,4%, dos décimas por debajo de la proyección de septiembre último.
- Por su parte, la inflación anual a diciembre alcanzó a 4,5%, ello pese a que tanto el tipo de cambio, como el precio del petróleo, siguieron en el cuarto trimestre de 2000 una trayectoria por sobre la anticipada en septiembre.
- Los elevados niveles de desocupación, así como el actual ritmo de crecimiento del consumo y las ventas, siguen acotando el traspaso de la depreciación del tipo de cambio a la inflación y los efectos de segunda vuelta del alto precio del petróleo.
- El escenario externo ha variado respecto de lo que se anticipaba en el Informe anterior.
- En lo más reciente, la desaceleración de la economía norteamericana se está desarrollando con mayor intensidad a la prevista, impactando los precios de los activos financieros y provocando una depreciación del dólar.
- Ello llevó a la Reserva Federal a comenzar anticipadamente un ciclo de reducciones de tasas de interés, el que además hoy se advierte como más pronunciado.
- Por otra parte, las perspectivas de flujos de capitales se ven menos optimistas que en septiembre. Los premios soberanos han permanecido en niveles altos, e incluso por sobre los observados a mediados del año pasado. Esto se ve, en parte, compensado a futuro por tasas de interés internacionales más bajas.

[Handwritten signature]



- El real efecto de este escenario internacional sobre la economía chilena es difícil de cuantificar, pero se estima que es menos promisorio para la actividad económica, respecto a lo estimado unos meses atrás.
- Al mismo tiempo, el descenso reciente en el precio del petróleo ha sido superior al previsto. Hoy se estima que, en los próximos años, el precio del barril de crudo se ubicará uno o dos dólares por debajo de las proyecciones anteriores.
- En el ámbito interno, factores como la persistencia de la desocupación en niveles altos han configurado un escenario de menor dinamismo esperado para el consumo privado.
- Los precios de los activos financieros y las expectativas privadas incorporan hoy una reducción de la tasa de política monetaria durante el primer trimestre.
- Las expectativas de inflación para el año 2001 muestran una reducción desde noviembre a la fecha.
- En definitiva, la suma de estos elementos externos e internos permiten anticipar que, durante los próximos dos años, la demanda agregada ejercerá un impulso menor sobre la actividad global al que se esperaba en septiembre.
- Igualmente, dado el actual nivel de las tasas de interés, se estima como probable una trayectoria del tipo de cambio que se dirige hacia una apreciación real.

Escenarios Alternativos para la tasa de política monetaria.

- Dos elementos de juicio, más allá del uso de modelos estadísticos, están detrás de estas proyecciones.
- Las perspectivas de crecimiento económico se encuentran algo por sobre el promedio del mercado, pero son algo inferiores a las que resultan del uso de los modelos, de forma de capturar el impacto del escenario actual de relativo pesimismo.
- A su vez, en las proyecciones de inflación se descarta la posibilidad de efectos de segunda vuelta de la trayectoria a la baja del precio del petróleo (en relación a diciembre). La real magnitud de este efecto es desconocida, pero en el ejercicio de proyección se deja de restarle 0,8%-1,0% a la inflación IPC hacia fines de 2002, respecto de las proyecciones de los modelos estadísticos.

I. Evolución Reciente de la Inflación

Casi el 70% de la inflación de 2000 fue explicada por el precio de los combustibles y las tarifas del transporte. En el mediano plazo estos efectos deben disiparse, conforme el precio del petróleo se ubique, en promedio, por debajo del valor del año anterior.

La inflación IPCX, en tanto, finalizó el año en 3,4%. El IPCX1, culminó 2000 con un crecimiento anual inferior al 2%.

Handwritten signature



Los precios internos de los combustibles han aumentado en las últimas semanas. En todo caso, el escenario central supone la mantención del precio Brent en niveles más cercanos a los actuales, US\$ 25.

II. Factores Relevantes para la Evolución Futura de la Inflación

Dentro del escenario internacional, las perspectivas de crecimiento mundial para este año son inferiores a las señaladas en septiembre, pero se mantienen en 4,2% para 2002. Esta modificación se debe a un crecimiento esperado para los Estados Unidos de América menor en 0,5% para 2001.

Los términos de intercambio se mantienen, en general, alrededor de lo que se esperaba hace un tiempo. El cobre mostraría un precio promedio de US\$86 centavos la libra el año 2001, cifra levemente por debajo de lo esperado en septiembre. Para 2002 debería ubicarse en su tendencia de mediano plazo, esto es en torno a US\$ 95 centavos la libra.

Con todo, el escenario de términos de intercambio es algo peor que en septiembre. Para 2001 se espera un incremento de 2%, mientras que para 2002 se mantiene en 3,7%.

Las proyecciones del precio del petróleo se han ajustado levemente a la baja. El escenario base de proyección considera un precio promedio para el barril de crudo de US\$ 25 el año 2001 y US\$ 23 el año 2002.

Para 2001, se espera, en general, un descenso de la inflación, consistente con la atenuación de los efectos de los altos precios del petróleo en el año recién terminado.

Para las tasas de interés internacionales, luego del recorte de 50 puntos base en su tasa de política decretado por la Reserva Federal de Estados Unidos a comienzos de enero, el mercado prevé nuevos descensos. Por su parte, se esperan reducciones en la tasa de instancia del Banco Central Europeo de 50 puntos base durante el año.

Este escenario de tasas de interés internacionales más bajas para los próximos ocho trimestres, se ve en parte compensado porque los premios soberanos de economías emergentes han persistido en niveles por sobre lo esperado en septiembre. Para el caso de Chile, a futuro se espera una reducción hasta los 180 puntos base en 2002.

En 2000 la economía creció sostenidamente, estimándose que en el año el PIB se expandió en 5,4%. La evolución de las tasas de variación anual confirma que tras crecer rápidamente en la segunda mitad de 1999, la economía moderó su ritmo de expansión trimestral.

Igual situación pudo verse en la demanda interna, la que luego de tasas de expansión de dos dígitos en el primer semestre de 2000, moderó su crecimiento en el segundo semestre.

Este comportamiento del gasto respondió a la importante acumulación de inventarios que se anotó en la primera mitad del año. Los componentes más



BANCO CENTRAL DE CHILE

permanentes, consumo e inversión fija, mostraron un crecimiento moderado durante todo el año.

Para el caso de la inversión, las importaciones de capital continúan creciendo, con tasas de expansión de dos dígitos en los últimos cinco meses. Sin embargo, los permisos de edificación no habitacionales han sorprendido con una importante caída en noviembre.

El descenso de las importaciones de consumo en el segundo semestre de 2000 confirma el término de la acumulación de inventarios. Las ventas de vehículos nuevos también acusan una disminución.

Las ventas del comercio muestran un aumento muy leve en el margen, que no permite anticipar cambio de tendencia. En el sector inmobiliario se aprecian mejores perspectivas: un aumento en la venta de viviendas, junto a un acceso al crédito más ventajoso.

En parte, la caída del empleo explica el lento crecimiento de las ventas y el consumo a lo largo del año 2000. Además, el impacto en la tasa de desocupación sería mayor si la fuerza de trabajo no cayese como lo está haciendo.

El Índice de Percepción Económica continuó deteriorándose en diciembre, conforme los indicadores de consumo y empleo no mostraron dinamismo durante el segundo semestre de 2000.

Similar situación ocurre con las expectativas de crecimiento del sector privado, las que se han deteriorado paulatinamente para este año. Para 2002 las primeras aproximaciones indican un crecimiento esperado de 5,5%.

El dinero más líquido sigue mostrando una trayectoria estable de los últimos meses, con algo más de dinamismo en diciembre. Los agregados más amplios y el crédito, por su parte, siguen creciendo a un ritmo algo mayor.

Aún persisten holguras en el mercado laboral. De acuerdo a la evolución de la economía en 2000, se espera que su absorción sea gradual en los próximos dos años, sin que se generen presiones inflacionarias en este sector.

Los supuestos contenidos en el presupuesto de 2001 permiten la obtención de un superávit estructural de 1% del PIB, con un gasto con impacto macroeconómico que crecerá 8,0% nominal en el año.

Respecto de los mercados financieros, la evolución de la actividad, el empleo y el escenario externo, han propiciado un cambio en las expectativas del sector privado. La encuesta de enero anticipa un descenso de la tasa de política monetaria en el primer trimestre del año, para ubicarla en 5% a fines de 2001.

Estas expectativas han sido internalizadas por los precios de activos financieros. Las tasas de interés de los instrumentos del Banco Central han mostrado una caída sostenida, que se acentuó durante enero.

La evolución de las tasas de interés de largo plazo en parte es coherente con los movimientos de las tasas en el exterior durante las últimas semanas.



En el período septiembre-enero el tipo de cambio nominal anotó una depreciación de 4%, superior a la presupuestada en septiembre. El tipo de cambio multilateral (TCM) tuvo un incremento algo menor, 3%.

Al mismo tiempo, el tipo de cambio real creció 4,0% entre agosto y noviembre, mostrando actualmente valores similares al promedio del período 1994-1995.

Con todo, la trayectoria central y el balance de riesgos para el tipo de cambio son condicionales a la decisión de política monetaria que se adopte en esta reunión.

Las expectativas de inflación para 2001 han mostrado un descenso desde noviembre del año pasado.

III. Perspectivas para la Actividad Económica y la Inflación

Escenarios Alternativos para la Política Monetaria

En general, cabe destacar que:

- El crecimiento de 2001-2002 estará liderado por las exportaciones y la inversión.
- La persistencia del desempleo ha motivado una conducta más prudente por parte de los consumidores, a lo que se añade perspectivas de crecimiento del ingreso disponible más moderadas.
- Dependiendo de la decisión de política monetaria, el déficit en cuenta corriente se ubicaría entre 1,3% y 1,8% en 2001 y 2002.
- Esto muestra que las condiciones macroeconómicas en las que hoy se desenvuelve la economía son distintas a las históricas. Sus principales consecuencias son:
 - El ritmo de crecimiento de la demanda será por ahora inferior al observado la década pasada.
 - Habrá un mayor peso relativo de los sectores productores de bienes transables en la composición del producto y un menor déficit externo.
 - Persistencia de ajustes en precios relativos, como el tipo de cambio real y el nivel y estructura de las tasas de interés reales.
 - Convergencia de márgenes de comercialización hacia niveles más comprimidos que los históricos.
- La trayectoria esperada para el precio del petróleo apoyará la convergencia de la inflación al centro del rango meta dentro de los próximos ocho trimestres.
- Bajo el supuesto de trabajo de mantención de la tasa de política monetaria en su nivel actual, tanto la inflación IPC como la inflación IPCX descenderán hacia el límite inferior del rango meta.

Posibles Factores de Riesgo

- El balance de riesgos incorpora algunos eventos alternativos que son independientes de la decisión de política monetaria. Entre ellos destaca una desaceleración más violenta de la economía mundial, o un precio del petróleo que se desvíe de la trayectoria central.
- En el ámbito interno, la velocidad de reducción de la desocupación y del crecimiento del consumo presentan grados importantes de incertidumbre. El sesgo dependerá de la decisión de política monetaria.



- Otro elemento relevante es la trayectoria del tipo de cambio real. No sólo la trayectoria central depende de la decisión de política monetaria, sino que además el sesgo en el balance de riesgos.
- En todo caso, hoy la incertidumbre es mayor, debido a un escenario internacional volátil y en estado de flujo.
- Por otro lado, si bien se ha avanzado decididamente en la clarificación de importantes aspectos, como la política fiscal, en otros ámbitos persiste incertidumbre respecto al rumbo que tomará el resto de las políticas públicas.
- En un eventual escenario de mucho menor crecimiento de la productividad, es poco lo que la política monetaria podría hacer para revertir los efectos negativos sobre la actividad y el gasto.

IV. Conclusiones

- Se estima que, bajo las actuales circunstancias, existe un riesgo elevado de que con la actual orientación de la política monetaria la inflación IPC e IPCX descienda hasta el límite inferior del rango objetivo hacia fines del año 2002.
- Es posible obtener una proyección de inflación cercana a 3,0% con el actual nivel de las tasas de interés, pero con una trayectoria del tipo de cambio distinta a la que espera el mercado, con un riesgo asociado importante de apreciación en el horizonte de los próximos dos años.
- En todo caso, el Banco Central deberá estar atento a la posibilidad de que alguno de los escenarios alternativos mencionados anteriormente tienda a imponerse, de forma de reaccionar con flexibilidad y prudencia frente a los eventos que, en una u otra dirección, puedan comprometer el logro de la meta de inflación.

El Presidente ofrece la palabra para comentar el Informe.

La Consejera, señora María Elena Ovalle, manifiesta que el Informe presentado incorpora casi todos los elementos que se solicitaron en la reunión de Política Monetaria de diciembre. Especialmente útiles le parecen el recuadro explicativo sobre la conducción de la Política Monetaria del Banco Central y el referido al desempleo. Sin embargo, señala, no se menciona como tema relevante que afecta las expectativas, las principales preocupaciones manifestadas por distintas fuentes relacionadas a los temas de reforma laboral, cambios en la legislación tributaria y exceso de regulaciones, que sin duda, son elementos de incertidumbre. Hay consenso que el crecimiento no dependerá sólo de factores de política monetaria sino principalmente de un cambio de expectativas. De hecho, se han modificado a la baja las proyecciones de crecimiento del sector privado para este año y el próximo.

Otro punto a considerar es que en la reunión pasada se planteó entregar al mercado sólo dos indicadores de inflación, IPC e IPCX, y en el Informe se sigue mencionando el IPCX1. Asimismo, le parece muy importante dar énfasis a que el Banco Central sea promotor de reajustes en base a la inflación esperada de acuerdo a la meta, representada por la inflación IPC aunque sin dejar de considerar como instrumento de análisis el IPCX. Hay que recordar que en el mes de marzo se producen varios reajustes.



Respecto a las condiciones de la economía internacional, en relación a la acumulación de evidencias de que Estados Unidos podría tener una desaceleración más brusca, la señora Ovalle desea apoyar lo expresado en anteriores reuniones de análisis en cuanto a que en la trayectoria que siga la economía de Estados Unidos, deberían distinguirse dos etapas: un primer semestre con una desaceleración más marcada, entre 0% y 1.5%, y un segundo semestre donde el crecimiento se va a recuperar en torno al 3.5%. Señala que esta situación se debería tomar en cuenta en el análisis que se hace en el Informe. También cree que hay que explorar más los canales crediticios ya que, hay un deterioro en el crédito bancario y en los activos de los bancos de Estados Unidos, lo que está unido a una desaceleración por el lado de la inversión y una declinación en los índices de producción industrial. Cree que el Informe debería profundizar más estos hechos.

En el tema de proyección de IPC e IPCX a nivel interno señala que estos indicadores están por debajo de lo que pronostica el mercado, pues la última encuesta de expectativas muestra un 3.7% y 3.5% respectivamente, y en el caso de las proyecciones de crecimiento son menos optimistas que las nuestras. Cree que es importante estudiar las razones de estas diferencias.

A continuación, el Gerente de la División Internacional, don Esteban Jadresic, se refiere al escenario internacional. Basado en las noticias que se dan en este Informe en cuanto a que hay una desaceleración más rápida que lo esperado en la actividad mundial, una reducción de las tasas de interés externas y un nivel de flujos de capitales menor de lo esperado hace algunos meses, considera que de estos tres elementos, los dos primeros son elementos bien sustanciados, compartidos por el mercado y coherentes con los antecedentes de que se dispone. Pero en relación al tercer elemento, sobre los flujos de capitales, la situación no es tan clara. Es cierto, dice, que los spreads soberanos actualmente son más altos que lo que se esperaba, es decir, no han caído en línea con lo que se esperaba hace algunos meses. Sin embargo, por otro lado, las tasas de interés externas han estado cayendo y en magnitudes mayores a la "no reducción" de los spreads soberanos. Entonces, y aunque en términos netos, es difícil decir cuál es el efecto sobre el flujo de capitales, no es claro que éstos sean menos favorables a lo que se esperaba hace algunos meses. En todo caso, señala que de todas maneras las perspectivas no son tan buenas como las que hubo en la primera mitad de la década de los 90.

Se refiere a un segundo punto que tiene que ver cómo se combinan estos desarrollos en el escenario internacional con los del escenario doméstico. Al combinar estos elementos, el Informe básicamente concluye que hay menores presiones inflacionarias. Para evaluar esta conclusión, es útil ordenar cuáles son las noticias que aquí se tienen, en relación a la discusión de diciembre y el Informe de septiembre. Respecto a diciembre, la inflación subyacente continúa siendo menor que la esperada, el crecimiento de la actividad continúa siendo más lento que lo esperado y hay una desaceleración de la economía mundial más rápida, todos elementos que apuntan a menores presiones inflacionarias. El único elemento de contrapartida es la disminución en las tasas de interés internacional y, si se quiere, también una caída de los precios del petróleo de una magnitud relativamente menor, porque gran parte de esta caída está anticipada, ya que estaba supuesta en el informe anterior. El resultado de todo esto es que si se toma la hipótesis que el efecto de la caída de tasas de interés externas y de la desaceleración más rápida de la actividad mundial, tiene un efecto relativamente neutral, resultan menores presiones inflacionarias de lo que se estaba viendo entonces. Por otra parte, si se va más atrás y se compara respecto a septiembre, el cuadro es más o menos el mismo, con la diferencia que además, respecto a las perspectivas que se tenían entonces, los spreads soberanos no caen, por lo que, si bien en el corto plazo lo anterior pudo tener un efecto inflacionario, en la medida que pudo tener algo que ver con el 2% de devaluación ocurrido



BANCO CENTRAL DE CHILE

desde entonces, tiene a la larga un efecto contractivo sobre la demanda interna y por lo tanto, también apunta a una proyección de menores presiones inflacionarias. En síntesis, si se hace el balance de estos elementos, y salvo que se crea que la reducción de tasas de interés externas más rápidas de lo esperado y el menor precio esperado del petróleo compensan los demás elementos, efectivamente se concluye que hay ahora menores presiones inflacionarias.

El Consejero señor Piñera consulta con qué supuestos se trabajó, para estimar el efecto sobre la demanda interna, en términos de empleo y en términos de índices de desocupación.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, señala que es mucho más fácil tener una proyección de crecimiento para el empleo que para la tasa de desocupación, aún cuando generar una proyección de empleo es muy difícil. Lo que el escenario central supone es para el año 2001 y el año 2002 una recuperación económica no tan intensiva en productividad como lo fue en el 2000, sino más bien intensiva en mano de obra. Ello implica un crecimiento de la ocupación cercano a 2% para este año y el próximo. El impacto que esto tenga sobre la tasa de desocupación dependerá de lo que ocurra con la tasa de participación de la fuerza de trabajo.

A continuación, el señor Ministro de Hacienda señala: Tiendo a coincidir con casi todo lo que se ha dicho o en casi todo. Quería hacer una extensión respecto a la economía internacional y un corolario. Cuando uno analiza la nueva evidencia económica mundial, ciertamente hay algo de esta hipótesis de desaceleración menos suave. No es fácil entender la reducción de tasas en Estados Unidos pues no existe aún tanta evidencia desde el punto de vista de cifras de producción o ventas, aunque quizás sí de empleo. Ahora bien, lo que ha sido más discutido últimamente es qué otra cosa podría haber detrás de esta reducción de tasas. Aparentemente lo que estaría ocurriendo es que nuevamente existirían problemas de apalancamiento, el fenómeno que tanta volatilidad trajo el año 1998. Este descalce, al parecer, estaría más presente que el riesgo del crédito en las operaciones a más plazo de los bancos. Sabido es que cuando hay más apalancamiento, las correcciones de precios de activos tienden a ser más bruscas.

En este nuevo escenario, y es algo que señalaba Esteban Jadresic, siempre está la ambigüedad de dos riesgos contrapuestos que se producen cuando se desaceleran las economías industriales como los Estados Unidos: primero, por el lado del comercio y segundo, por el lado del flujo de capitales. De hecho, históricamente nuestro país y las economías emergentes, en general, no han exhibido sus tasas de crecimiento récord en medio de bonanzas o del peak del ciclo de las economías industriales sino más bien en el medio, cuando ha habido condiciones de liquidez relativamente generosas. No obstante, desde la crisis asiática, pasando por la crisis rusa, pasando por lo del Nasdaq y ahora confirmándose, hay un escenario generalizado de incremento del precio del riesgo y si esta hipótesis sobre apalancamiento es cierta, no sería descartable el que, no obstante una reducción de los tipos de interés en los Estados Unidos, la tendencia de movimiento del portafolio fuera predominantemente hacia títulos de renta fija, más que hacia toma de posiciones de riesgo en economías emergentes. En síntesis, desde un mes a esta parte me tiendo a preocupar más por un escenario de caída de actividad en Estados Unidos que no tenga como corolario un incremento en los flujos de capitales, sino más bien un vuelco hacia los títulos de renta fija de los gobiernos de países desarrollados. Desde el punto de vista de nuestra economía, el contenido de esa mezcla es, sin duda, más recesivo.

El señor Presidente señala, como criterio general y un poco en la misma línea de lo que acaba de señalar el Ministro, que cuando la segunda derivada cambia de signo en el movimiento de la economía, se produce una mucho mayor dispersión en las visiones de los analistas respecto de cuál va a ser el movimiento siguiente, de por qué se ha producido esa



BANCO CENTRAL DE CHILE

desaceleración y cuál va a ser el próximo movimiento de las distintas variables que se manejan. De hecho, dice, la dispersión de las proyecciones que hoy día existen sobre la economía americana van desde una recesión hasta un crecimiento del orden del 3%. Se está en una situación de evaluación de la situación internacional muy riesgosa, muy difícil de captar realmente. Si los componentes fueran principalmente financieros, es probable que los cambios de la tasa de interés efectuados por la Reserva Federal puedan actuar con cierta rapidez para corregir el problema; en cambio, si se trata más bien de un ciclo de tipo real, probablemente los efectos van a demorar más en manifestarse y eso todavía no está suficientemente claro. Ahí existe un rango de incertidumbre que hace muy difícil la formulación de política y que obliga a mirar con mucha acuciosidad y con mucha cautela qué es lo que está ocurriendo en la economía internacional, para poder adoptar las medidas de política económica correspondiente. Eso indica que se debe mantener una gran flexibilidad en las visiones de los desarrollos y en la posibilidad de tomar acción en cualquier minuto que se pueda, en la medida que se vayan fortaleciendo o aclarando estas incógnitas que hoy día aún están abiertas. El Fondo Monetario parece estar revisando hacia abajo sus proyecciones, pues señaló ya una proyección la semana pasada que aparentemente corrige un poco las proyecciones anteriores, pero todo esto está todavía envuelto en un gran marco de alta dispersión de las visiones que se tienen respecto de la velocidad de crecimiento del curso de una recesión en los Estados Unidos.

Termina el señor Massad expresando que le gustaría decir que si se comparte esa visión de una incertidumbre sobre la economía internacional, ella quedara de algún modo recogida en nuestros planteamientos públicos, en conjunto con la flexibilidad que debemos mantener para ir afrontando la situación en la medida en que ella se vaya desenvolviendo en una dirección u otra. Cree que ese mensaje es el importante en este momento.

El señor Ministro de Hacienda señala que se coincide entonces en que hay un escenario de mayor volatilidad en las condiciones para los spreads. En este escenario es una buena noticia el que, según plantea el Informe, nuestra economía continúe con una posición externa extremadamente sólida, con un déficit esperado de la cuenta corriente extremadamente moderados y una posición de reservas que sabemos es abundante. Esto permite que, desde el punto de las políticas públicas, exista la posibilidad de hacer algún juego contracíclico. Ahora bien, las mismas características de volatilidad y contagio financiero hacen poco aconsejable el tener acciones contracíclicas por el lado fiscal, porque las reglas son claramente superiores a la discreción. Y por lo mismo, si hubiera un espacio, el espacio contracíclico debiera ser ocupado por la política monetaria, y en ambos sentidos, tanto hacia la expansión si el escenario fuera más recesivo, y hacia una contracción si el escenario de flujo de capitales fuera más expansivo.

El Consejero señor Piñera, complementando lo que ha dicho el señor Ministro anteriormente en cuanto a los flujos de capitales externos, señala que además hay elementos de más aversión al riesgo con lo cual se puede esperar menos flujo hacia los países emergentes. También, dice, se ha producido el hecho de que hay una aversión adicional por los países pequeños, a raíz de la poca profundidad del mercado, sobre todo en los títulos de renta variable, entonces lo probable es que se pueda observar esa disminución en el flujo de capitales a países emergentes y que ese flujo disminuido se concentre en países grandes y no en países pequeños como Chile.

El Vicepresidente señor Marshall señala que un comentario que hizo en una reunión anterior don Jorge Desormeaux, en el sentido de decir "el escenario internacional es

Handwritten signature and initials.



bastante incierto en el muy corto plazo" es adecuado en cuanto a que ése debe ser el énfasis. En nuestros informes de política monetaria, hemos cambiado el balance externo en cada informe respecto del anterior. En mayo estábamos muy preocupados por las turbulencias del Nasdaq, en septiembre estábamos totalmente optimistas, en mayo decíamos que el escenario internacional, incluso, era como el punto principal del debate. En septiembre era todo optimismo, ahora parece ser un poco más cauto, o sea, el escenario internacional va a seguir variando. Si se dice que el crecimiento esperado de la economía mundial del 2002 es 4,2%, este es un excelente número, o sea, el escenario de mediano plazo es bueno. El escenario de muy corto plazo o el escenario de corto plazo, el próximo semestre, obviamente, tiene una incertidumbre muy grande respecto del ajuste en la economía norteamericana.

El segundo elemento es que una parte de esto es un ciclo real, inevitablemente va a ser un ciclo real. El sector tecnológico está sobreinvertido y va a tener un ciclo real, sin embargo, es un sector relativamente menor dentro del conjunto del producto norteamericano. Entonces, vamos a tener una parte real del ciclo no enteramente financiero, probablemente no va a existir financiamiento para proyectos tecnológicos por un período relativamente prolongado, pero eso no debiera significar un cambio mayor en las perspectivas de la economía mundial.

En tercer lugar, ha sido un período con premios soberanos muy altos. Se parte de un escenario de premios soberanos altos, de un escenario de tasas de interés internacionales altas que hasta hace poco tenían movimientos al alza, entonces el escenario para adelante es: los premios soberanos ya están altos, en términos históricos y en términos comparativos. Por otro lado los mercados han reaccionado a la baja, toda la información que estamos manejando en esta mesa, los mercados ya la tienen hace tres semanas, por lo menos desde el 3 en adelante y la reacción de los mercados del 3 al 18, quince días de operación, es de premios soberanos a la baja. Es cierto que hay un ambiente de incertidumbre, que las cosas han cambiado pero, a mi juicio, la principal incertidumbre del escenario externo es más bien de corto plazo porque el mediano plazo se ve más favorable. Los efectos de esto, como el premio soberano y la tasa de interés, debieran tender a ser mejores durante el transcurso del horizonte con el cual tiene lugar este informe. En ese sentido yo soy más optimista en el mediano plazo, haciendo la reserva que el Presidente ha señalado respecto del corto plazo.

El Consejero señor Desormeaux estima que la palabra clave es lo que dijo el Presidente del Banco. Señala que en este momento existe mucha incertidumbre, pero lo que quiere recalcar es que la incertidumbre también puede extenderse al mediano plazo, como acaba de mencionar el señor Marshall. De hecho, dice, en los Estados Unidos ya en el día de ayer, los sentimientos han comenzado a cambiar en la dirección positiva, hay una visión más positiva respecto del crecimiento de ese país. Con los buenos datos de IPC más los datos de actividad lenta en el sector industrial hay un 70% de probabilidades de una baja de 50 puntos base el 31 de enero. El Director Gerente del Fondo Monetario Internacional el viernes pasado hizo un pronóstico sobre la economía norteamericana con un crecimiento del 2,5% que está más cerca de la parte alta del pronóstico. Hay bastante tranquilidad con los datos europeos, se ha mantenido muy fuerte en todos sus resultados, cayendo las tasas de desempleo y todo esto con perspectivas de bajas de tasas interés a futuro. En el Asia, es cierto que hay un riesgo pero el riesgo es un crecimiento algo menor, pero de ninguna manera crecimiento negativo, e incluso en Japón el riesgo es de crecimiento bajo, pero no de recesión. Así es que en suma, cree que se tiene una situación controlada con una desaceleración prácticamente acotada a estas alturas al primer semestre, pero donde no hay claridad es lo que va a ocurrir en el segundo semestre. Recuerda que en 1987 la bolsa cayó alrededor de un 30% en una semana, en un fenómeno parecido al actual. Recuerda que The Economist en 1988 hacía editoriales señalando que iba a caer la inversión, iba a caer el consumo, y que la suma de ambas caídas generaría una recesión. Y la verdad, es que no hubo recesión, sino un boom el



BANCO CENTRAL DE CHILE

año 1988, así que es conveniente poner atención, dice, ya que la incertidumbre es grande y lo es en las dos direcciones, y puede ser muy bien que en realidad se tenga un segundo semestre extraordinario.

A continuación, el Presidente solicita al Gerente de la División Estudios que haga las recomendaciones y opciones de política monetaria.

El señor Morandé señala que lo que hace a continuación es un poco reflexionar sobre las cuestiones que se han puesto en debate a partir del Informe de Política Monetaria expresando que la pregunta que se puede formular al mirar las proyecciones que contiene el Informe para una tasa de interés que permanece en 5% es qué es lo que ha cambiado recientemente, en relación a septiembre y diciembre, que lleve a que en un escenario de mantención de la política monetaria actual se proyecten tasas de inflación bastante por debajo del centro del rango meta hacia fines del horizonte de política, y además cuáles son los elementos nuevos disponibles, sobre todo en las últimas semanas, que pueda conducir a un notorio cambio en las proyecciones de inflación, y acá lo que hay, como ha sido señalado también reiteradamente, son cambios principalmente en el ámbito internacional y algunos también en el ámbito interno.

En el ámbito internacional hay, en primer término, una acumulación de evidencias en el sentido que la economía de Estados Unidos estaría en un proceso de desaceleración más pronunciado que el anticipado por el mercado previamente y esto, en cierta forma, fue refrendado súbitamente por la decisión de la Reserva Federal de relajar anticipadamente su política monetaria, iniciando además una muy probable secuencia de reducciones de sus tasas de referencia en los meses que vienen. Un escenario sustancial - aunque no necesariamente recesivo - de menor crecimiento de Estados Unidos, acarrea un menor dinamismo de la economía mundial y, por implicancia, menores precios de los principales productos exportados -siempre más sensibles al ciclo mundial que los precios de los productos importados- y volúmenes exportados que crecen más lentamente, siempre en relación a lo esperado entre septiembre y diciembre. El efecto sobre el crecimiento de la economía chilena es negativo y, por la vía de una mayor brecha en el producto proyectado, se obtiene un menor resultado de inflación. No obstante, el efecto no es pleno porque dos factores operan en un sentido contrario: a) la rebaja de tasas de interés internacionales que inicia la Reserva Federal, la que ocurre antes de lo previsto y con más intensidad; esta circunstancia debiera reducir los costos del financiamiento externo de la economía chilena más allá del spread soberano, el cual también podría disminuir -y así se considera parcialmente en el escenario central del informe, al menos respecto de las proyecciones de diciembre pasado- como contagio de una situación financiera más aliviada de los países de la región; b) la reacción del tipo de cambio real en Chile, que se apreciaría menos que si el crecimiento mundial se hubiese mantenido más arriba, aunque por la relación de paridad de tasas de interés, este efecto puede ser reducido.

El segundo elemento importante es lo que ha ocurrido con el precio internacional del petróleo. Aunque aún el mercado del crudo se mantiene en estado de ebullición, el riesgo de que su precio se sostenga por encima de US\$ 30 el barril, parece hoy muy reducido, a diferencia de lo que se apuntaba a comienzos de diciembre pasado. Por esta razón, con una proyección de este precio en el horizonte de política sólo levemente más optimista que la del IPOM de septiembre, se obtiene una ganancia en materia de reducción de la inflación que es relevante.

Por el lado interno, lo nuevo es la confirmación de que el consumo se mantiene relativamente plano y que sus perspectivas de mejoría se dilatan en la medida que la creación de empleo se mantiene floja. Con esto, el crecimiento de la demanda interna se proyecta algo

usl
fg



más reducido que en septiembre y diciembre, afectando también el crecimiento de la actividad económica, postergando las holguras de capacidad y, por esa vía, contribuyendo a una menor inflación proyectada.

También es importante destacar que la relativa descompresión de las presiones del precio internacional del petróleo sobre la inflación doméstica, despeja un elemento de riesgo sobre la credibilidad del compromiso antiinflacionario del Banco Central que estuvo presente hacia fines del último trimestre del año pasado. Este elemento de riesgo se deducía de la prolongación en el tiempo de una inflación total por encima de 4% que fuera haciendo crecientemente menos creíble la predicción que la inflación en régimen debe ser cercana a 3%. Con la nueva información, es probable que la inflación total caiga por debajo de 4% en mayo próximo, en lugar de agosto-septiembre como se llegó a prever en diciembre pasado.

Dados estos cambios y la proyección de una inflación por debajo de 3% en el horizonte de 12 a 24 meses, las opciones se encuentran inclinadas hacia la reducción de la tasa de política monetaria. En otras palabras, las opciones son las de mantener o relajar, y dentro de esta última, relajar 25 o 50 puntos base. Asimismo, cada una de estas opciones implica un balance de riesgos diferente que es necesario además dilucidar. El cuadro siguiente presenta las opciones en forma esquemática. Nótese que, como metodología, se supone que la proyección de inflación del escenario central que aparecerá publicada en el Informe de Política Monetaria de enero, converge a 3% en ocho trimestres, independientemente de la tasa de política monetaria decidida, por lo que el sesgo en el balance de riesgos recoge en qué dirección se puede inclinar más probablemente la inflación en relación a esta tasa de 3%, bajo el supuesto de que la tasa de política monetaria se mantiene en el nivel decidido por los siguientes ocho trimestres.

<u>Opción</u>	<u>Balance de riesgos</u>
1. Mantener	Sesgo a la baja en inflación
2. Rebajar 25 pb	Balance equilibrado de riesgos
3. Rebajar 25 pb	Sesgo a la baja en inflación
4. Rebajar 50 pb	Balance equilibrado de riesgos

Las proyecciones de inflación presentadas en la reunión de hoy para las diferentes alternativas de tasa de política monetaria revelan que habría espacio para bajar dicha tasa hasta 50 puntos base, pero existen una serie de consideraciones a tener en cuenta antes de llegar a esa conclusión. La primera es de orden de magnitud. La diferencia entre la proyección central de inflación IPCX con tasas 4,75% y 4,50% a dos años plazo es muy reducida, apenas tres décimas de diferencia, y ambas están muy cercanas a 3% que es el centro del rango meta, una levemente por debajo y otra levemente por encima. Entonces, en esta situación, la pregunta que se puede formular es si se justifica una rebaja agresiva de 50 puntos base o es preferible una actitud de más cautela, de esperar y ver, rebajando 25 puntos base ahora y revisar la decisión en los meses venideros. Tal vez la segunda opción sea más prudente si se considera que la inflación ha venido subiendo consistentemente, tanto IPC como IPCX, desde comienzos del año pasado y aún no empieza a bajar. Aunque esto podría ser parte del análisis de riesgos, es posible plantear que también apoya una actitud más conservadora de la política monetaria en igualdad de condiciones. La pregunta es si se debe considerar la proyección de IPC -que favorece una reducción de 50 pb- o la de IPCX, que es más neutra entre 25 y 50 puntos base. Es cierto que la meta se plantea en términos de IPC total, pero también es efectivo que la persistencia de altos y crecientes precios del petróleo durante 1999 y 2000 introdujo una cuña entre IPC e IPCX que tomará algo más de dos años en desaparecer. En este sentido, la menor inflación proyectada de IPC respecto del IPCX a ocho

Handwritten signature



trimestres contiene el efecto de un ajuste a la baja en el precio de los combustibles que debiera desaparecer eventualmente a partir de 2003. Por tanto, en la actual coyuntura, es más razonable fijarse en la proyección del IPCX que el IPC total, para efectos de la discusión interna ya que, frente al público, la meta hay que compararla con la proyección del IPC total a dos años plazo.

Las simulaciones de la TPM que resultan para el primer trimestre de este año con variantes de la función de reacción del Banco Central indica que, si esta función se calcula tal como se desprende de la historia de los noventa y con una tasa neutral de 5,5%, entonces la decisión hoy debiera ser mantener la TPM en 5,0%. Si se postula una función de reacción más orientada a la inflación proyectada entre 18 y 24 meses o si se rebaja la tasa neutral a 5,0%, entonces se justificaría una reducción de la TPM ahora. Sin embargo, una reducción de 50 puntos base sólo se justificaría si estos dos factores se suponen simultáneamente.

Se hizo algunos ejercicios suponiendo que se seguía una política más de halcón, o sea, más dura, con más ponderación a la inflación y menos al crecimiento y se hizo otra, haciendo todo lo contrario, dando más ponderación al crecimiento que a la inflación y los resultados dan algunas luces, pero no son tan interesantes, excepto algunas cosas que son obvias, como por ejemplo, que si fuéramos halcones no bajaríamos jamás la tasa en esta oportunidad y si fuéramos paloma, la bajaríamos y bastante. Pero a lo que se quiere más bien llegar, es al ejercicio donde se cambia el supuesto respecto a la tasa neutral. Ya no es 5,5% como en los ejercicios anteriores, sino que se reduce a 5%. En estas condiciones, por lo que se deduce, hay un espacio mayor para la reducción.

Lo que se puede deducir del último gráfico presentado es que si al elemento de incorporar la inflación más a futuro se agrega la reducción de la tasa neutral de 5%, entonces sí habría espacio para una reducción no sólo de 25 puntos base sino que algo mayor.

Junto a lo anterior, hay diversos riesgos que considerar a la hora de decidir también sobre el sesgo que acompañará a la proyección central, en particular, si la decisión se circunscribe a la opción de rebajar 25 puntos base. En este sentido, un sesgo a la baja se apoyaría en la posibilidad de una desaceleración más profunda de la economía de Estados Unidos de América, acompañada de mayores rebajas de tasas de interés externas y, por tanto, en términos netos un sesgo negativo en cuanto al crecimiento proyectado de la actividad económica en Chile. En cambio, un balance equilibrado se sustentaría en la compensación de estos elementos por el riesgo de una recuperación de márgenes de intermediación superior a lo supuesto y hacia niveles más similares a los históricos. La elección del sesgo debe visualizarse, además, en cuanto a la señal que se quiera dar en relación a la perspectiva futura de la política monetaria. Un sesgo a la baja manifiesta un anuncio de que es más probable que se vuelva a bajar la tasa de política monetaria en un futuro cercano, en tanto un balance equilibrado señala la idea de un "piso", que puede por cierto ser transitorio, en la tasa de política monetaria que se escoja, en este caso, de 4,75%.

Por último, agrega el señor Morandé que conforme se le solicitó algunos meses atrás, la simulación de una tasa de política monetaria nominal coherente con estas opciones, y según la fórmula que alguna vez se presentó a Consejo, considera la decisión que se siga por la tasa de interés indizada. Es decir, si se mantiene en 5% la tasa indizada es 9% nominal; si se baja a 25% es 8,75% y si se baja a 50% es 8,50%.

El Presidente consulta si bajo ese ángulo, habría habido alguna necesidad de hacer un cambio de tasa nominal, en algún momento, entre el cambio anterior de la tasa de interés y éste. Contesta el señor Morandé diciendo que no, que el registro que él lleva desde



agosto en adelante, incluso desde antes, indica que la trayectoria de las dos tasas es exactamente la misma.

El Presidente ofrece la palabra para comentarios.

El señor Ministro de Hacienda señala que leía en The Economist que se evaluaba al Presidente Clinton y se decía que una de las características más sobresalientes había sido, en materia de economía, el largo boom que había acompañado a la Unión Americana. Preguntaba la revista si esto había sido mérito de Clinton. Decía que más bien no, que más bien había sido mérito de Greenspan. El mérito de Clinton había sido no intervenir. Pero agregaba a continuación que parecía que la clave era en realidad la mezcla de política, con una política fiscal que en la segunda administración había estado dedicada a superar el problema del déficit, junto a una política monetaria que, contrariamente a su símil europeo, había sido muy proactiva tanto a la baja como al alza.

En nuestro caso, estima que en los años 90 había mucho menos incertidumbre fiscal y cree que estructuralmente, más allá de cual sea la decisión de hoy día, el mejor favor que se le puede hacer al país, es consolidar un esquema de política fiscal equilibrada y de política monetaria proactiva. Considera que la actitud de seguir al mercado siempre, y no algunas veces, puede ser relativamente buena desde el punto de vista de minimizar la volatilidad de la inflación, pero no necesariamente desde el punto de vista de minimizar la volatilidad del producto, situación que teme no sea necesariamente sustentable en una sociedad donde a la gente le importan ambas.

En suma, piensa que cuando en opinión de todo el mundo la economía está claramente más lenta, cuando se espera que el IPC varíe en torno al 3% en el horizonte de proyección, la prudencia, la sustentabilidad, aconsejan no mantener una política tan dura. Además, ve realmente difícil que en un esquema de política monetaria excesivamente cauta, se pueda consolidar la regla de política fiscal que se ha anunciado.

A continuación, el Vicepresidente señor Marshall, hace un planteamiento en el cual parte de la base de la proyección del modelo que, no solamente ha entregado los números en la oportunidad de hoy, dice, sino que es un modelo que se ha discutido largamente desde hace aproximadamente un mes en el Consejo, es decir, ha sido un proceso de iteración sucesiva entre la computadora, lo propuesto, el Consejo, las visiones de la economía, el conjunto de las personas que están en esta mesa más el conjunto de economistas que trabaja en el staff. Esa proyección hoy día indica que con una tasa de interés de 4,5% se va a tener, al cabo de fines del 2002, una inflación de 2,9%, y que todavía a fines de 2002 se va a tener una brecha respecto al producto. El resumen de toda la discusión técnica que se ha tenido, con todos los supuestos que se han incorporado, con todas las visiones que se han formulado en esta mesa, indica que con la actual tasa, la inflación al cabo de dos años que es el horizonte máximo de planificación, llegaría a un 2,3%.

Cree que ése es el centro de la discusión que se está teniendo en este momento, es decir, piensa que todos los otros elementos pueden tomarse para efectos de ser guiado por alguna razón u otra en una dirección o en otra. La actual tasa de política monetaria nos lleva a una inflación, considerando todos los elementos, de 2,3%, y una tasa de 4,5% nos lleva a una inflación, al cabo del año 2002, de 2,9%.

Señala que el país tiene suficiente holgura tanto de stock de capital como en el mercado de trabajo y la va a mantener por los próximos dos años. Ese es el horizonte de planificación, esas son las cifras de inflación, no se está enfrentando un riesgo de aceleración inflacionaria, esos son los datos. La pregunta de todo esto es ¿por qué razón no estamos con

Handwritten signature and initials



BANCO CENTRAL DE CHILE

una tasa de política monetaria más cercana al 4,5%? La respuesta es por distintas consideraciones, también legítimas, incluso hasta hace algunas semanas atrás y antes de la decisión de la Reserva Federal, él mismo era poco partidario de bajar la tasa de interés por razones que en su momento entregó en las reuniones de Consejo. Sin embargo, en estos momentos cree que se ha despejado, por distintas razones, el panorama y por tanto, se puede acercar rápidamente a 4,5%. Desde ese punto de vista, la pregunta es: si se va a 4,25%, a 4,50% o a 4,75% o quedamos en 5%.

Personalmente, no le gustan los análisis que dicen lo máximo, porque los análisis que dicen "el piso sería", se han mantenido en esta discusión desde hace dos o tres años atrás, y así el piso fue el 7%, el 6,5%, el 6% y el 5,5% y en política monetaria no existe el piso. Prefiere una posición más ecléctica, decir qué es lo que indican los modelos y ver más bien la parte dura. Cree que todo el resto es accesorio. Sobre esa base, se puede tomar una decisión ahora si se va al 4,5%, si se va al 4,75% o si se va al 4,25% y los argumentos le parecen legítimos.

Su primer comentario a la presentación efectuada por el Gerente de la División Estudios, es que no le parece adecuado usar adjetivos que puedan inducir en una dirección o en otra, la opción. Cree que no es conveniente adjetivar en exceso las cosas, pues eso llevó al Ministro a decir que estábamos con una posición poco prudente. Discrepa del Ministro, porque dice estar con una posición muy prudente a la luz de lo que indican los modelos, y, a su juicio, la posición más prudente es ir al punto medio, no a una posición distinta de lo que es el punto medio.

Hay algunos elementos que desea destacar. En primer lugar, manifiesta que el Consejo no conoce la metodología de esta simulación, lo cual no la invalida, pero introduce una dificultad. En segundo lugar, entiende que esto se deduce de un trabajo que escribió el señor Morandé y expresa: "Lo que tú dices es que el parámetro respecto del producto que se usa en una economía en que está bajando la inflación tiene un fuerte sesgo, porque el Banco Central necesita ser más duro dado que está bajando la inflación, luego, usas el mismo parámetro que dices en tu paper, que está sesgado, por esa acción del Banco Central durante esa década, para simular otra década en la cual no estamos en la misma tarea. Si uno sustituye ese parámetro por algo que tú llamas paloma, tomemos un parámetro internacional, vamos a la regla de Taylor que es la regla de una economía que no está en un esfuerzo grande de bajar la inflación. Con la regla de Taylor, el parámetro se estima más o menos entre dos puntos, 1 y 0,5. Vale decir, la estimación más dura de la regla para esa simulación de la economía norteamericana, es equivalente a lo que tú has llamado aquí paloma. Si uno hace esa simulación con la más dura, 0,5, resulta que uno debiera tener una tasa de política monetaria del orden del 3,5%".

Señala el señor Marshall que lo que ha querido decir es que es fácil hacer esa presentación, pero a su juicio, esa presentación tiene dos inconvenientes: uno, que tiene un horizonte de corto plazo, y que ese horizonte debiera desaparecer. Nosotros, dice, estamos trabajando con horizontes de trimestres mirando entre uno y dos años, no estamos trabajando con horizontes de corto plazo y eso también está muy bien documentado en el trabajo y se ha descartado y se dijo "este es el gran cambio que hemos hecho, hay una nueva etapa de política monetaria, hemos dejado atrás esta fase, ahora estamos con otra fase", entonces no se puede venir ahora al Consejo y decir justamente "lo que yo dije que era de la fase anterior, ahora lo pongo en la fase actual". Entonces a mi juicio, si uno toma y yo invito a tomar exactamente lo que se ha presentado, con las dos correcciones, con el horizonte hacia adelante y con parámetros relativamente internacionales standard, los más duros que se han estimado, resulta que vamos a estar con tasas de interés entre 3,75% y 3,50%. También

Handwritten signature and initials.



resulta de los cálculos si uno hace los cambios y considera la tasa neutral de 5,5%, si uno toma la tasa neutral de 5% también cambia el argumento. Entonces, a mi juicio, ese argumento sirve para las dos cosas, sirve para ir a una cosa tipo 4,5%, sirve para ir a una cosa incluso menor. Si uno toma lo histórico podrá llegar a la conclusión que se llega, pero a mi juicio, el mismo documento que se usa para hacer esta afirmación, desvirtúa ese resultado.

En segundo lugar, se argumenta de que dado que el IPCX al término del período es más alto que el IPC, eso indicaría, según se argumenta, que después del 2002 viene un alza de la inflación. A mi juicio, si se quiere hacer una proyección para el año 2003, mejor que se haga con el modelo. Creo que inferir qué pasa en el año 2003 en base a eso, no es tan claro, porque lo que se observa en el modelo es una trayectoria decreciente. Cuando se le pidió a Pablo García que pusiera el gráfico de todos los trimestres, en ningún trimestre salta, no se sabe lo que pasa el año 2003, pero no quisiera yo tomar ese argumento de que esa diferencia entre IPCX e IPC nos indicaría el año 2003 que la inflación se nos dispara o sube. A mi juicio ese argumento que se usa para decir "en realidad lo que hay que hacer no es mirar el IPC sino el IPCX" no me queda para nada claro, me quedo con el standard del Banco Central documentado en nuestras posiciones de que lo que nosotros tomamos es el IPC proyectado. Creo que hay que tener una muy buena razón para decir que ya ahora no vamos a tomar el IPC proyectado sino que vamos a tomar otra cosa. Entonces, a mi juicio, el argumento que se usa que es decir "después del año 2002 el IPC se va para arriba" en base a ese argumento, personalmente no estoy de acuerdo.

En tercer lugar se dice, esto es por qué uno debiera optar dado que el escenario central es que la tasa de política monetaria debiera ser 4,5%, eso es lo que técnicamente corresponde tener, ahora, por qué uno puede optar por una de 4,75%, encuentro que es legítimo o por una de 4,25%, encuentro que también es legítimo y aquí entonces estamos discutiendo un poco la segunda derivada, o sea, el argumento de la segunda derivada que un lado o el otro lado. Creo que las dos opciones son perfectamente legítimas, estoy simplemente discutiendo por qué los argumentos que indican que pasar de lo que dice el modelo de 4,50% a 4,75% a mi juicio no son suficientemente fuertes.

El cuarto argumento es: se dice "actualmente no tenemos que observar lo que pasa entre 12 y 24 meses sino que lo que tenemos que observar es lo que pasa ahora, y como ahora la inflación es más alta no podemos bajar más. Creo que lo que importa acá es la trayectoria y si lo que estamos esperando es una trayectoria de convergencia, teniendo en cuenta que hace dos meses esperábamos la convergencia de septiembre, ahora estamos diciendo una convergencia dentro del primer semestre, estamos obteniendo una ganancia significativa y a mi juicio, el mercado va a observar eso, el público va a observar eso, esa es la ganancia de credibilidad. Nosotros enfrentamos esta reunión sin una pérdida de credibilidad, dijimos hace seis meses atrás que la inflación de este año iba a ser 4,6%, y fue 4,5%. Nosotros no tenemos hoy día una pérdida de credibilidad, por tanto, no me parece que ese argumento de que la credibilidad de muy corto plazo nos lleva a ser más cautos, sea un argumento fuerte, por el contrario, creo que debiéramos cosechar mucho más durante el primer semestre el éxito de haber mantenido una inflación controlada y en dirección descendente.

El último argumento es que se dice "las proyecciones tienen un sesgo negativo en cuanto al crecimiento proyectado". No sé. La percepción que hemos tenido nosotros es más bien al contrario, que tiene un sesgo positivo, estamos por sobre el mercado, no veo que tenga un sesgo negativo en cuanto al crecimiento proyectado y el segundo argumento que se dice es "la proyección que está acá tiene una subestimación deliberada de los efectos de segunda vuelta", tampoco lo entendí, porque si algo tiene es al revés, una sobreestimación, lo que acabamos de conversar a comienzos de esta reunión. Entonces son dos argumentos creo que operan exactamente en la dirección contraria a lo que está en el documento. No creo que



haya subestimación deliberada, los efectos de segunda vuelta los estamos estimando adecuadamente, no sé por qué se dice que es deliberada, porque de nuevo estamos en esta cosa de los epítetos. No estoy de acuerdo en los dos puntos sustantivos de eso. Por esa razón, a mi juicio, vuelvo al punto central, la tasa de interés que resulta de un trabajo prolongado desde hace más de un mes, con todos los efectos, vueltas, y etc. es una tasa del orden del 4,5% si no menor. Tenemos que ver cuáles son las razones que nos llevan a que esa tasa no es la adecuada. Por qué razones esa podría no ser la adecuada. Aquí se han entregado algunas razones que a mi juicio no son suficientemente fuertes al menos desde mi punto de vista.

Ahora, por qué yo sí creo que es el momento de llevar la tasa a 4,5% ahora y no lo era hace dos, tres o cuatro semanas. Si uno mira el año 2000, en qué momento se produjeron las pérdidas de credibilidad del Banco Central. Las pérdidas de credibilidad del Banco Central se produjeron cuando bajamos la tasa, no cuando la subimos. Cuando subimos la tasa en enero, fuera de la primera semana ahí sorprendimos, pero la verdad de las cosas no tuvimos un costo de pérdida de credibilidad, cuando era mucho más discutible si era conveniente subirla o no, yo estaba en la posición más bien de no subirla, tampoco tuvimos una pérdida de credibilidad. Cuando la tasa es baja no hay pérdida fuerte de credibilidad si es que uno la sube. En ese sentido, a mi juicio, donde yo no quisiera ubicarme hoy día es en la posición de un sesgo a la baja porque creo que en el contexto de un año electoral, cualquier baja posterior a la de ahora va a tener un costo mayor. Si yo divido la baja en 25 puntos base ahora y después vamos viendo otros 25 puntos base posteriores, la suma nos va a dar un costo de credibilidad y ahora estoy hablando de razones de segunda derivada. Las razones por qué yo creo que es más conveniente hacerlo ahora, y el complemento de por qué creo que hay que hacerlo ahora, es porque ahí tenemos dos factores que no estaban hace un tiempo atrás. Tenemos una caída del precio del petróleo que es compartida, es decir, tenemos un shock de oferta positivo cosa que nos permite reducir la tasa, no estamos claros que ese shock va a estar de nuevo, a lo mejor más adelante, incluso si nosotros estuviésemos en lo correcto, lo que vamos a tener para el resto del año es un aumento del precio del petróleo. Cuál es nuestro pronóstico, US\$25, ahora el precio está en US\$24. Ahora, tenemos además una reducción importante y esperada en la tasa de interés de Estados Unidos y su importancia es que nos amortigua cualquier efecto cambiario. O sea, el temor que uno tenía de hacer reducciones de tasa fuera de este contexto, es que eso pudiese tener un efecto cambiario mayor. En estos momentos el efecto cambiario ha desaparecido, de hecho el tipo de cambio está bajando estos últimos días, entonces esta es la oportunidad, a mi juicio, hay buenas razones para pensar que ahora es el momento de bajar 50 puntos base y esperar ahí lo que pueda suceder y no demorar la decisión, porque creo que la experiencia del año pasado a nosotros nos indicó que el costo de bajar la tasa adicionalmente es muy alto. Esos son los argumentos por los cuales yo creo que es mejor, en síntesis, volver al modelo, a lo que hemos trabajado durante varios meses y mantenernos ahí, tenemos la oportunidad ahora de mantenernos ahí.

A continuación, el Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel, se refiere a tres puntos. En primer lugar, destaca el consenso que se observa respecto de una mayor incertidumbre, especialmente en el ámbito internacional. Una mayor incertidumbre, respecto de un escenario previo de una menor incertidumbre, lo que debiera inducir en agentes e instituciones adversas al riesgo, es a tomar una posición más conservadora. Señala que en la banca central la posición conservadora se puede reflejar en dos dimensiones. Una es hacia un sesgo más conservador en las decisiones de política monetaria. El segundo sesgo posible es hacia una mayor lentitud en la reacción de la política a cambios en el entorno externo o interno, incrementar el proceso autorregresivo de la tasa de política. Si la mayor incertidumbre induce una posición más conservadora, en el sentido de

WSE
fy



reducir la velocidad de reacción de la política, ello debiera ir exactamente en sentido contrario de lo que sugirió el señor Marshall, de hacer un cambio fuerte en forma rápida.

Manifiesta que el segundo punto que quiere destacar es la baja elasticidad, aproximadamente de $-0,6$, de la inflación respecto a la tasa de política en un horizonte de mediano plazo -de unos 6 trimestres-. Eso se refleja, como lo han destacado varias personas, en que hay pocas diferencias entre los escenarios de tasas a 5%, 4,75% ó 4,5% para la inflación. Por tanto, cree que la presentación de la Gerencia de Análisis Macroeconómico -y el informe mismo de política- sobreenfatizó el punto de que se corran significativos riesgos de sobrecumplir la meta, llevando a la tasa de inflación muy cerca o por debajo del límite inferior del rango meta, si se altera la tasa en magnitudes pequeñas del orden de 25 puntos base. Señala que, entre paréntesis, es bastante más elevada la elasticidad del crecimiento del PIB respecto de la tasa de política para el mismo horizonte, alcanzando a $-0,8\%$.

El tercer punto que desea destacar son las ventajas del escenario intermedio. Tomando literalmente las proyecciones que salen del modelo que han sido presentadas, señala que el escenario intermedio plantea una inflación IPCX en promedio de 3%, lo que es consistente con el compromiso público de la política monetaria. Más aún, las proyecciones para la inflación IPCX muestran que sólo se alcanzaría un nivel de 3% anualizado en alguna fecha entre fines del 2001 y fines del 2002. Eso significa que por 8 a 10 trimestres -pasados y futuros- se observaría una inflación IPCX significativamente por encima del centro del rango meta, desviación explicada, por supuesto, en gran medida por el shock petrolero. Estas proyecciones de convergencia lenta -pero convergencia al fin y al cabo- consistentes con una tasa de 4,75%, contrastan con las proyecciones de inflación IPCX, consistentes con una tasa de 4,5%, que no alcanzan a converger en todo nuestro horizonte de política -los siguientes 8 trimestres- al 3%, reflejando, por lo tanto, un sesgo claramente expansivo a la política monetaria. Cree que es esencial que frente al público, en forma transparente, se siga un curso de política amparado por las proyecciones que efectivamente hagan converger a la tasa de inflación IPCX a un 3% -el centro de la banda meta- durante el horizonte de planificación.

Otra virtud del escenario intermedio -quizás más política que económica- es que sus proyecciones de crecimiento real están muy cerca de las actuales proyecciones de crecimiento tanto del gobierno como del sector privado.

El Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera, señala que está de acuerdo tanto con el escenario que se ha planteado, como con las proyecciones presentadas. Le parece que el elemento central que está detrás de este escenario es el cambio de perspectivas respecto a la economía norteamericana y respecto a lo que va a ser la política monetaria en Estados Unidos. Este escenario supone que se va a tener una rebaja desde 6,5% hasta un nivel de 5,25% o 5% en la tasa de la Reserva Federal y eso se ha incorporado en la proyección central. Al incorporar ese hecho, resulta una recomendación de tasa coherente con este escenario del orden de 4,5%.

Le parece que el Consejo no debería adelantarse a lo que vaya a hacer la Reserva Federal, sino más bien incorporar las decisiones de ésta, gradualmente, en nuestro escenario. Es probable, dice, que la Reserva Federal va a bajar su tasa en 50 puntos base o más, en los próximos meses, y nos vamos a encontrar en la disyuntiva de volver a actuar o no, siendo que esta rebaja ya había sido incorporada en el escenario central. Cree que en virtud de estas consideraciones, es mejor mantener una actitud más cautelosa y atenta a la evolución de la política monetaria en Estados Unidos y las proyecciones de la economía mundial. No está en desacuerdo con el escenario central, sino simplemente propone una estrategia más cautelosa.



Advierte que hay otras consideraciones de tipo interno, de carácter político. Siendo este un año electoral, dejar un sesgo a la baja en las tasas puede ser una consideración en paralelo a la anterior, las cuales hay que ponderar. Sobre esta diferencia entre el IPC y el IPCX, si eso es importante en la revisión, su impresión es que se debiera poner el acento en la proyección del IPCX. Nuestra política, dice, efectivamente está en base al IPC, pero cree que a ese horizonte, las diferencias que se deducen entre IPCX e IPC o son inmateriales, no son relevantes, son simplemente consecuencias de un supuesto metodológico de la proyección de los perecibles o son consecuencia de los combustibles que, tal como ahora se han obviado, también se deberían obviar en el futuro. Cree que lo real es concentrarse en el IPCX y argumentar en uno o en otro sentido, en función de esta diferencia, estima que no es muy conducente y de hecho piensa que las proyecciones también deberían presentarse convergiendo ambas proyecciones al final del período de proyección, como una cosa más que nada metodológica, porque considera que cualquier decisión alrededor de eso va a inducir a más confusión y no va haber ninguna conclusión de política.

El Gerente General, don Camilo Carrasco, manifiesta que le parece que la Gerencia de División Estudios ha presentado las opciones de manera bastante equilibrada, aunque, por otro lado, cree que el modelo es sólo una herramienta a la cual se le ha estado dando una importancia exagerada.

Dentro de lo que ha planteado la Gerencia de División Estudios, estima que hay argumentos suficientemente poderosos como para que todos estén de acuerdo en que hay que bajar la tasa y la discusión está en si se baja 25 ó 50 puntos base. A su juicio, hay que bajarla 50 puntos base. Si se baja 25 puntos base, cree que es altísimamente probable que en marzo el Consejo deba bajarla, nuevamente, en 25 puntos base más, y se va a bajar en ese momento por presiones políticas, por presiones del mercado o porque la Reserva Federal bajó la tasa en un punto más, o sea, se va a seguir detrás. En ese sentido, cree que la política monetaria debe ser más proactiva y estima que eso no necesariamente indica que si hoy día se baja 50 puntos base, como planteaba Luis Oscar Herrera, si la Reserva Federal baja nuevamente a fines de enero o febrero, haya que bajar otra vez en Chile. Señala que perfectamente en el comunicado se puede dejar claro el grado de permanencia que el Consejo ve en una tasa del 4,5%.

Asimismo, desea recalcar lo que ha pasado con las tasas de interés el año 2000, con las tasas de colocación, entre otras, algo que en el modelo no se ve claramente. Se aprecia que la transmisión de lo que es la tasa de política monetaria hacia la tasa de colocación, fue el año pasado extraordinariamente lenta. El costo del crédito interno medido por las tasas de colocación en UF, entre 90 y 365 días, recién a fines de diciembre y los primeros días de enero está alineándose con la baja de tasa de política que hizo el Banco Central en agosto, de manera que si se toma ese elemento la política monetaria fue bastante menos expansiva de lo que parece durante el año 2000. Si se considera eso, tiene la impresión que una baja de 25 puntos base va a ser transmitida al mercado en una forma muy tibia y lo único que va a crear va a ser incertidumbre de cuándo viene la nueva baja. Por eso cree, primero, que considerando todo lo que se ha expuesto acá, es natural que todos están de acuerdo que hay que hacer que la política monetaria sea más expansiva. Piensa que, considerando estos elementos, de ésta tan lenta transmisión que se ha observado durante el año pasado a las tasas de colocación del mercado, corresponde, ahora, hacer un movimiento más importante en las tasas de interés.

Lo otro que desea señalar, para terminar, es que si se compara la tasa Libor a 6 meses que existía a mediados del año pasado, se está hablando de casi 7%, hoy día la tasa Libor está en 5,5%, o sea, ha bajado un punto y medio y posiblemente esto va a seguir a la baja porque hay expectativas claras de baja de tasa en Estados Unidos. Sin embargo, en Chile,



las tasas de colocación han estado prácticamente constantes durante todo el año 2000. Cree que es un argumento adicional para pensar en que se debe hacer un movimiento más importante que un cuarto de punto.

Se retira de la Sala el señor Ministro de Hacienda, don Nicolás Eyzaguirre G.

El Gerente de la División Internacional, señor Jadresic, señala que ya anticipó su evaluación de las noticias que hay desde la última reunión de política monetaria y desde el último IPOM. Que probablemente debió dejar esa evaluación para ahora y lo que sí quiere hacer notar, todavía dentro de ese ámbito y sin tocar el tema de la tasa todavía, es que le llama la atención que la evaluación que se presenta en el Informe enfatiza los desarrollos de la economía mundial, pero no tanto las noticias que se ha tenido respecto a la evolución de la inflación subyacente, que ha sido menor a la esperada, y el hecho que el crecimiento de la economía ha sido más lento que lo que se esperaba anteriormente. Desde su punto de vista, es importante no solamente lo que está ocurriendo a nivel internacional sino que también los desarrollos a nivel doméstico que se han ido acumulando en este período y que indican que no se han materializado las expectativas que se tenía anteriormente. Tiene la impresión que desde la perspectiva del modelo utilizado eso probablemente no afecta los resultados, los cuales ya deben estar incorporando esos elementos. Pero sí desde el punto de vista de la presentación del Informe, el cual cree debería enfatizar más que lo que se está discutiendo no sólo tiene que ver con lo que pasa a nivel de la economía internacional sino que también con la evidencia interna, el nivel de actividad y la inflación subyacente.

En relación al tema de cuál es la tasa de interés más apropiada en este momento, quiere hacer dos comentarios. Primero, tal como fue mencionado aquí, hace alguna diferencia si uno se fija en el IPC o en el IPCX como objetivo, y al respecto quiere llamar la atención sobre la gran incertidumbre que hay sobre el precio del petróleo: el precio esperado del petróleo ahora ha bajado uno o dos dólares por barril, sin embargo, este precio puede modificarse fuertemente en los próximos meses, tanto para el alza como para la baja. Por ende, dice que llamaría a tener cuidado respecto a centrarse mucho en el IPC total, porque hacerlo podría llevar a una excesiva respuesta de la política monetaria a las fluctuaciones en el precio del petróleo. Tal como ahora puede ser que se tenga una situación mejor, lo cual podría llevar a fijar una tasa más baja, un aumento fuerte del precio del petróleo a futuro tendría que generar por simetría un alza importante en la misma tasa. Por lo tanto, si se toma el IPCX como referencia, de acuerdo a lo que se ha expuesto aquí, una tasa de interés de 4,75% parece ser la más adecuada.

En segundo lugar, habiendo dicho esto, cree que el Gerente General ha hecho un comentario bien importante de tomar en cuenta. De éste, deduce que si se baja la tasa de interés, es importante que cuando se anuncie esa medida, se diga qué es lo que se espera respecto a la tasa de la Reserva Federal, es decir, si se está esperando futuras rebajas o no. Lo contrario, o sea, no anunciar qué es lo que se espera va a pasar con esa tasa, pudiera llevar a ruidos importantes en el momento que la Reserva Federal tome sus decisiones, esto independientemente si la tasa interna se fija en 4,75% o 4,5%. Por ello, cree que es importante que se informe, no en el comunicado, pero sí ciertamente antes de la reunión de la Reserva Federal, cuál es el supuesto que se está haciendo a ese respecto.

El Consejero señor Piñera dice ser partidario de bajar la tasa a 4,5%, por varios motivos. Uno, es por el esquema actual de política fiscal y política monetaria en que todo el peso de la reactivación recae en la política monetaria y no en la fiscal, por un acuerdo que se ha tenido con el Ministerio de Hacienda. Nosotros, dice, tenemos la garantía de que ese acuerdo se va a cumplir y que eso se va a reflejar en un superávit estructural del 1% a futuro y nadie ha puesto en duda eso. Lo segundo, por lo que muestran los modelos, dicen claramente



BANCO CENTRAL DE CHILE

que se está dentro del rango de inflación para las metas del Banco Central. Tercero, este mismo modelo en general ha sobreestimado la inflación, de manera que eso hace que se pueda estar muy tranquilos si el mismo modelo evidencia que se está dentro del rango de inflación. Piensa que muchos de los supuestos que están en el modelo deben ser calificados. Cree que hay elementos para pensar que probablemente la reactivación va a ser más lenta de lo esperado. Por una parte, por lo que sostuvo ayer, que estamos en un espiral negativo de empleo y consumo, la gente como tiene miedo a perder el empleo no gasta y al no gastar, no se generan nuevos empleos. Cree que va a tomar tiempo que esto tienda a cambiar y que la gente se sienta segura en su empleo, aunque baje la tasa de desempleo. Además, señala que correcta o incorrectamente, existe la sensación que contratar nuevas personas es riesgoso por el tema del proyecto de ley laboral, y obviamente este elemento juega en contra de un aumento de la demanda interna.

Referente al precio del petróleo, señala que si bien hay incertidumbre, los analistas pronostican una baja en el precio del crudo, lo que ayuda a la meta inflacionaria.

Comparte con el Ministro que en el actual esquema de política fiscal, la política monetaria debe ser más flexible. Siente que se ha sido muy cauteloso al bajarla y poco temeroso al subirla.

Manifiesta que se debe tener presente que no cumplir la meta de inflación tiene un costo alto, pero también es muy alto el costo de mantener tasas altas y que la inflación esté por debajo de la meta, por su impacto en el crecimiento, cree que se debe ser simétrico al medir ambos costos.

En base a lo anterior, está muy de acuerdo en bajar la tasa a 4,5%, señalando que estamos en una economía menos dinámica de lo que pensábamos, el pesimismo lo mostró la encuesta que hace el Banco Central sobre percepciones, y no ve riesgo de que la inflación no vuelva al rango de 2%, a 4%, centrada en 3%; aún más, cree que se debería bajar sin señalar que esto es un piso o un techo. Estima que se debe esperar cómo evolucionan las variables relevantes y ahí decidir.

Respecto al tema de la Reserva Federal, es cuestión que en el Comunicado se diga que se tomó en cuenta una próxima baja de tasa del FED.

La Consejera señora Ovalle señala que la información y proyecciones de inflación entregadas por la División de Estudios, indican que hay espacio para proceder a una baja de tasas de hasta 50 puntos base, sin riesgos inflacionarios. La diferencia entre la proyección central de la inflación IPCX con una TPM de 4,75% y 4,5%, es muy reducida y ambas están muy cercanas al 3% de inflación. Es necesario considerar, sin embargo, que la



BANCO CENTRAL DE CHILE

inflación ha venido subiendo consistentemente desde comienzos del año pasado y aún no empieza a bajar, es decir, lo que hay es una promesa a la baja. Si a esto se agregan los riesgos previstos, tanto por la menor incidencia hasta el momento de los efectos de segunda vuelta, el crecimiento de la actividad en un entorno externo peor al previsto, la volatilidad del precio del petróleo y lo que puede ocurrir con los márgenes de intermediación, la llevan a optar por el escenario intermedio, es decir, por una reducción de 25 puntos base.

El Consejero señor Desormeaux concuerda con la propuesta que ha hecho la División de Estudios, señalando que los datos hoy día permitirían avalar tanto una baja de 25 puntos como una de 50 puntos base.

Manifiesta que las diferencias desde el punto de vista de las proyecciones de la inflación, a mediano plazo, realmente son pequeñas, y desde ese punto de vista la visión proactiva que ha pedido el Ministro significaría entenderla como una opción por una rebaja de 50 puntos base. Pero cree que hay otras consideraciones que hay que hacer encima de las que ha hecho el señor Morandé y algunas de ellas las han hecho los demás participantes. Ser proactivo, dice, significa no sólo mover los instrumentos en una magnitud mayor, sino que significa, en definitiva, tener un impacto más significativo sobre las variables que se quiere afectar y eso depende, entre otras cosas, de cómo son percibidas estas señales. En otras palabras, depende de si, por ejemplo, con la señal que se dé, se está realizando o se está de alguna manera afectando la credibilidad del Banco Central. En este sentido, un hecho que no es menor es que el mercado hoy día apuesta en forma relativamente mayoritaria a una rebaja de 25 puntos base.

Esto ocurre en un marco en que la credibilidad y la independencia del Banco Central ha sido puesta en tela de juicio, no por todos los agentes, sino que por algunos agentes y esto fundamentalmente porque se ha hecho rebajas de tasas de interés en el momento en que la tasa de inflación ha estado creciendo. Es cierto que existen muy buenas explicaciones para ello, pero está claro que no se ha logrado convencer a todos los actores, porque la inflación se ha mantenido por un período largo por encima de los límites que aquí mismo se han establecido. De manera que la posibilidad de una rebaja de tasa de 50 puntos base hoy día sería percibida, al menos por parte de los agentes, como una acción agresiva, que además coincide con las públicas preferencias que ha expresado la autoridad. Esto sucede, además, en un ambiente en el cual existe bastante incertidumbre sobre el panorama futuro que es el argumento que ha dado Klaus Schmidt-Hebbel con mucha elocuencia y es que cuando eso ocurre, la tendencia de los bancos centrales debiera ser una tendencia a la cautela o una tendencia, por lo menos, a actuar con un poco más de parsimonia, de manera tal que pensando justamente en esto, en que hoy día el mercado tiene una prognosis bastante clara en términos de que lo esperado es una baja de 25 puntos base. Teniendo detrás un período de dos o tres meses de críticas muy fuertes a la acción del 28 de agosto, que fue a posteriori muy acertada, pero que generó críticas, cree que el escenario intermedio tiene precisamente la virtud de que da una señal de que aquí hay un Banco Central prudente, que no se precipita a tomar decisiones, que espera a tener un poco más de información y va a esperar algún tiempo antes de dar otro paso, así que se inclina por el escenario intermedio.

El señor Presidente manifiesta que desea hacer una reflexión que va un poco más allá de lo que se ha comentado ahora, porque tiene la clara sensación de que se está entrando en terreno desconocido, en varios aspectos. Se está ingresando a una etapa en la cual la inflación chilena va a ser baja y estable si nos manejamos razonablemente bien, por primera vez en 100 años. Eso implica un cambio en la manera de mirar las cosas de mucha gente, incluso en la manera de mirarla nosotros mismos. Se ha entrado ya a un período en el cual el sistema de flotación cambiaría significa reasignar completamente los riesgos en el mercado cambiario, desde el sector público hacia el sector privado. Estos dos cambios son



BANCO CENTRAL DE CHILE

para él cambios estructurales importantes en la economía chilena, cuyas consecuencias todavía no se conocen. Los modelos han sido hechos sobre otras bases y como inevitablemente, hay que recurrir al pasado, se debe buscar en los coeficientes la influencia de un pasado que no corresponde a las situaciones del presente y a las que se prevén para el futuro. Hay aquí cambios estructurales que hacen el movimiento extremadamente difícil y riesgoso.

El panorama internacional agrega otros riesgos, se está en un momento de cambio de dirección, no está claro de qué magnitud, de qué profundidad, ni siquiera de qué naturaleza, de modo que se enfrenta un panorama completamente lleno de incertidumbres en lo internacional, tanto en lo comercial si el proceso va a un ciclo real, como en lo financiero si ésto se concentra simplemente en ese sector.

Afortunadamente, el país tiene una posición financiera sólida que proporciona efectivamente un margen de acción. Es necesario determinar cuáles son las consecuencias de ese margen de acción según la forma en que se utilice. Cree que debe reconocerse que no hubo capacidad de medirlo con la precisión que parece indicar esta proyección en que se hace diferencias de dos décimas a lo largo de dos años, que sorprenden. Piensa que es muy razonable usar todos los instrumentos que existen para realizar alguna proyección, pero hay que ponerle un signo de interrogación frente a los cambios estructurales que se enfrenten y frente a los riesgos que se deben medir en el panorama internacional y piensa que hay varias proyecciones que es preciso usar con prudencia y flexibilidad. Desgraciadamente cuando en agosto, se bajó la tasa 50 puntos base, antes que la Reserva Federal - nosotros con cualquier movimiento que hagamos ahora ya hemos bajado más las tasas que la Reserva Federal - en ese momento se criticó muy fuertemente al Consejo y se demoraron las tasas de mercado en acercarse a las nuevas, precisamente porque el mercado no creyó, cuando se hizo un cambio que iba más allá de lo que el mercado podía esperar en ese momento.

Por esas razones, prefiere realmente actuar con mucha prudencia en este caso y no dar señales que alarmen al mercado o que vayan mucho más allá de las expectativas del mercado a menos que las proyecciones indiquen una situación grave, que justifica hacer ese movimiento, como se vió en agosto. En agosto ocurrió una situación grave, un aumento importante del desempleo, que hizo revisar todas las proyecciones para adelante y justificó plenamente un cambio de 50 puntos base y a pesar de eso, le tomó tres meses al mercado creerlo. Cuando no se está en una situación de gravedad, en la cual se tenga que dar una sensación de mucha fuerza al mercado, su inclinación es a actuar razonablemente dentro de las expectativas del mercado. Cree que además, si hay otros cambios que hacer hacia adelante, ellos van a ser, probablemente de ahora en adelante, anticipados por el mercado, de modo que no va a existir un problema de credibilidad o un problema de duda en la fortaleza del Banco Central. La propia Reserva Federal va ir abriendo un poco el camino y abriendo para nosotros el margen de movimiento de tasa de interés.

Indica que no tiene ninguna inflexibilidad en cuanto a señalar si una cierta tasa es piso o no lo es. En el pasado dice, nos hemos visto obligados a señalar que una cierta tasa era piso, cuando se hacía un cambio importante y el mercado estaba esperando inmediatamente otro cambio, lo que habría demorado mucho más el efecto de nuestro cambio sobre las tasas de mercado. En ese momento, existió la obligación de decir y así fue la frase: "bajo las circunstancias actuales esta tasa es un piso".

Cree que cualquier cambio que se haga ahora, no nos va a llevar a un piso, ni el de 50 puntos base, ni el de 25 puntos base. Cree que igual vamos a tener a futuro presiones para bajar más la tasa, en la medida en que el crecimiento de la economía no sea del 6% o del 7%.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Piensa que en la actualidad, un nivel de tasas que permita, con todas las deficiencias de los modelos, hablar de un crecimiento de 5,6% para este año y de 5,9% para el próximo, es un cambio de tasa que se justifica y que tiene una perspectiva positiva y optimista respecto del producto. También cree, que si se hace un cambio de tasa, que lleva a proyecciones del producto de 5,7% y, en particular, de 6,3% en el año 2002, va a sufrir un poco la credibilidad y nos vamos a ver muy obligados a tener que señalar que ése sí es un piso, porque la economía no es capaz de crecer mucho más rápido que eso, por razones de crecimiento del potencial. Con este balance de predicciones y, asumiendo la responsabilidad que le corresponde, se pronuncia por 0,25%.

Por lo anterior, el Consejo adopta el siguiente Acuerdo:

13-01-010118 – Tasa de Instancia Monetaria

El Consejo acuerda reducir la tasa de interés de política en 25 puntos base, desde UF más 5,0% a UF más 4,75%.

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

IV. Comunicado

El Presidente propone el siguiente texto para el comunicado:

“ En su reunión mensual de política monetaria realizada en el día de hoy, el Consejo del Banco Central resolvió reducir la tasa de interés de política en 25 puntos base, desde UF más 5,0% a UF más 4,75%. Los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustaron también en 25 puntos base.

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

Los antecedentes examinados apuntan a que la economía mundial está en un proceso de desaceleración más pronunciada que el anticipado previamente. Esto ha generado un ambiente menos favorable para el crecimiento de la economía chilena y una menor presión inflacionaria en el país. Estos efectos son sólo parcialmente compensados por la previsible reducción en el costo del financiamiento externo.

En el ámbito interno, las previsiones sobre el crecimiento del consumo privado se han ido ajustando a la baja y no se aprecia una recuperación más dinámica del empleo, mientras los indicadores de confianza del consumidor se mantienen deprimidos. A pesar de un comportamiento más vigoroso de la inversión, lo anterior conlleva un dinamismo más moderado del gasto interno y, por consiguiente, menores presiones inflacionarias.

En función de estos antecedentes, se adoptó la decisión de reducir la tasa de política monetaria en 25 puntos base. Esta decisión es coherente con una inflación proyectada que converge gradualmente al centro del rango meta dentro del horizonte de proyección.

El Banco Central continuará usando la política monetaria con la flexibilidad que las circunstancias exijan, de modo de confrontar las desviaciones que, en cualquier



BANCO CENTRAL DE CHILE

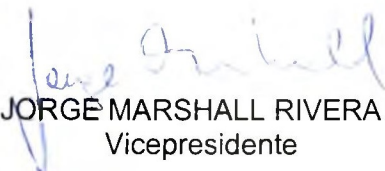
dirección, se proyecten respecto de la trayectoria esperada de la inflación en relación con la meta establecida."

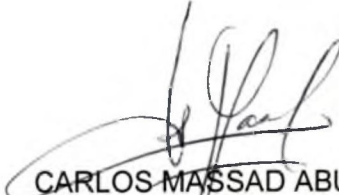
El Consejo aprueba el texto del Comunicado.

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

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de julio de 2001, para el día 12 de ese mes.

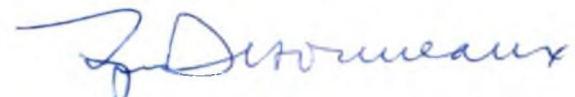
Señala el señor Massad que el Gerente de Análisis Financiero ha recomendado que se fije la reunión de política monetaria, en lo posible, lo más cerca del comienzo o del final del período de encaje, porque de otra manera se producen movimientos de los bancos a las expectativas de la variación de tasas, que hacen más difícil el manejo monetario. La fecha del 12 de julio corresponde con ese requerimiento porque son los nueve de cada mes cuando comienza el encaje.

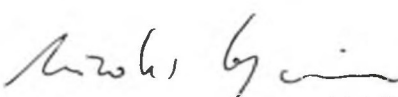

JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente


CARLOS MASSAD ABUD
Presidente


PABLO PIÑERA ECHENIQUE
Consejero


MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera


JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero


NICOLAS EYZAGUIRRE GUZMAN
Ministro de Hacienda


MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe



NOTA:

Se deja constancia que, conforme a los criterios de divulgación dispuestos por el Consejo, en el documento que antecede se incluye la parte del Acta correspondiente a la Sesión Ordinaria N° 13 de Política Monetaria, celebrada el 18 de enero de 2001, en que se adoptó la decisión de política monetaria referente a la determinación de la tasa de instancia monetaria y de los tramos de la línea de crédito de liquidez, por Acuerdo N° 13-01-010118.